

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Pulmonx Corp (LUNG)

 Потенциал роста: **35%**

 Целевая цена: **\$21,6**

 Диапазон размещения: **\$14-\$16**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Медицинские инструменты

оценка перед IPO

IPO LUNG: лечение тяжелой эмфиземы



Выручка, 1Q2020 (млн USD)	12
EBIT, 1Q2020 (млн USD)	-18
Прибыль, 1Q2020 (млн USD)	-19
Чистый долг, 1Q2020 (млн USD)	0

P/E, 2020 (x)	—
P/S, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-143

Капитализация IPO (млн USD)	460
Акции после IPO (млн шт)	30,7
Акции к размещению (млн шт)	6,7
Объем IPO (млн USD)	100
Минимальная цена IPO (USD)	14
Максимальная цена IPO (USD)	16
Целевая цена (USD)	21,6
Дата IPO	30 сентября

 Динамика акций | биржа/тикер **LUNG/NASDAQ**

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	—	—	—
vs S&P 500	—	—	—

Абдикаримов Ерлан
 Директор Департамента финансового анализа
 (+7) 727 311 10 64 (614) | abdikarimov@ffin.kz

Бектемиров Алем
 Младший инвестиционный аналитик
 (+7) 727 311 10 64 (932) | bektemirov@ffin.kz



30 сентября состоится IPO Pulmonx Corp. Компания разработала технологию Zephyr, которая помещается в дыхательные пути для лечения тяжелой эмфиземы. Андеррайтерами размещения выступают BofA Securities и Morgan Stanley.

О компании. Решения компании включают в себя эндобронхиальный клапан Zephyr, систему оценки легких Chartis и платформу анализа легких StratX. В июне 2018 года компания получила предпродажное одобрение FDA для своих клапанов Zephyr, и на текущий момент продукция компании доступна в более 25 странах и используется для лечения 20 тысяч пациентов. За свою историю компания привлекла \$276,9 млн. Среди акционеров компании числятся Boston Scientific Corporation (30,12%), KPCB Holdings (7,63%), LVP III Associates (7,28%), Montreux Equity Partners (7,18%), De Novo Ventures III Liquidating Trust (6,17%), Ally Bridge Group (5,76%) и HealthCap V L.P. (5,68%).

Как работает продукт Pulmonx Corp. В отличие от традиционных методов лечения эмфиземы, которые имеют значительные ограничения (выписываются лекарства для уменьшения воспаления без устранения разрушения легочной ткани), продукт компании представляет собой минимально инвазивный вариант лечения без хирургического вмешательства. Во время процедуры клапан Zephyr помещается в дыхательные пути, чтобы перекрыть наиболее пораженные части легкого. В результате это позволяет более здоровым частям легких расширяться, что увеличивает объем легких.

Клинические преимущества продукта. У компании есть более 100 научных статей с клиническими доказательствами преимущества Zephyr. Пациенты, отобранные с помощью системы Chartis, которые прошли лечение с помощью клапанов Zephyr, продемонстрировали улучшение функций легких, переносимость физической нагрузки и улучшение качества жизни.

Апсайд в 35% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$664 млн при целевой цене в \$21,6 на 1 простую акцию с потенциалом роста 35%.

