

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**Sana Biotechnology Inc (SANA)**Потенциал роста: **37%**Целевая цена: **\$31,5**Диапазон размещения: **\$20–23****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

США | Фармацевтика

оценка перед IPO

IPO SANA: разработка генных и клеточных методов лечения

Выручка, 9M20 (млн USD)	0
EBIT, 9M20 (млн USD)	-173
Чистая прибыль, 9M20 (млн USD)	-172
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 (млн USD)	3 769
Акции после IPO (млн шт.)	175,3
Акции к размещению (млн шт.)	15
Объем IPO (млн USD)	323
Диапазон IPO (USD)	20–23
Дата IPO	3 февраля
Целевая цена (USD)	31,5

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

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

Абдикаримов ЕрланДиректор Департамента финансового анализа
(+7) 727 311 10 64 (614) | abdikarimov@ffin.kz**Бектемиров Алем**Младший инвестиционный аналитик
(+7) 727 311 10 64 (932) | bekteмиров@ffin.kz

3 февраля состоится IPO Sana Biotechnology Inc. Компания разрабатывает платформы клеточной инженерии in vivo и ex vivo, чтобы революционизировать лечение в нескольких терапевтических областях, включая онкологию, диабет, нарушения центральной нервной системы (ЦНС), сердечно-сосудистые заболевания и генетические нарушения. Андеррайтерами размещения выступают Morgan Stanley, Goldman Sachs, J.P. Morgan и BofA Securities.

О компании. Акционеры компании – ARCH Venture Partners, Flagship Pioneering Funds, CPP Investment Board PMI-1 Inc, FPrime Fund VI. Компания была основана в 2019 году, а в 2020 году привлекла более \$700 млн. По состоянию на 30 сентября 2020 года у компании было \$149,2 млн наличности и \$301,6 млн ценных бумаг на балансе. В октябре 2020 года Sana Biotechnology приобрела Oscine, компанию, занимающуюся разработкой модифицирующих заболевания или потенциально лечебных клеточных методов лечения заболеваний мозга и ЦНС. Основатель компании и главный исполнительный директор Стив Харр ранее был финансовым директором Juno Therapeutics (был продан за \$9 млрд в 2018 году компании Celgene), также был директором отделения в Loxo Oncology (был продан Eli Lilly в 2019 году за \$8 млрд).

Основные разработки компании. Sana может использовать свои разработки для доставки гена, в генной модификации (возможность выключать, вводить, изменять и контролировать экспрессию генов), иммунологии (иммунная система может использоваться для лечения множества заболеваний, а также может ограничивать терапевтический эффект большинства методов лечения на основе клеток и генов) и в стволовых клетках, которые можно использовать в качестве терапевтических средств. Ведущие разработки компании – это продукты-кандидаты слияния CAR-T-клеток (SG242, SG295), которые нацелены на раковые клетки. Компания планирует подать на IND данных продуктов к 2022 году.

Апсайд в 37% с учетом вероятности коммерциализации. По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$5,518 млрд, что на 37% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$4,032 млрд. Наша целевая цена, таким образом, составила \$31,5 за акцию.

Sana Biotechnology Inc: ключевые факты

Sana Biotechnology Inc – компания, которая разрабатывает платформы клеточной инженерии *in vivo* и *ex vivo*, чтобы революционизировать лечение в нескольких терапевтических областях с неудовлетворенными потребностями в лечении, включая онкологию, диабет, нарушения центральной нервной системы (ЦНС), сердечно-сосудистые заболевания и генетические нарушения.

Акционеры компании – ARCH Venture Partners, Flagship Pioneering Funds, CPP Investment Board PMI-1 Inc, FPrime Fund VI. Компания была основана в 2019 году, а в 2020 году привлекла более \$700 млн. По состоянию на 30 сентября 2020 года у компании было \$149,2 млн наличности и \$301,6 млн ценных бумаг на балансе.

В октябре 2020 года Sana Biotechnology приобрела Oscine, компанию, занимающуюся разработкой модифицирующих заболевания или потенциально лечебных клеточных методов лечения заболеваний мозга и ЦНС.

Основатель компании и главный исполнительный директор Стив Харр ранее был финансовым директором Juno Therapeutics (был продан за \$9 млрд в 2018 году компании Celgene), также был директором отделения в Loxo Oncology (был продан Eli Lilly в 2019 году за \$8 млрд).

Потенциал разработок компании. Sana может использовать свои разработки для доставки гена, в генной модификации (возможность выключать, вводить, изменять и контролировать экспрессию генов), в иммунологии (иммунная система может использоваться для лечения множества заболеваний, а также может ограничивать терапевтический эффект большинства методов лечения на основе клеток и генов) и в стволовых клетках, которые можно использовать в качестве терапевтических средств.

