

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**Legend Biotech (LEGN)**Потенциал роста: **41%**Целевая цена: **\$28,1**Диапазон размещения: **\$18-\$20****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

США | Биотехнологии

оценка перед IPO

IPO LEGN: лечение миеломы совместно с JNJ

Выручка, 1Q2020 (млн USD)	11,5
EBIT, 1Q2020 (млн USD)	-43,9
Чистая прибыль, 1Q20 (млн USD)	-44,2
Чистый долг (млн USD)	0

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

Капитализация IPO (млрд USD)	2,458
Акция после IPO (млн шт)	129,4
Акция к размещению (млн шт)	18,4
Объем IPO, (млн USD)	350,1
Диапазон IPO (USD)	18-20
Дата IPO	4 июня
Целевая цена (USD)	28,1

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

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

4 июня состоится IPO компании Legend Biotech, разрабатывающей новые методы клеточной терапии для лечения онкологических заболеваний. Компания планирует привлечь до \$350 млн для финансирования разработки **LCAR-B38M/JNJ-4528**. Андеррайтерами размещения выступают **Morgan Stanley, J.P. Morgan и Jefferies**.

О компании. Legend Biotech является дочерней компанией Genscript, которая предоставляет медицинские услуги и продукты, а также доклинические услуги по разработке лекарственных препаратов. Genscript выразила желание приобрести до \$12 млн размещения по цене IPO. Компания разрабатывает новые методы лечения на основе CAR-T (клеточная терапия). Johnson&Johnson инвестировала в компанию \$350 млн через свою дочернюю компанию Janssen Biotech. В рамках разработки CAR-T Legend и Janssen будут разделять затраты на любого будущего «кандидата» по программе CAR-T. По состоянию на 31 декабря денежные средства на балансе компании составляют \$168,797 млн. Крупнейшие акционеры компании до IPO – GenScript Biotech Corporation (76,9%), AquaPoint L.P (13,7%).

Разработки компании. Ведущий кандидат компании LCAR-B38M/JNJ-4528 разрабатывается на основе CAR-T (клеточной терапии) совместно со стратегическим партнером Janssen Biotech для лечения множественной миеломы (злокачественное заболевание крови, при котором образуется избыточное количество дефектных плазмочитов, что приводит к повреждению костного мозга, костей, почек, к нарушению работы иммунной системы). LCAR-B38M разрабатывается как кандидат на одобрение в Китае, JNJ-4528 - как кандидат на продукт во всем мире. На текущий момент данная программа находится на 3-й стадии клинических разработок.

Потенциальный адресный рынок в \$50 млрд. По данным iHealthcareAnalyst от декабря 2019 года, мировой рынок лечения миеломы к 2025 году может составить \$50,5 млрд, CAGR роста за период с 2020 года по 2025 составит 13,3%. Драйверами роста могут стать запуск новых методов лечения и длительная продолжительность лечения. Миелома считается 2-м в мире по распространенности раком крови, ежегодно в мире фиксируется около 160 тысяч случаев

Апсайд в 41% с учетом вероятности коммерциализации. По нашему мнению, с учетом всех рисков, стоимость компании составляет \$3,641 млрд, что на 41% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$2,587 млрд. Наша целевая цена, таким образом, составила \$28,1 за акцию.

