

Институт стволовых клеток человека Высокотехнологичное IPO



*Данная инвестиция весьма
интересна для
долгосрочных вложений*

*Сегмент биотехнологий
наиболее быстрорастущий
и востребованный
инновационный сектор
экономики*

**«Институт Стволовых Клеток Человека»
–удачная возможность инвестиций в высокие технологии–**

Кризис постепенно сменяется фазой стабилизации и роста, что естественным путем привело к активизации сделок с капиталом. В конце ноября на рынок IPO в России выходит первая, и пока единственная компания из отрасли биотехнологий.

ОАО «ИСКЧ» – молодая, быстроразвивающаяся инновационная компания планирует разместить на площадке ММВБ до 20% своих акций. Ценовой коридор, установленный агентом по размещению, составляет 9-11 рублей за акцию. Центр планирует выручить от размещения 135-165 млн. рублей.

И хотя на сегодня прямых аналогов компании на российском рынке нет, этот сегмент – высокотехнологичная генная индустрия – весьма привлекателен на рынке и безусловно найдет своего покупателя среди широкого круга инвесторов.

Мы полагаем, что данная инвестиция весьма интересна для долгосрочных вложений и желающие привлечь в свой инвестиционный портфель представителя из высокотехнологичного и потенциально высоко привлекательного сегмента биотехнологий могут воспользоваться предстоящим размещением.

К позитивным моментам данной инвестиции стоит отнести:

- уникальность предложения для российского рынка и отсутствие прямых аналогов среди других компаний;
- наличие эффективной стратегии развития у менеджмента, активное продвижение компании на международные рынки и участие в создании эффективных инновационных генных препаратов, потенциал рынка которых еще не до конца раскрыт не только в России, но и в западных странах;
- низкий уровень корпоративного долга, активные инвестиции за счет собственных средств, по большинству новых проектов активная фаза инвестиций уже началась, что снижает риски инвесторов;
- два практически независимых и имеющих самостоятельные перспективы роста сегмента: хранение стволовых клеток и создание биопрепаратов. Все это позволяет минимизировать риски в периоды снижения деловой активности и повышает устойчивость компании за счет диверсификации бизнеса по продуктовому принципу;
- активная экспансия в регионы, активность в сделках M&A сделали компанию лидером на пространстве СНГ и заложили существенное преимущество для активного роста компании в последующем периоде и сформировали ее положение как безусловного лидера данного направления в России, СНГ.

По нашим оценкам, стоимость бизнеса компании с учетом потенциала высокотехнологичного сегмента, с учетом крайне консервативной модели и серьезных дисконтов, по крайней мере, на 15% выше установленной верхней границы коридора размещения, что дает дополнительную привлекательность для участия в IPO. Однако, стоит учитывать что подобные инвестиции являются высокорисковыми и долгосрочными, но при этом в условиях полного использования компанией своего потенциала могут принести и значительные выгоды инвесторам, в полной мере компенсирующим риски и долгосрочный горизонт инвестирования.

Оценка стоимости компании

Для оценки стоимости компании мы разделили бизнесы по направлениям для минимизации влияния непрогнозируемых факторов на высокотехнологичный сегмент и для понимания инвесторами денежных потоков по направлениям бизнеса.

Кроме того:

- 1) компания имеет понятный и хорошо управляемый основной бизнес, достаточно легко просчитываемый;
- 2) на рынке нет компаний-аналогов, которые можно сравнить по двум направлениям одновременно (криобанки, разрабатывающие и производящие инновационные препараты);
- 3) сегмент разработки генных препаратов находится на этапе start-up, что несет риски для основного бизнеса при его включении в единую модель;
- 4) инвестору удобнее оценивать стоимость каждого бизнеса отдельно.

Поэтому стоимость акционерного капитала ИСКЧ будем считать равным сумме стоимости акционерного капитала бизнеса основной услуги и сегмента по производству инновационных препаратов. Также мы учитываем стоимость долей дочерних компаний по балансовой стоимости. Более того, в оценке стоимости основного бизнеса мы не учитываем выручку от планируемого к реализации направления выделения и хранения фибробластоподобных стволовых клеток в виду сложности и неоднозначности прогноза спроса на данную услугу.

Оценка стоимости бизнеса сбора и хранения стволовых клеток

Для оценки основного бизнеса был использован метод дисконтирования денежных потоков (DCF). Для дополнительной оценки были использованы оценки по аналогичным сделкам (покупки криобанков в прошлом году). В последствии окончательную оценку взяли как комбинативную с учетом весов методов. При этом наибольший вес (0.6) был присвоен методу денежных потоков как наиболее прозрачному и достоверному.