Ведущие разработки компании – это продукты-кандидаты слияния CAR-T-клеток (SG242, SG295), которые нацелены на раковые клетки. Компания планирует подать на IND данных продуктов к 2022 году.

Иллюстрация 1. Разработки компании

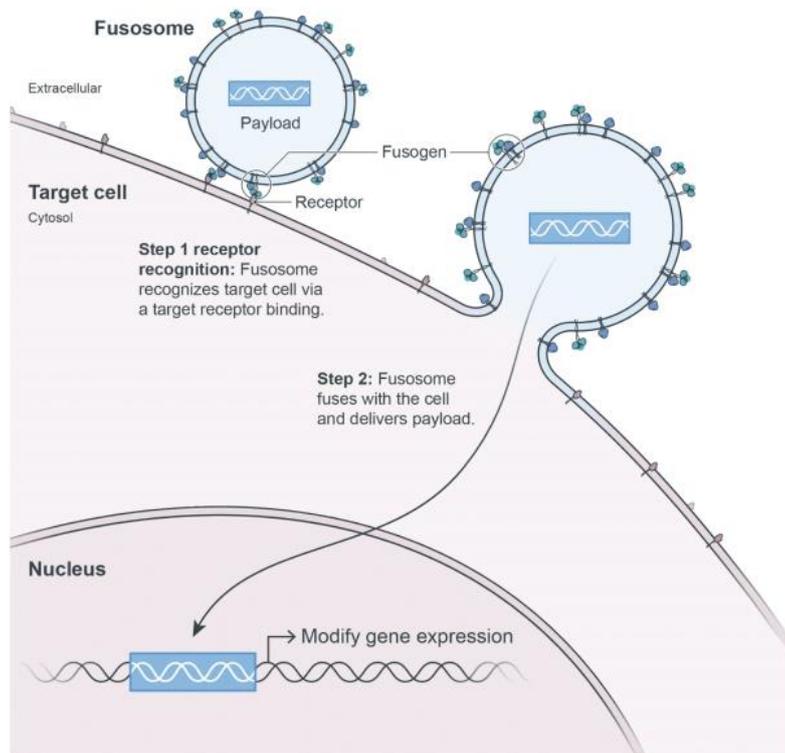
PLATFORM	TECHNOLOGY	PROGRAMS (CELL TYPES)	THERAPEUTIC AREA	PRODUCT CANDIDATE	POTENTIAL INDICATIONS	POTENTIAL IND SUBMISSION	PRE-CLINICAL	PHASE 1	PHASE 2	PHASE 3
in vivo cell engineering	Fusogen	T cells	Oncology	SG295 (CD8/CD19)	NHL/ALL/CLL	As early as 2022	▶			
				SG239 (CD8/BCMA)	Multiple myeloma	As early as 2022	▶			
				SG242 (CD4/CD19)	NHL/ALL/CLL	As early as 2023	▶			
		Hepatocytes	Liver-related genetic disorders	SG328	Omitide transcarnylase deficiency	As early as 2022	▶			
				Hematopoietic stem cells	Hemoglobinopathies	SG418	Sickle cell disease Beta-thalassemia	As early as 2023	▶	
ex vivo cell engineering	Hypoimmune donor-derived	T cells	Oncology	SC291 (CD19)	NHL/ALL/CLL	As early as 2022	▶			
				SC255 (BCMA)	Multiple myeloma	As early as 2022	▶			
	Hypoimmune stem cell-derived	Beta cells	Diabetes	SC451	Type 1 diabetes	As early as 2023	▶			
				Stem cell-derived (to migrate to hypoimmune)	Glial progenitor cells	Central nervous system (CNS)	SC379	Huntington's disease Pelizaeus-Merzbacher disease Secondary progressive multiple sclerosis	As early as 2023	▶
	Cardiomyocytes	Cardiovascular	SC187				Heart failure	As early as 2023	▶	

Источник: на основе данных компании

Решение компании. Чтобы решить некоторые из существующих проблем клеточной инженерии, Sana разрабатывает свою собственную технологию слияния, конструируя белки, чтобы обеспечить доставку любой полезной нагрузки к конкретным клеткам.

Свое решение компания нашла в фузогене (вещество, способствующее слиянию клеток).

Иллюстрация 2. Фузоген



Источник: на основе данных компании

Потенциальный адресный рынок в \$424,6 млрд. Ожидается, что рынок лечения рака вырастет со \$121,3 млрд в 2018 году до \$424,6 млрд к 2027 году. Согласно данным ВОЗ, в 2018 году было зарегистрировано примерно 18,1 млн новых случаев заболевания раком, также каждая 6-я женщина и каждый 5-й мужчина может заболеть раком. Драйверами роста рынка являются новые случаи заболевания во всем мире, новые виды лечения и доступность лечения.

