

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Immunocore Holdings (IMCR)

 Потенциал роста: **39%**

 Целевая цена: **\$34,8**

 Диапазон размещения: **\$23–25**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Великобритания | Биопрепараты

оценка перед IPO

IPO IMCR: разработка нового класса препаратов

IMMUNOCORE

Выручка, 9M20 (млн GBP)	23
EBIT, 9M20 (млн GBP)	-66
Чистая прибыль, 9M20 (млн GBP)	-55
Чистый долг (млн GBP)	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)	978
Акции после IPO (млн шт.)	40,7
Акции к размещению (млн шт.)	8,3
Объем IPO (млн USD)	200
Диапазон IPO (USD)	23–25
Дата IPO	4 февраля
Целевая цена (USD)	34,8

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

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 февраля состоится IPO Immunocore Holdings. Компания разрабатывает препараты в области онкологии и инфекционных заболеваний. Андеррайтерами размещения выступают Goldman Sachs, J.P. Morgan и Jefferies.

О компании. Компания создала свою платформу ImmTAX, которая предназначена для разработки нового класса TCR-препаратов (Т-клеточный рецептор, поверхностный белковый комплекс Т-лимфоцитов). На сегодняшний день компания провела испытания своих продуктов ImmTAX на более чем 600 онкологических больных. Клинические программы проводятся с пациентами, страдающими различными заболеваниями – раком легких, мочевого пузыря, желудка, головы и шеи, яичников. Акционеры компании – Eli Lilly S.A, General Atlantic, Malin Life Sciences Holdings Limited, Baker Brothers. Всего компания привлекла \$668,8 млн. На конец 30 сентября на балансе у компании было 56,6 млн фунтов стерлингов.

Основные разработки компании. В настоящее время компания использует свою платформу в 3 терапевтических областях: онкология, инфекционные заболевания и аутоиммунные заболевания. **ImmTAC** – подраздел платформы, который включает в себя 4 клинические программы и 5 доклинических программ. На текущий момент основная разработка компании – это **Tebentafusp**, который предназначен для лечения метастатической увеальной меланомы. В III квартале 2021 года компания планирует подать заявку на регистрацию своего препарата для дальнейшей коммерциализации, после чего – в Европейское агентство по лекарственным препаратам. **IMC-C103C** – в настоящее время проходит 1-ю фазу клинических испытаний, данный препарат нацелен на лечение рака (рак легких, желудка, шеи, головы, синовиальная саркома). Компания планирует опубликовать данные во 2-й половине 2021 года. Данный продукт разрабатывается совместно с Genetech. **GSK01** – в настоящее время проходит 1-ю фазу клинических испытаний. Эта разработка предназначена для лечения синовиальной саркомы. Продукт разрабатывается совместно с GlaxoSmithKline Intellectual Property Development Ltd. **IMC-M113V** – данная разработка предназначена для лечения ВИЧ и на текущий момент находится в фазе доклинических испытаний. Эта программа финансируется Фондом Билла и Мелинды Гейтс.

Апсайд в 39% с учетом вероятности коммерциализации. По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$1,417 млрд, что на 39% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$1,019 млрд. Наша целевая цена, таким образом, составила \$34,8 за акцию.