1. Метод DCF

Расчет ставки дисконтирования (средневзвешенной стоимости капитала)	
Безрисковая ставка доходности Russia 2018, %	8.5%
D/E (среднее по аналогам)	0.6
Безрычаговая Бета	0.57
Стоимость долга, %	18%
Стоимость акционерного капитала, %	27%
WACC, %	21.7%

Оценка стоимости акционерного капитала ИСКЧ

Приведенная стоимость свободных денежных потоков прогнозного периода	426.50
Терминальная стоимость (рост 2%)	326.5
Операционная стоимость компании	753.0
(-) Суммарный Долг	(4.8)
(+) Наличные денежные средства	4.26
(-) Доля меньшинства	0
Стоимость собственного капитала	752.5
Приведенная стоимость FCF прогнозного периода в % к операционной стоимости	57%
Терминальная стоимость компании в % к операционной стоимости компании	43%

2.Метод M&A (метод сделок)

Сравнительные параметры

Название компании-цели	Дата сделки	MCap, \$млн.	Sales, \$млн.	EBITDA, \$млн.	P/S	P/EBITDA
Sejtbank+Archiv Bunek	Февраль 2008	5.4	3.1	0.2	1.7	21.8
Cryoclinic	Март 2008	1.0	0.2	0.1	4.2	18.5
CrioCord+Valor Conexo	Июнь 2008	50.0	5.4	1.9	9.3	27.0
Cryo-Save Balcanica	Июль 2008	8.2	1.1	0.2	7.4	41.0
Средневзвешенное					6.56	27.46

Оценка стоимости акционерного капитала ИСКЧ

Название	P/S	P/EBITDA
ОАО"ИСКЧ"	95.7	12.3
Мультипликаторы	6.6	27.5
Оценка собственного капитала	628	339
Вес оценки	50%	50%
Оценочная стоимость	483.59	

Стоимость акционерного капитала ОАО «ИСКЧ», млн рублей	Доля,%	100%	20%
DCF (Метод 1)		752	150
M&A (Метод 2)		484	97
Веса методов		Метод 1 70.0%	Метод 2 30.0%
Справедливая рыночная стоимость (с учетом весов)		671	134
Справедливая стоимость 1 акции (75 млн шт.), рублей		9.0	

Оценка стоимости бизнеса R&D и коммерциализации трех инновационных препаратов

В настоящий момент данное направление не генерирует денежного потока (затраты покрывает основной бизнес компании) и имеет характер венчурного проекта. Для оценки данного направления мы также использовали метод дисконтированных потоков, но при этом в силу определенного риска успешной реализации данных проектов применили к окончательной оценке существенный дисконт в 50%.

\$ USD	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Объем реализации препаратов	612 000	3 468 000	17 305 000	21 988 256	27 357 694	27 866 688
Текущие расходы	122400	693600	4783500	6040113.2	7521126.4	7525460.9
ЕВИТ	489 600	2 774 400	12 521 500	15 948 143	19 836 568	20 341227
NOPLAT	391 680	2 219 520	10 017 200	12 758 514	15 869 254	16 272982
Изменение рабочего капитала	85 680	142 800	691 850	234 163	268 472	25 450
Капитальные вложения	0	4 500 000	0	0	0	0
FCF	306 000	-2 423280	9 325 350	12 524 351	15 600 782	16 247532
Ставка дисконта	1.00	0.82	0.68	0.56	0.46	0.38
Дисконтированный денежный поток	306 000	-1 991846	6 300 420	6 955 235	7 121 232	6 096 047

Сумма приведенных ценностей денежных потоков, \$	18 691 041
Приведенная остаточная ценность, \$	12 235 948
Ценность инвестированного капитала, \$	26 426 989
Стоимость акций, \$	0.35
Стоимость акции, руб. с учетом дисконта в 50%	5.11

Стоимость акционерного капитала ОАО «ИСКЧ», млн. рублей	100%	20%
DCF (Метод 1)	752	150
M&A (Метод 2)	484	97
	Метод 1	Метод 2
Веса методов	70.0%	30.0%
Справедливая рыночная стоимость (с учетом весов)	671	134
Справедливая стоимость 1 акции (75 млн. шт.), рублей	9.0	
Стоимость акции с учетом высокотехнологичного сегмента, руб.	14.1	
Дисконт (за риски)	15%	
Справедливая стоимость 1 акции (75 млн. шт.), рублей	12.0	

Мы полагаем, что стоимость акций ИСКЧ с учетом высокотехнологичного сегмента может составить до 14 руб./акцию, однако для минимизации рисков и учета всех допущений при оценке справедливой цены размещения логично применить 15% дисконт, что даст границу справедливой цены размещаемых бумаг:

- 9.0 руб./акцию по стоимости действующего бизнеса;
- 12.0 руб./акцию с учетом высокотехнологичного сегмента.