Pulmonx Corp: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	6M20	Балансовый отчет, млн USD	2018	2019	6M20
Выручка	20	33	12	Наличность	4	15	43
Себестоимость	8	10	6	Наличность с ограничением	0	0	0
Валовая выручка	12	22	7	ЦБ	0	14	0
R&D	7	6	3	Дебиторская задолженность	3	6	3
SG&A	20	34	21	Инвентарь	3	6	8
EBIT	-15	-18	-18	Прочие активы	1	2	1
Процентный доход	0	0	0	Текущие активы	11	41	56
Процентный расход	-3	-2	-2	ОС	0	1	1
Прочий доход/расход	-1	-1	0	Гудвилл	2	2	2
Доаналоговая прибыль	-18	-20	-19	НМА	1	1	0
Налог	0	0	0	Затраты на отложенное размещение	0	2	0
Чистая прибыль	-18	-21	-19	Активы в аренду	0	7	7
				Прочие активы	0	1	0
				Активы	15	54	67
Рост и маржа (%)	2018	2019	6M20	Кредиторская задолженность	1	3	1
Темпы роста выручки	-	63%	-6%	Начисленные обязательства	6	9	5
Темпы роста EBITDA	-	-	-	Налог	0	0	0
Темпы роста EBIT	-	-	-	Отложенный доход	0	0	0
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	Отсроченная аренда	0	0	0
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	Аренда	0	0	1
Валовая маржа	-	-	-	Производное обязательство	1	1	1
EBITDA маржа	-	-	-	Текущие обязательства	8	14	9
EBIT маржа	-75%	-55%	-143%	Налог	0	0	0
NOPLAT маржа	-	-	-	Отсроченная аренда	0	0	0
Маржа чистой прибыли	-92%	-64%	-155%	Аренда	0	6	6
				Долг	15	15	17
				Векселя	19	0	29
				Варранты	0	0	0
Cash Flow, млн USD	2018	2019	6M20	Производное обязательство	0	0	3
CFO	(18)	(21)	(18)	Кредитное соглашение	0	0	1
D&A	0	0	0	Всего обязательства	42	36	65
				Конвертируемые акции	141	205	208
CFI	0	(14)	13	Капитал	-167	-187	-206
CapEx	(0)	(1)	(0)	Обязательства и собственный капитал	15	54	67
CFF	12	46	33				
				Поэлементный анализ ROIC	2018	2019	6M20
Денежный поток	(6)	11	29	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
Наличность на начало года	10	4	15	ICTO, x	-	-	-
Наличность на конец года	4	15	44	AICTO, x	-	-	-
				ROIC, %	-	-	-
				Себестоимость/выручка, %	-	-	-
				Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
				WCTO, x	-	-	-
				FATO, x	-	-	-
Справочные данные	2018	2019	6M20				
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	Ликвидность и структура капитала	2018	2019	6M20
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	EBIT/процентные платежи, x	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	Текущая ликвидность, x	1,40	2,90	6,27
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	Долг/общая капитализация, %	-	-	-
EV, USD	-	-	-	Долг/активы, %	99%	28%	25%
Капитальные инвестиции, USD	0	1	0	Долг/собственные средства, x	3,62	1,01	0,39
Рабочий капитал, USD	-	-	-	Долг/IC, %	-	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	-	Собственные средства/активы, %	27%	28%	65%
BV, USD	-	-	-	Активы/собственный капитал, x	-	-	-
Инвестированный капитал	-	-	-				
EPS, USD на акцию	-	-	-	Мультипликаторы	2018	2019	6M20
				P/B, x	-	-	-
				P/E, x	-	-	-
				P/S, x	-	-	-
				EV/EBITDA, x	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-

Оценка Pulmonx Corp: потенциал роста свыше 35% с долей рынка в 0,272% к 2029 прогнозируемому году

1. Прогноз выручки. Для построения модели мы использовали данные адресного рынка компании и оценили потенциальную долю компании.

В 2019 году выручка компании выросла на 63%, но в 1ПГ 2020 года на фоне пандемии коронавируса выручка компании сократилась на 6,5%, но, по заявлению компании, спрос в 3-м квартале начинает постепенное восстановление.

Мы ожидаем, что в 2020 ПГ выручка сократится на 6% на фоне пандемии с последующим восстановлением спроса. В 2021 ПГ темпы роста могут восстановиться до уровня 2019 года. Темпы роста могут восстановиться до 57% с последующим замедлением до 19% к 2029 прогнозируемому году.

Такой прогноз обусловлен тем, что за короткий период, с июня 2018 года, компания распространила свою продукцию в более 25 стран, и с помощью продукции Pulmonx на 30 июня 2020 года лечение проходило более 20 тысяч пациентов.

Также у компании довольно большой потенциальный рынок. Сама компания оценивает его в \$12 млрд (500 тысяч в США и 700 тысяч на международных рынках).

По прогнозам GlobalData, к 2025 году рынок ХОБЛ вырастет с \$9,9 млрд в 2019 году до \$14,1 млрд к 2025 году.