Immunocore Holdings Limited: финансовая отчетность

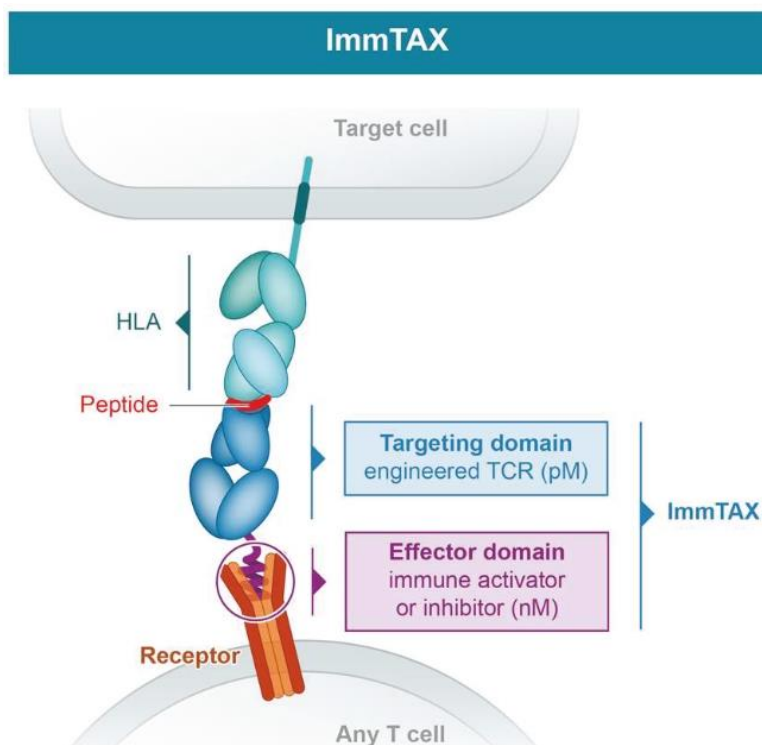
Отчет о прибыли, млн GBP	2018	2019	9M20	Балансовый отчет, млн GBP	2018	2019	9M20
Выручка	24	26	23	Наличность	124	74	57
Себестоимость	0	0	0	Производные активы	1	0	0
Валовая прибыль	24	26	23	Налог	32	40	13
R&D	84	100	58	Прочая дебиторская задолженность	14	10	7
G&A	34	44	32	Текущие активы	171	124	77
ЕБИТ	(93)	(118)	(66)	НМА	0	0	0
ЕБИТДА	(87)	(109)	(59)	ОС	21	55	45
Прочие доходы	5	0	0	Инвестиции в субаренду	0	1	0
Финансовые доходы	1	2	2	Прочие активы	3	4	7
Финансовые расходы	(1)	(9)	(2)	Налог	1	2	2
Доналоговая прибыль	(88)	(118)	(66)	Долгосрочные активы	25	61	54
Налог	17	22	11	Активы	196	186	131
Чистая прибыль	(72)	(104)	(55)	Процентные кредиты и займы	0	19	0
				Прочая кредиторская задолженность	20	30	23
				Отложенные обязательства	30	29	22
				Налог	0	0	0
				Аренда	0	2	2
				Производные обязательства	0	5	0
				Положение	0	0	0
				Текущие обязательства	50	85	48
				Аренда	19	0	0
				Условное вознаграждение	71	48	36
				Обязательства по платежам	0	38	32
				Прочие обязательства	0	0	0
				Долгосрочные обязательства	90	86	68
				Конвертируемые привилег. акции	0	0	0
				Капитал	57	15	16
				Обязательства и собственный капитал	196	186	131
				Поэлементный анализ ROIC	2018	2019	9M20
				Маржа NOPLAT, %	-	-	-
				ИСТО, x	-	-	-
				AICSTO, x	-	-	-
				ROIC, %	-	-	-
				Себестоимость/выручка, %	-	-	-
				Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
				WCSTO, x	-	-	-
				FATO, x	-	-	-
				Ликвидность и структура капитала	2018	2019	9M20
				ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
				Текущая ликвидность, x	-	-	-
				Долг/общая капитализация, %	-	-	-
				Долг/активы, %	-	-	-
				Долг/собственные средства, x	-	-	-
				Долг/IC, %	-	-	-
				Собственные средства/активы, %	-	-	-
				Активы/собственный капитал, x	-	-	-
				Мультипликаторы	2018	2019	9M20
				P/B, x	-	-	-
				P/E, x	-	-	-
				P/S, x	-	-	-
				EV/ЕБИТДА, x	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-
Рост и маржа (%)	2018	2019	9M20				
Темпы роста выручки	-	-	-				
Темпы роста ЕБИТДА	-	-	-				
Темпы роста ЕБИТ	-	-	-				
Темпы роста NOPLAT	-	-	-				
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-				
Валовая маржа	-	-	-				
ЕБИТДА-маржа	-	-	-				
ЕБИТ-маржа	-	-	-				
NOPLAT-маржа	-	-	-				
Маржа чистой прибыли	-	-	-				
Cash Flow, млн GBP	2018	2019	9M20				
CFO	(17)	(101)	(40)				
D&A	6	9	7				
CFI	58	(4)	(1)				
CFF	0	55	24				
Денежный поток	41	(50)	(17)				
Наличность на начало года	83	124	74				
Наличность на конец года	124	74	57				
Справочные данные	2018	2019	9M20				
Акции в обращении, млн шт.	-	-	-				
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-				
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-				
Рыночная капитализация, USD	-	-	-				
EV, USD	-	-	-				
Капитальные инвестиции, USD	-	-	-				
Рабочий капитал, USD	-	-	-				
Реинвестиции, USD	-	-	-				
BV, USD	-	-	-				
Инвестированный капитал	-	-	-				
EPS, USD на акцию	-	-	-				