Legend Biotech: финансовая отчетность

Отчет о прибыли, млн USD				Балансовый отчет, млн USD			
	2018	2019	3M20		2018	2019	3M20
Выручка связанных сторон	49	57	12	Наличность	210	83	169
Прочие доходы	14	7	3	Депозиты	0	76	76
R&D	61	162	48	Краткосрочные депозиты	0	0	0
Административные расходы	3	7	3	Финансовые активы	6	0	2
Маркетинговые расходы	1	26	7	Прочие активы	83	17	23
ЕБИТ	(2)	(130)	(44)	Дебиторская задолженность	26	30	0
ЕБИТДА	0	(125)	(42)	ТМЗ	1	1	1
Прочие расходы	(0)	(0)	(0)	Текущие активы	327	207	271
Финансовые расходы	(0)	(0)	(4)	ОС	28	70	82
Доналоговая прибыль	(2)	(130)	(48)	Авансовые платежи	1	1	2
Чистая прибыль	(3)	(133)	(44)	Активы в аренду	4	9	9
				Налог	69	0	0
				НМА	0	1	0
Рост и маржа (%)	2018	2019	3M20	Долгосрочные активы	102	81	94
Темпы роста выручки	-	-	-	Активы	429	288	365
Темпы роста ЕБИТДА	-	-	-	Кредиторская задолженность	8	10	10
Темпы роста ЕБИТ	-	-	-	Прочие обязательства	36	71	55
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	Аренда	0	1	1
Темпы роста инвестированного капитал	-	-	-	Налог	75	0	0
Валовая маржа	-	-	-	Контрактные обязательства	40	46	46
ЕБИТДА маржа	-	-	-	Текущие обязательства	159	128	112
ЕБИТ маржа	-	-	-	Контрактные обязательства	257	278	265
NOPLAT маржа	-	-	-	Аренда	4	5	3
Маржа чистой прибыли	-	-	-	Конвертируемые акции	0	0	150
				Долгосрочные обязательства	261	283	419
				Конвертируемые прив-ые акции	0	0	0
Cash Flow, млн USD	2018	2019	3M20	Капитал	9	(123)	(166)
CFO	308	(83)	(46)	Обязательства и собственный капитал	429	288	365
D&A	2	5	2				
CFI	(102)	(59)	(17)	Поэлементный анализ ROIC	2018	2019	3M20
				Маржа NOPLAT, %	-	-	-
				ИСТО, x	-	-	-
				АИСТО, x	-	-	-
				ROIC, %	-	-	-
				Себестоимость/выручка, %	-	-	-
				Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
				WСТО, x	-	-	-
				FАТО, x	-	-	-
Справочные данные	2018	2019	3M20	Ликвидность и структура капитала	2018	2019	3M20
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	Текущая ликвидность, x	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	Долг/общая капитализация, %	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	Долг/активы, %	-	-	-
EV, USD	-	-	-	Долг/собственные средства, x	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	-	-	-	Долг/IC, %	-	-	-
Рабочий капитал, USD	-	-	-	Собственные средства/активы, %	-	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	-	Активы/собственный капитал, x	-	-	-
BV, USD	-	-	-				
Инвестированный капитал	-	-	-	Мультипликаторы	2018	2019	3M20
EPS, USD на акцию	-	-	-	P/B, x	-	-	-
				P/E, x	-	-	-
				P/S, x	-	-	-
				EV/ЕБИТДА, x	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-

Legend Biotech: ключевые факты

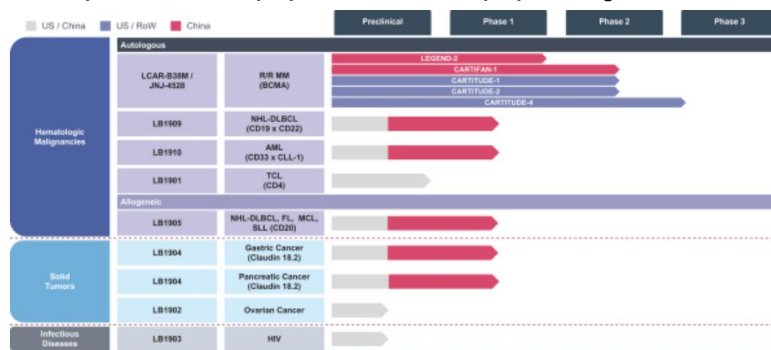
Legend Biotech – компания, разрабатывающая новые методы клеточной терапии для лечения онкологических заболеваний. Legend Biotech является дочерней компанией Genscript, которая предоставляет медицинские услуги и продукты, а также доклинические услуги по разработке лекарственных препаратов. Genscript выразила желание приобрести до \$12 млн размещения по цене IPO.

Компания разрабатывает новые методы лечения на основе CAR-T (клеточная терапия). Johnson&Johnson инвестировала в компанию \$350 млн через свою дочернюю компанию Janssen Biotech. В рамках разработки CAR-T Legend и Janssen будут разделять затраты на любого будущего «кандидата» по программе CAR-T.

По состоянию на 31 декабря денежные средства на балансе компании составляют \$168,797 млн. Крупнейшие акционеры компании до IPO – GenScript Biotech Corporation (76,9%), AquaPoint L.P (13,7%).

