

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Outset Medical (OM)

 Потенциал роста: **34%**

 Целевая цена: **\$32,2**

 Диапазон размещения: **\$22-\$24**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Медицинские аппараты

оценка перед IPO

IPO OM: инновационный продукт в области диализа



Выручка, 2Q2020 (млн USD)	19
EBIT, 2Q2020 (млн USD)	-45
Прибыль, 2Q2020 (млн USD)	-47
Чистый долг, 2Q2020 (млн USD)	0

P/E, 2020 (x)	—
P/S, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-238

Капитализация IPO (млн USD)	910,8
Акции после IPO (млн шт)	39,6
Акции к размещению (млн шт)	7,6
Объем IPO (млн USD)	174,8
Минимальная цена IPO (USD)	22
Максимальная цена IPO (USD)	24
Целевая цена (USD)	32,2
Дата IPO	15 сентября

 Динамика акций | биржа/тикер **OM/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

15 сентября состоится IPO компании Outset Medical. Компания Outset Medical была основана в 2012 году и специализируется на производстве портативных диализных аппаратов. Андеррайтерами размещения выступают BofA Securities, Morgan Stanley и Goldman Sachs.

О компании. Большая часть деятельности компании связана с использованием продукции компании в больницах, но Outset Medical планирует и дальше продвигать диализ на дому. В апреле компания получила разрешение от FDA на использование в домашних условиях системы гемодиализа Outset Medical Tablo. Несмотря на полученное разрешение, компания по-прежнему должна проводить слепопродажное наблюдение, чтобы избежать неблагоприятных событий. Всего за свою историю компания привлекла \$447,3 млн. Среди акционеров компании числятся Warburg Pincus с долей в 28% (22,5% после IPO), Fidelity с долей в 14,8% (11,9% после IPO), D1 Master Holdco I LLC с долей в 12% (9,6%), Aurora Investment Company LLC с долей в 9% (7,2% после IPO), Partner Fund Management с долей 7,5% (6% после IPO) и Perceptive Life Sciences Master Fund Ltd с долей в 6,4% (5,2% после IPO).

Продукт Outset Medical. Компания разработала инновационную технологию в области диализа. Сам продукт довольно прост в использовании, для этого не нужно специальное обучение. Для работы продукта компании Tablo нужна всего лишь электрическая розетка и водопроводная вода. Свой продукт Tablo Outset Medical разработала с нуля, и на сегодняшний день его можно использовать на всех этапах оказания медицинской помощи, позволяя проводить диализ в любое время, в любом месте и без специально обученного персонала.

Система Tablo и облачные платформы. Системы Tablo подключены к «облаку» и интеллектуальному программному обеспечению, которые производят диагностику машин, предоставляют инструкции по лечению, проводят мониторинг, могут удаленно управляться и предоставлять пользователям документацию записей, связанных с лечением. Tablo Cloud включает в себя две ключевые платформы - Tablo Hub (платформа, ориентированная на клиентов, для получения важной информации по лечению и оборудованию) и Tablo Dash (платформа используется самой компанией Outset для повышения эффективности обслуживания своих клиентов).

Потенциальный рынок. Ежегодные расходы на диализ в США составляют примерно \$74 млрд, из них \$44 млрд - расходы на Medicare.

Апсайд в 36% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$5,110 млрд при целевой цене в \$23,1 на 1 простую акцию с потенциалом роста 36%.