Модель с учетом вероятности в 10% дает оценку в \$5,518 млрд

Предположение по выручке: начало продаж с 2029 года. Мы предполагаем, что компания может начать продажи своего продукта к 2029 году с учетом текущей стадии компании (доклиническая стадия).

Для прогноза на 10 лет мы использовали данные потенциального рынка для основных разработок компании, который к 2027 году может составить \$424,6 млрд.

Мы предполагаем, что доля рынка компании может составить до 4,4% в первый год коммерциализации продукта за счет своей прорывной технологии. Компания разрабатывает инженерные платформы *in vivo* и *ex vivo*, которые могут восстанавливать и контролировать гены в клетках или заменять любую клетку в организме. Технологии разрабатываются в сотрудничестве с ведущими академическими лабораториями и отраслевыми партнерами.

В итоге наша модель прогнозирует начало получения доходов к 2029 году в \$23,961 млрд.

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 в 15%, что нам кажется вполне достижимым результатом, учитывая новый подход компании к разработке лекарств.

WACC в 5,1%. При коэффициенте бета 1,19, безрисковой ставке 1,08% и премии за риск-инвестирование в акции в 4,94% затраты на капитал равны 7%.

Наша оценка фирмы достигает \$5,518 млрд. Так как компания находится на доклинической стадии разработок и есть вероятность неодобрения препаратов, мы используем «вероятность выживания». Поскольку компания находится на доклинической стадии исследований, риск неудачи составляет 90%. С каждой последующей фазой риск неудачи будет уменьшаться, а стоимость компании – увеличиваться. По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$5,518 млрд, что на 37% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$4,032 млрд. **Наша целевая цена, таким образом, составила \$31,5 за акцию.**

Иллюстрация 3. Модель выручки от препаратов

Модель выручки от препаратов	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Потенциальный рынок лечения рака, млрд USD	154,0	180,0	210,0	244,0	282,0	325,0	372,0	424,6	481,9	544,6
темп роста, %		16,9%	16,7%	16,2%	15,6%	15,2%	12,2%	9,8%	7,8%	6,2%
Доля рынка Sana Biotechnology, %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,4%
Выручка от продаж, млн USD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	23961

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

Иллюстрация 4. Модель оценки Sana Biotechnology Inc

Модель прогнозного периода	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
Выручка, млн USD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	23961	24 680
темп роста, %											3,0%
Маржа EBIT, %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	15%	15%
EBIT	-180	-232	-272	-301	-320	-332	-339	-344	-347	3 594	3 702
RR, %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	40%	10%
CapEx	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1 438	370
FCFF	-180	-232	-272	-301	-320	-332	-339	-344	-347	2 157	3 332
PV FCFF	-168	-203	-223	-231	-231	-225	-216	-206	-196	1 150	
Стоимость в зрелом периоде, млн USD											110 288
PV стоимости в зрелом периоде, млн USD											58 830
ROIC в зрелом периоде, %											6,0%
Расчет WACC	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Безрисковая ставка	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Бета послерычаговая	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0
Премия за риск инвестирования	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Стоимость собственного капитала	7,0%	6,8%	6,7%	6,6%	6,5%	6,4%	6,3%	6,2%	6,1%	6,0%	
Ставка долга, до налогов	0,0%	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%	0,0%
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	7,0%	6,8%	6,7%	6,6%	6,5%	6,4%	6,3%	6,2%	6,1%	6,0%	
Кумулятивная стоимость капитала	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x	
Оценка капитала, млн USD											
(-) Стоимость в прогнозируемом периоде	(750)										
(+) Стоимость в зрелом периоде	58 830										
(x) Коэффициент на дату оценки	0,94x										
(=) EV	54 626										
(-) Долг (вкл. операционную аренду)	37										
(+) Наличность	459										
(+) Поступления от IPO	323										
(-) Стоимость выпущенных опционов	195										
(=) Оценка в сценарии полной коммерциализации основных продуктов (SG242, SG295), млн USD	55 176										
Капитализация по верхней границе IPO, млн USD	4 032										
Вероятность выживания (исходя из текущей фазы)	10,0%										
Стоимость капитала с учетом вероятности выживания, млн USD	5 518										
Целевая цена на акцию, USD	31,5										
Максимум диапазона на IPO, USD	23,0										
Потенциал роста, %	37%										
Предполагаемая оценка, исходя из фаз FDA											
	Фаза	I	II	III	IV - одобрение FDA						
Вероятность		15%	30%	60%	90%						
Оценка		8 276	16 553	33 105	49 658						
На акцию		47,2	94,4	188,8	283,3						

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

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 FDA. Любое дальнейшее регулирование может задержать или предотвратить коммерциализацию некоторых или всех продуктов Sana Biotechnology Inc.

Дополнительный капитал. После проведения IPO в будущем компания может столкнуться с проблемой наличности на балансе для дальнейшего развития продукта, и, возможно, потребуются дополнительный капитал. 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.