Разработки компании. Ведущий кандидат компании **LCAR-B38M/JNJ-4528 разрабатывается на основе CAR-T (клеточной терапии)** совместно со стратегическим партнером Janssen Biotech (дочерняя компания Johnson&Johnson) для лечения множественной миеломы (злокачественное заболевание крови, при котором образуется избыточное количество дефектных плазмочитов (одного из видов лейкоцитов), что приводит к повреждению костного мозга, костей, почек, к нарушению работы иммунной системы). LCAR-B38M разрабатывается как кандидат на одобрение в Китае, JNJ-4528 - как кандидат на продукт во всем мире. На текущий момент данная программа находится на 3-й стадии клинических разработок.

Иллюстрация 1. Стадии разработок и список программ Legend Biotech



Источник: на основе данных компании

LB1901 – программа для лечения Т-клеточной лимфомы, которая относится к раковым заболеваниям, возникающим из Т-клеток (клетки иммунной системы), и составляет около 5% всех гематологических злокачественных образований. Данный кандидат находится на предклинической стадии.

В дополнение к LCAR-B38M/JNJ-4528 и LB1901 у компании также присутствует широкий портфель разработок для лечения различных видов рака, солидных опухолей и инфекционных заболеваний. Компания планирует использовать данные клинических испытаний для определения приоритетности продуктов для более широкого клинического тестирования.

LB1909 предназначен для лечения **B-клеточной лимфомы** (B-лимфоциты – это клетки-следователи, они ищут и передают сообщения о клетках-чужаках другим составляющим иммунитета).

LB1910 находится на 1-й фазе клинических испытаний, предназначен для лечения острой миелоидной лейкемии (рак кроветворной системы).

LB1904 находится на 1-й фазе клинических испытаний, разработка для лечения распространённого рака желудка.

LB1902 находится на доклинической стадии, предназначен для лечения рака яичников.

LB1903 находится на доклинической стадии, предназначен для лечения ВИЧ.

Потенциальный рынок лечения миеломы. По данным iHealthcareAnalyst от декабря 2019 года, мировой рынок лечения миеломы к 2025 году может составить \$50,5 млрд, CAGR роста за период с 2020 года по 2025 г. составит 13,3%.

Драйверами роста могут стать запуск новых методов лечения и длительная продолжительность лечения.

Миелома считается 2-м в мире по распространенности раком крови, ежегодно в мире фиксируется около 160 тысяч случаев.

Модель с учетом вероятности в 60% дает оценку в \$3,640 млрд

Предположение по выручке: начало продаж с 2023 года. Мы предполагаем, что компания начнет продажи своего продукта к 2023 году с учетом текущей стадии LCAR-B38M/JNJ-4528 (находится на 3-й стадии).

Для прогноза на 10 лет мы использовали данные iHealthcareAnalyst по рынку, в которых описывается, что рынок лечения миеломы к 2025 году может составить \$50,5 млрд, так как миелома считается 2-м в мире по распространенности раком крови, ежегодно в мире фиксируется около 160 тысяч случаев.

Мы ожидаем, что компания в течение 10-лет может занять до 2,8% рынка, и на фоне довольно сильной конкуренции в лице AbbVie, Amgen, Bluebird Bio, Bristol-Myers Squibb Company, Merck&Co это является вполне достижимым результатом. Компания имеет стратегическое партнерство с дочерней компанией Johnson&Johnson, что также позволит ей конкурировать на рынке.

С учетом конкуренции, мы предполагаем, что в 1-й год коммерциализации продуктов компания может охватить до 0,5% потенциального рынка, а к 2029 году – 2,8%.

В итоге наша модель прогнозирует начало получения доходов в 2023 году с \$197 млн до \$1,993 млрд к 2029 году.

Прогнозирование операционной маржи на основе уже зрелых компаний. Для прогноза маржи мы исходили из весьма медленного выхода в прибыльность и затем использовали данные уже зрелых компаний, которые имеют положительную маржу, для прогноза маржи в зрелом возрасте. Мы заложили маржу 20%, при этом среднеотраслевые показатели зрелых компаний составляют 40%.

WACC в 4,3%. При коэффициенте бета 0,68, безрисковой ставке 0,67%, и премии за риск инвестирования в акции 6,03% затраты на капитал равны 4,3%.