Outset Medical: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	6M20	Балансовый отчет, млн USD	2018	2019	6M20
Выручка	2	15	19	Наличность	33	37	142
Себестоимость	8	33	27	Инвестиции	110	33	3
Валовая выручка	-6	-18	-8	Дебиторская задолженность	1	4	7
R&D	23	23	12	ТМЗ	3	5	7
S&M	11	20	17	Прочие активы	1	1	2
G&A	6	9	8	Текущие активы	148	80	160
ЕБИТ	-47	-70	-45	ОС	2	8	11
Процентный доход и прочие доходы	2	2	1	Активы в аренду	0	0	9
Процентный расход	-5	-4	-2	Прочие активы	1	1	6
Варранты	-0	4	-1	Активы	151	88	185
Доналоговая прибыль	-50	-68	-47	Кредиторская задолженность	3	5	3
Налог	0	0	0	Заработная плата	4	7	8
Чистая прибыль	-50	-68	-47	Начисленные расходы	2	3	7
				Варранты	0	2	2
				Доходы будущих периодов	0	1	3
				Операционная аренда	0	0	0
				Долг	0	8	29
Рост и маржа (%)	2018	2019	6M20	Текущие обязательства	10	25	53
Темпы роста выручки	-	651%	253%	Долг	28	22	0
Темпы роста EBITDA	-	-	-	Аренда	0	0	9
Темпы роста EBIT	-	-	-	Начисленные проценты	0	0	0
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	Варранты	8	4	5
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	Отложенные доходы	0	0	0
Валовая маржа	-305%	-118%	-44%	Всего обязательств	47	51	67
EBITDA маржа	-	-	-	Конвертируемые акции	392	409	452
EBIT маржа	-2320%	-466%	-238%	Капитал	-288	-372	-334
NOPLAT маржа	-	-	-	Обязательства и собственный капитал	151	88	185
Маржа чистой прибыли	-2480%	-453%	-249%				
				Поэлементный анализ ROIC	2018	2019	6M20
Cash Flow, млн USD	2018	2019	6M20	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
CFO	(46)	(70)	-44	ICTO, x	-	-	-
D&A	1	1	1	AICTO, x	-	-	-
				ROIC, %	-	-	-
CFI	(69)	74	25	Себестоимость/выручка, %	-	-	-
CapEx	(2)	(3)	(5)	Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
				WCTO, x	-	-	-
CFF	135	0	127	FATO, x	-	-	-
Денежный поток	20	4	108				
Наличность на начало года	14	33	38	Ликвидность и структура капитала	2018	2019	6M20
Наличность на конец года	33	38	146	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
				Текущая ликвидность, x	14,50	3,20	3,00
Справочные данные	2018	2019	6M20	Долг/общая капитализация, %	-	-	-
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	Долг/активы, %	19%	24%	0%
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	Долг/собственные средства, x	0,85	0,58	0,00
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	Долг/IC, %	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	Собственные средства/активы, %	22%	42%	77%
EV, USD	-	-	-	Активы/собственный капитал, x	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	2	3	5				
Рабочий капитал, USD	-	-	-	Мультипликаторы	2018	2019	6M20
Реинвестиции, USD	-	-	-	P/B, x	-	-	-
BV, USD	-	-	-	P/E, x	-	-	-
Инвестированный капитал	-	-	-	P/S, x	-	-	-
EPS, USD на акцию	-	-	-	EV/EBITDA, x	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-

Outset Medical: ключевые факты

О компании Outset Medical. Компания Outset Medical была основана в 2012 году и специализируется на производстве портативных диализных аппаратов.

Большая часть деятельности компании связана с использованием продукции компании в больницах, но Outset Medical планирует и дальше продвигать диализ на дому. В апреле компания получила разрешение от FDA на использование в домашних условиях системы гемодиализа Outset Medical Tablo. Несмотря на полученное разрешение, компания по-прежнему должна проводить послепродажное наблюдение, чтобы избежать неблагоприятных событий.

Всего за свою историю компания привлекла \$447,3 млн. Среди акционеров компании числятся Warburg Pincus с долей в 28% (22,5% после IPO), Fidelity с долей в 14,8% (11,9% после IPO), D1 Master Holdco I LLC с долей в 12% (9,6%), Aurora Investment Company LLC с долей в 9% (7,2% после IPO), Partner Fund Management с долей 7,5% (6% после IPO) и Perceptive Life Sciences Master Fund Ltd с долей в 6,4% (5,2% после IPO).

Продукт Outset Medical. Компания разработала инновационную технологию в области диализа.

Сам продукт довольно прост в использовании, для этого не нужно специальное обучение. Для работы продукта компании Tablo нужна всего лишь электрическая розетка и водопроводная вода.

Свой продукт Tablo Outset Medical разработала с нуля, и на сегодняшний день его можно использовать на всех этапах оказания медицинской помощи, позволяя проводить диализ в любое время, в любом месте и без специально обученного персонала.