Immunocore Holdings Limited: ключевые факты

Immunocore Holdings Limited – компания, разрабатывающая препараты в области онкологии и инфекционных заболеваний. Компания создала свою платформу ImmTAX, которая предназначена для разработки нового класса TCR-препаратов (Т-клеточный рецептор, поверхностный белковый комплекс Т-лимфоцитов).

На сегодняшний день компания провела испытания своих продуктов ImmTAX на более чем 600 онкологических больных. Клинические программы проводятся с пациентами, страдающими различными заболеваниями – раком легких, мочевого пузыря, желудка, головы и шеи, яичников.

Иллюстрация 1. Платформа ImmTAX



Источник: на основе данных компании

Акционеры компании – Eli Lilly S.A, General Atlantic, Malin Life Sciences Holdings Limited, Baker Brothers. Всего компания привлекла \$668,8 млн. На конец 30 сентября на балансе у компании было 56,6 млн фунтов стерлингов.

Разработки компании. В настоящее время компания использует свою платформу в 3 терапевтических областях: онкология, инфекционные заболевания и аутоиммунные заболевания.

Иллюстрация 2. Разработки компании

	Candidate	Target	Indication	IND enabling	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Upcoming Milestone	Rights
ImmTAC	Oncology								
	Tebentafusp	gp100	Uveal melanoma					Submit BLA	IMMUNOCORE
	IMC-C103C	MAGE-A4	Solid tumors: NSCLC, gastric, head & neck, ovarian, synovial sarcoma					Ph. 1 initial data 2H 2021	Genentech ¹
	IMC-F106C	PRAME	Solid tumors: breast, endometrial, ovarian, SCLC					Ph. 1 initial data mid 2022	IMMUNOCORE
	GSK01	NY-ESO-1	Synovial sarcoma					Ph. 1 final data 2022	gsk ²
ImmTAV	Infectious Diseases								
	IMC-I109V	Envelope	Hepatitis B Virus (HBV)					Start Ph. 1 SAD mid 2021	IMMUNOCORE
	IMC-M113V	Gag	Human Immunodeficiency Virus (HIV)					Submit IND or CTA in 2H 2021	IMMUNOCORE Bill & Melinda Gates Foundation

¹ Developed under a co-development-to-promotion collaboration with Genentech. ² Outlicensed to GSK. ³ Program is wholly owned, development costs being provided by the Bill & Melinda Gates Foundation (BMGF). Immunocore retain all development and commercialization rights in the developed world.

Источник: на основе данных компании

ImmTAC – подраздел платформы, который включает в себя 4 клинические программы и 5 доклинических программ. На текущий момент основная разработка компании – это **Tebentafusp**, который предназначен для лечения метастатической увеальной меланомы. В III квартале 2021 года компания планирует подать заявку на регистрацию своего препарата для его дальнейшей коммерциализации, после чего – в Европейское агентство по лекарственным препаратам.

IMC-C103C – в настоящее время проходит 1-ю фазу клинических испытаний; препарат нацелен на лечение рака (рак легких, желудка, шеи, головы, синовиальная саркома). Компания планирует опубликовать данные во 2-й половине 2021 года. Этот продукт разрабатывается совместно с Genetech.

IMC-F106C – в настоящее время проходит фазу ½ клинических испытаний; препарат предназначен для лечения рака груди, эндометрия, яичников и мелкоклеточного рака легких. Компания планирует опубликовать данные в середине 2021 года.