Наша оценка фирмы достигает \$3,640 млрд. Так как компания находится на 3-й стадии разработок и есть вероятность неодобрения препаратов, мы используем «вероятность выживания». Поскольку у компании одна программа находится на 3-й стадии, риск неудачи составляет 40%. С каждой последующей фазой риск неудачи будет уменьшаться, а стоимость компании - увеличиваться. По нашему мнению, с учетом всех рисков, стоимость компании составляет \$3,640 млрд, что на 41% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$2,587 млрд. **Наша целевая цена, таким образом, составила \$28,1 за акцию.**

Иллюстрация 1. Модель выручки от препаратов

Модель выручки от препаратов	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Потенциальный рынок лечения миеломы, млрд USD	27,11	30,70	34,77	39,37	44,59	50,50	56,19	61,57	66,58	71,18
темп роста, %		13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	11,3%	9,6%	8,1%	6,9%
Доля рынка Legend Biotech, %	0%	0%	0%	1%	1%	1%	2%	2%	3%	3%
Выручка от продаж, млн USD	0	0	0	197	428	717	1056	1441	1864	1993

Иллюстрация 2. Модель оценки Legend Biotech

Модель прогнозного периода	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
Выручка, млн USD	0	0	0	197	428	717	1056	1441	1864	1993	2 053
темп роста, %								36%	29%	7%	3,0%
Маржа ЕБИТ, %	0%	0%	0%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	20%
ЕБИТ	0	0	0	20	43	72	106	144	186	199	411
RR, %	0%	0%	0%	0%	0%	50%	44%	37%	31%	25%	10%
CapEx	102	59	0	0	0	36	46	53	58	50	41
FCFF	-102	-59	0	20	43	36	59	91	129	149	370
PV FCFF	-98	-54	0	16	34	27	42	60	80	88	
Стоимость в зрелом периоде, млн USD											9 984
PV стоимости в зрелом периоде, млн USD											5 847
ROIC в зрелом периоде, %											6,7%

Расчет WACC	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Безрисковая ставка	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Бета послерыноговая	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0
Премия за риск инвестирования	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Стоимость собственного капитала	4,3%	4,6%	4,8%	5,1%	5,4%	5,6%	5,9%	6,2%	6,4%	6,7%
Ставка долга, до налогов	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ставка долга, после налогов	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
СК/Стоимость компании	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Долг/Стоимость компании	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Средневзвешенная стоимость капитала	4,3%	4,6%	4,8%	5,1%	5,4%	5,6%	5,9%	6,2%	6,4%	6,7%
Кумулятивная стоимость капитала	1,0x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x

Оценка капитала, млн USD	
(=) Стоимость в прогножном периоде	195
(+) Стоимость в зрелом периоде	5 847
(x) Коэффициент на дату оценки	0,98x
(=) EV	5 896
(-) Долг (вкл. операционную аренду)	5
(+) Наличность	168,8
(+) Поступления от IPO	350
(-) Стоимость выпущенных опционов	343
(=) Оценка в сценарии полной коммерциализации основного кандидата	6 067
LCAR-B38M/JNJ-4528, млн USD	
Капитализация по верхней границе IPO, млн USD	2 587
Вероятность выживания (исходя из текущей фазы 2)	60%
Стоимость капитала с учетом вероятности выживания, млн USD	3 640
Целевая цена на акцию, USD	28,1
Максимум диапазона на IPO, USD	20,0
Потенциал роста, %	41%

Предполагаемая оценка исходя из фаз FDA				
Фаза	I	II	III	IV - одобрение FDA
Вероятность	15%	30%	60%	90%
Оценка	910	1 820	3 640	5 460
На акцию	7,0	14,1	28,1	42,2

Риски: FDA, стадия разработки и дополнительный капитал

Компания еще не получала доходы от своих продуктов. Продукты компании находятся на стадии разработки, и неизвестно, когда компания получит готовый продукт.

Одобрение регулирующих органов. Любое дальнейшее регулирование может задержать или предотвратить коммерциализацию некоторых или всех продуктов Legend Biotech.

Дополнительный капитал. После проведения IPO в будущем компания может столкнуться с проблемой с наличностью на балансе для дальнейшего развития продукта, и, возможно, потребуются дополнительный капитал. В случае если компания не сможет привлечь дополнительный капитал, это может привести к отсрочке или ликвидации программ разработок.

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.