Иллюстрация 1. Система гемодиализа Tablo (слева) против традиционных систем



Источник: на основе данных компании

Сама система состоит из 3 компонентов:

- Tablo Console – сенсорный экран для управления Tablo.
- Tablo Cartridge – запатентованный одноразовый картридж, который упрощает и оптимизирует настройки, чтобы свести к минимуму возможность ошибки пользователя.

- Tablo Connectivity and Data Ecosystem: Tablo подключена к системам мониторинга, чтобы вести клинические записи и проводить лечение пациентов.

Иллюстрация 2. Решение компании – система гемодиализа Tablo



Источник: на основе данных компании

Система Tablo и облачные платформы. Системы Tablo подключены к «облаку» и интеллектуальному программному обеспечению, которые производят диагностику машин, предоставляют инструкции по лечению, проводят мониторинг, могут удаленно управляться и предоставлять пользователям документацию записей, связанных с лечением.

Tablo Cloud включает в себя две ключевые платформы - Tablo Hub (платформа, ориентированная на клиентов, для получения важной информации по лечению и оборудованию) и Tablo Dash (платформа используется самой компанией Outset для повышения эффективности обслуживания своих клиентов).

Основные преимущества Tablo по сравнению с традиционными технологиями.

- Снижает среднюю стоимость расходных материалов с \$300 до \$100.
- Снижает потребность в специализированном персонале.
- Снижает стоимость лечения на \$300-\$500.
- Повышает доступность, так как может использоваться в больнице и на дому.

Потенциальный рынок. Ежегодные расходы на диализ в США составляют примерно \$74 млрд, из них \$44 млрд - расходы на Medicare.

Оценка Outset Medical: потенциал роста свыше 34% с учетом ВВОДНЫХ ДАННЫХ

1. Прогноз выручки. Для построения модели мы использовали такие виды выручки, как выручка от продажи продуктов и выручка от реализации услуг.

Выручка от продажи продуктов. В 2019 году темпы роста выручки от продажи продуктов составили 686%, за 1ПГ 2020 года выручка замедлилась до 207%. С учетом роста популярности платформы из-за простоты использования, а также использования на дому на фоне пандемии мы ожидаем темпы роста в 200% в 2020 году с дальнейшим замедлением до 8% 2029 прогнозируемому году. Таким образом, темпы роста замедлятся с 686% в 2019 году до 8% в 2029 ПГ. Выручка вырастет с \$14 млн в 2019 году до \$1,133 млрд к 2029 году.

Выручка от реализации услуг. В 2019 году темпы роста составили 415%, а в 1ПГ 2020 года ускорились до 1121% за счет увеличения количества установленных систем Tablo. Мы предполагаем, что в 2020 ПГ темпы роста выручки ускорятся до 750% против 415% в 2019 году с дальнейшим замедлением до 6% к 2029 ПГ. Выручка от реализации услуг вырастет с \$1 млн в 2019 году до \$219 млн к 2029 прогнозируемому году.

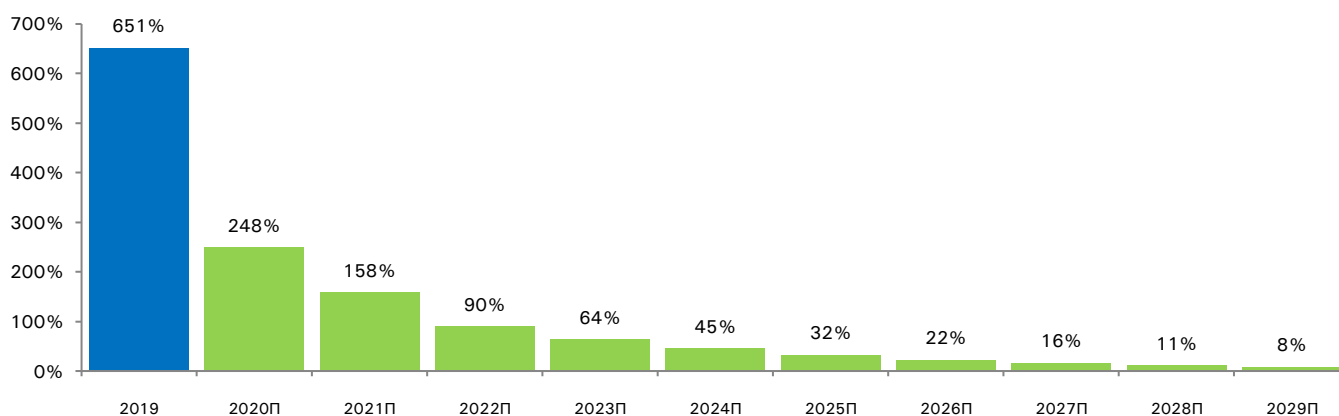
С учетом всех вводных данных мы заложили замедление темпов роста с 651% в 2019 году до 8% к 2029 прогнозируемому году, общая выручка компании вырастет с \$15 млн до \$1,352 млрд.