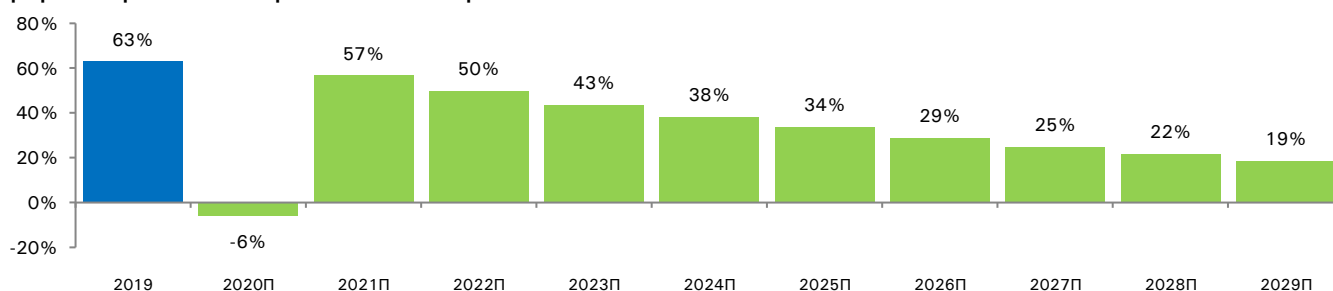
С учетом всех вводных данных мы заложили замедление темпов роста с 63% в 2019 году до -6% в 2020 прогнозируемому году с дальнейшим ускорением до 57% к 2021 прогнозируемому году, общая выручка компании вырастет с \$33 млн в 2019 году до \$441 млн к 2029 прогнозируемому году.

Иллюстрация 1. Модель выручки Pulmonx Corp

Модель выручки из целевого рынка	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Рынок лечения хронической обструктивной болезни легких, млрд USD	9	10	11	11	12	13	13	14	15	15	16	16
Темпы роста, %		8%	7%	7%	6%	6%	6%	5%	4%	4%	3%	3%
Доля рынка Pulmonx Corp, %	0,046%	0,030%	0,029%	0,042%	0,060%	0,081%	0,106%	0,135%	0,166%	0,200%	0,236%	0,272%
Темпы роста, %		-34%	-5%	47%	41%	36%	31%	27%	23%	20%	18%	15%
Всего выручка, млн USD	20	33	31	48	72	103	142	190	245	306	372	441
Темпы роста, %		63%	-6%	57%	50%	43%	38%	34%	29%	25%	22%	19%

Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

График 1. Прогноз темпов роста Pulmonx Corp

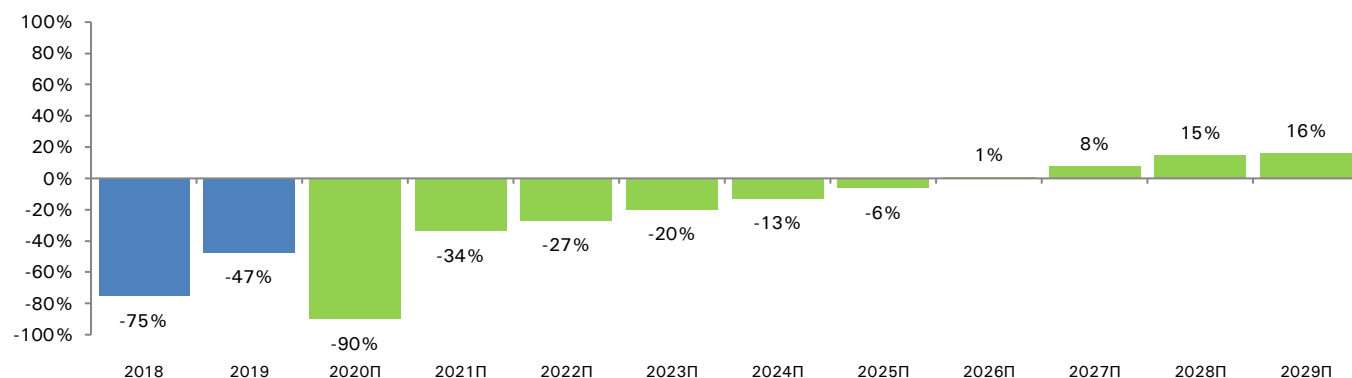


Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений в 16%.

В 2019 году показатели EBIT-маржи были равны -55%. На фоне снижения темпов роста показатели EBIT-маржи снизились до -143%. Мы сделали консервативный прогноз маржи и приравняли к среднеотраслевым значениям в 16%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 16,4% до среднеотраслевых в 3%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$125 млн.

График 2. Прогноз EBIT-маржи



Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

3. Предположения для зрелого периода. В зрелом возрасте мы заложили 3% роста. ROIC в зрелом периоде мы консервативно приравняли к затратам на капитал в 5,7%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 53% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (-\$103 млн) и зрелого (\$647 млн) периода, составит \$566 млн. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга в \$24 млн, наличность на счетах в \$43 млн, поступления от IPO в \$100 млн и стоимость опционов в \$21 млн, собственный капитал Pulmonx Corp можно оценить в \$664 млн.

Учитывая 30,71 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$21,6. Потенциал к верхней границе IPO в \$16 составляет 35%.

Иллюстрация 2. Модель оценки Pulmonx Corp методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
темпа роста выручки, %		63%	-6%	57%	50%	43%	38%	34%	29%	25%	22%	19%	3,0%
(+) Выручка	20	33	31	48	72	103	142	190	245	306	372	441	454
(x) Операционная маржа	-75%	-47%	-90%	-34%	-27%	-20%	-13%	-6%	1%	8%	15%	16%	16%
(=) EBIT	-15	-15	-28	-16	-19	-20	-18	-11	2	24	55	70	75
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	11	8	15
(=) NOPLAT	-15	-15	-28	-16	-19	-20	-18	-11	2	24	44	63	60
(-) чистые реинвестиции	0	5	5	7	9	11	14	16	17	17	16	13	32
(=) FCFF	(15)	(21)	(32)	(23)	(28)	(32)	(32)	(27)	(15)	7	28	50	28
FCFF маржа, %			-105,1%	-47,6%	-39,3%	-31,0%	-22,7%	-14,4%	-6,1%	2,2%	7,6%	11,2%	
(x) фактор дисконтирования			0,95x	0,90x	0,85x	0,80x	0,76x	0,72x	0,68x	0,65x	0,61x	0,61x	
PV FCFF			(30)	(20)	(24)	(26)	(25)	(20)	(10)	4	17	30	
Терминальная стоимость													1 057
PV Терминальной стоимости													647
Имплицированные переменные модели		2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	
Выручка/капитал, x		1,39x	1,09x	1,38x	1,65x	1,87x	2,07x	2,24x	2,40x	2,56x	2,74x	3,33x	
Инвестированный капитал		23	28	35	44	55	69	85	102	119	135	132	
Чистое реинвестирование, %		-35%	-17%	-41%	-46%	-56%	-75%	-140%	726%	72%	36%	21%	53%
Реинвестирование к выручке, %		16,4%	15,1%	13,8%	12,4%	11,1%	9,7%	8,4%	7,0%	5,7%	4,3%	3,0%	
ROIC, %		-66%	-98%	-47%	-44%	-37%	-27%	-13%	2%	20%	33%	47%	5,7%
Маржа NOPLAT, %		-47%	-90%	-34%	-27%	-20%	-13%	-6%	1%	8%	12%	14%	
Расчет WACC		2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П		
Безрисковая ставка		0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	
Бета послерыноговая		0,98	0,98	0,98	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	1,00	1,00		
Премия за риск инвестирования		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Стоимость собственного капитала		5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,7%	
Ставка долга, до налогов		3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	
Ставка долга, после налогов		2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	
СК/Стоимость компании		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
Долг/Стоимость компании		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Средневзвешенная стоимость капитала		5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,7%	
Кумулятивная стоимость капитала		0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x		
Оценка капитала, млн USD													
(-) Стоимость в прогнозируемом периоде													(103)
(+) Стоимость в терминальном периоде													647
(x) Коэффициент на дату оценки													1,04x
(=) EV													566
(-) Долг (вкл. операционную аренду)													24
(+) Наличность													43
(+) Поступления от IPO													100
(-) Стоимость выпущенных опционов													21
(=) Оценка собственного капитала													664
Рыночная капитализация													492
Целевая цена на акцию, USD													21,6
Максимум диапазона на IPO, USD													16
Потенциал роста, %													35%

Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

Риски: партнерство, конкуренция и ключевые сотрудники

Обучение. Для использования продуктов компании требуется соответствующая подготовка врача. Недостаточная подготовка может привести к негативным результатам для пациентов и отрицательно повлиять на бизнес компании.

Конкуренция. Компания сталкивается с серьезной конкуренцией на рынке в лице Spiration Valve System (Olympus Corporation) и InterVapor System (Broncus Medical, данный продукт не одобрен на территории США).

Ключевые сотрудники. Если компания не сможет привлекать или удерживать ключевых сотрудников, это может повлиять на эффективное развитие компании, что может привести к снижению выручки и росту расходов.

Настоящий отчет подготовлен аналитиками компании АО «Фридом Финанс». Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги. Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент подготовки настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации, и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной. Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица могут предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, применимых в сфере деятельности оценки стоимости.