Иллюстрация 3. Модель выручки Outset Medical

Модель выручки из целевого рынка	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Выручка от продажи продуктов, млн USD	2	14	41	99	196	330	489	654	807	940	1049	1133
Темпы роста, %		686%	200%	140%	98%	69%	48%	34%	24%	16%	12%	8%
Выручка от реализации услуг, млн USD	0	1	11	37	61	90	120	148	172	192	207	219
Темпы роста, %		415%	750%	225%	68%	47%	33%	23%	16%	11%	8%	6%
Всего выручка, млн USD	2	15	53	136	257	421	610	802	980	1 132	1 256	1 352
Темпы роста, %		651%	248%	158%	90%	64%	45%	32%	22%	16%	11%	8%

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

График 1. Прогноз темпов роста Outset Medical

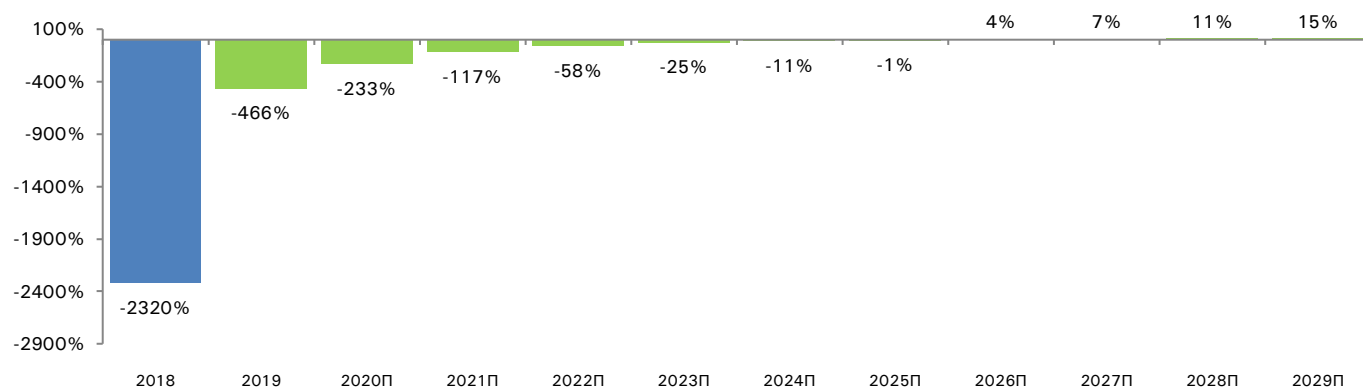


Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений в 15%.

В 2019 году показатели EBIT-маржи были равны -466%, после корректировок показатель был равен -394,6% (за 1ПГ 2020 г. маржа составила -238%). Мы сделали консервативный прогноз маржи и приравнивали к среднеотраслевым значениям в 15%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 90,7% до среднеотраслевых в 2%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$649 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 приравнивали 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 (-\$782 млн) и зрелого (\$1,781 млрд) периода, составит \$1,040 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды в \$7 млн, наличность на счетах в \$144 млн, поступления от IPO в \$175 млн и стоимость опционов в \$31 млн, собственный капитал Outset Medical можно оценить в \$1,322 млрд.

Учитывая 39,6 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$34. Потенциал к верхней границе IPO в \$24 составляет 34%.

Иллюстрация 4. Модель оценки Outset Medical методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
темпа роста выручки, %		651%	248%	158%	90%	64%	45%	32%	22%	16%	11%	8%	3,0%
(+) Выручка	2	15	53	136	257	421	610	802	980	1 132	1 256	1 352	1 393
(х) Операционная маржа	-2320%	-466%	-233%	-117%	-58%	-25%	-11%	-1%	4%	7%	11%	15%	15%
(=) EBIT	-47	-70	-122	-158	-150	-105	-67	-8	39	79	138	203	212
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	28	0	42
(=) NOPLAT	-47	-70	-122	-158	-150	-105	-67	-8	39	79	111	203	169
(-) чистые реинвестиции	1	14	33	60	80	92	93	86	73	59	46	27	89
(=) FCFF	(47)	(84)	(156)	(218)	(230)	(197)	(160)	(94)	(34)	20	65	176	80
FCFF маржа, %		-557%	-297%	-161%	-89%	-46,8%	-26,2%	-11,7%	-3,5%	1,8%	5,1%	13,0%	
(х) фактор дисконтирования			0,94x	0,89x	0,84x	0,79x	0,75x	0,71x	0,67x	0,63x	0,60x	0,60x	
PV FCF			(147)	(194)	(193)	(156)	(120)	(66)	(23)	13		105	
Терминальная стоимость													2 974
PV Терминальной стоимости													1 781
Имплицированные переменные модели		2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	
Выручка/капитал, х		0,34x	0,67x	0,98x	1,18x	1,36x	1,51x	1,64x	1,74x	1,82x	1,88x	2,09x	
Инвестированный капитал		45	78	138	218	310	403	489	562	621	667	648	
Чистое реинвестирование, %		-19%	-27%	-38%	-53%	-87%	-139%	-1067%	187%	75%	42%	13%	53%
Реинвестирование к выручке, %		90,7%	63,5%	44,5%	31,1%	21,8%	15,2%	10,7%	7,5%	5,2%	3,7%	2,0%	
ROIC, %		-157%	-157%	-114%	-69%	-34%	-17%	-2%	7%	13%	17%	31%	5,7%
Маржа NOPLAT, %		-466%	-233%	-117%	-58%	-25%	-11%	-1%	4%	7%	9%	15%	
Расчет WACC		2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П		
Безрисковая ставка		0,70%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	
Бета послерыноговая		1,07	1,06	1,06	1,05	1,04	1,04	1,03	1,02	1,01	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%		
Стоимость собственного капитала		6,1%	6,0%	6,0%	5,9%	5,9%	5,9%	5,8%	5,8%	5,8%	5,7%		
Ставка долга, до налогов		5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%		
Ставка долга, после налогов		4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%		
СК/Стоимость компании		99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%		
Долг/Стоимость компании		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		
Средневзвешенная стоимость капитала		6,0%	6,0%	6,0%	5,9%	5,9%	5,9%	5,8%	5,8%	5,8%	5,7%		
Кумулятивная стоимость капитала		0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x		
Оценка капитала, млн USD													
(=) Стоимость в прогнозируемом периоде													(782)
(+) Стоимость в терминальном периоде													1 781
(х) Коэффициент на дату оценки													1,04x
(=) EV													1 040
(-) Долг (вкл. операционную аренду)													7
(+) Наличность													144
(+) Поступления от IPO													175
(-) Стоимость выпущенных опционов													31
(=) Оценка собственного капитала													1 322
Рыночная капитализация													950
Целевая цена на акцию, USD													32,2
Максимум диапазона на IPO, USD													24
Потенциал роста, %													34%

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

Риски: поставщики, Amazon и конкуренция

Зависимость от сторонних поставщиков. Компания подвержена риску изменения цен на определенные компоненты, также возможны затруднения с поставкой, так как компания имеет одного поставщика для определенных компонентов.

Зависимость от Amazon Web Services. Компания использует для поддержки своих «облачных» платформ AWS, в случае нарушения работ сервиса клиенты компании могут не получить критически важную информацию о лечении.

Конкуренция. Компания сталкивается с различными конкурентами в США в лице Fresenius, Baxter International Inc и B. Braun Medical Inc, также за пределами США конкурентами являются Nikkiso Co (Nikkiso), Nipro Corporation (Nipro) и Quanta Dialysis Technologies Ltd (Quanta).

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.