GSK01 – в настоящее время проходит 1-ю фазу клинических испытаний. Данная разработка предназначена для лечения синовиальной саркомы. Продукт разрабатывается совместно с GlaxoSmithKline Intellectual Property Development Ltd.

ImmTAV – подраздел платформы, который включает в себя разработки для лечения гепатита В и ВИЧ.

IMC-I109V – данная разработка проходит фазу ½ клинических испытаний для лечения гепатита В.

IMC-M113V – данная разработка предназначена для лечения ВИЧ и на текущий момент находится на доклинических испытаниях. Эта программа финансируется Фондом Билла и Мелинды Гейтс.

Потенциальный адресный рынок. Согласно данным researchandmarkets, рынок лечения меланомы вырастет с \$2,9 млрд в 2016 году до \$5,9 млрд в 2023 году.

Модель с учетом вероятности в 60% дает оценку в \$1,417 млрд

Предположение по выручке: начало продаж с 2022 года. Мы предполагаем, что компания может начать продажи своего продукта к 2029 году с учетом текущей стадии компании (в III квартале 2021 года компания планирует подать заявку на коммерциализацию продукта).

Для прогноза на 10 лет мы использовали данные потенциального рынка для основных разработок компании, который к 2023 году может составить \$5,9 млрд.

Мы предполагаем, что доля рынка компании может составить до 9% к 2029-му прогнозируемому году. Предположение основано на том, что компания разрабатывает новый класс лекарств, а ее ведущая разработка предназначена для терапии ранее неизлечимой и нечувствительной к другим видам иммунотерапии метастатической увеальной меланомы.

В итоге наша модель прогнозирует начало получения доходов к 2022 году в размере \$42 млн с дальнейшим ростом до \$666 млн к 2029-му прогнозируемому году.

Прогнозирование операционной маржи на основе данных 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.

WACC в 5,1%. При коэффициенте бета 1,08, безрисковой ставке Великобритании в -1,1% и премии за риск-инвестирование в акции в 6,2% затраты на капитал равны 5,6%.

Наша оценка фирмы достигает \$1,417 млрд. Так как компания находится на 3-й стадии клинических разработок и есть вероятность неодобрения препаратов, мы используем «вероятность выживания». Поскольку компания находится на 3-й стадии клинических исследований, 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 \$1,417 млрд, что на 39% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$1,019 млрд. **Наша целевая цена, таким образом, составила \$34,8 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 меланомы, млрд USD	4,1	4,7	5,3	5,9	6,4	6,7	7,0	7,2	7,3	7,4
темпы роста, %		14,6%	12,8%	11,3%	7,9%	5,5%	3,9%	2,7%	1,9%	1,3%
Доля рынка Immunocore Holdings Limited, %	0,0%	0,0%	0,8%	2,0%	3,1%	4,3%	5,5%	6,7%	7,8%	9,0%
Выручка от продаж, млн USD	0	0	42	116	200	290	383	477	572	666

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

Иллюстрация 4. Модель оценки Immunocore Holdings Limited

Модель прогнозного периода	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
Выручка, млн USD	0	0	42	116	200	290	383	477	572	666	686
темп роста, %				174%	72%	45%	32%	25%	20%	16%	3,0%
Маржа ЕБИТ, %	0%	0%	-100%	-71%	-32%	-10%	1%	7%	12%	15%	15%
ЕБИТ	-180	-181	-42	-83	-64	-29	4	33	69	100	103
RR, %	0%	0%	0%	0%	0%	40%	40%	40%	40%	40%	10%
CapEx	0	0	0	0	0	-12	2	13	27	40	10
FCFF	-180	-181	-42	-83	-64	-17	2	20	41	60	93
PV FCFF	-170	-163	-36	-67	-49	-13	2	13	26	36	
Стоимость в зрелом периоде, млн USD											4 396
PV стоимости в зрелом периоде, млн USD											2 611
ROIC в зрелом периоде, %											5,1%
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 послерыночная	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Премия за риск инвестирования	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Стоимость собственного капитала	5,6%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%	5,2%	5,2%	5,1%	
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%	
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%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%	5,2%	5,2%	5,1%	
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	(422)										
(+) Стоимость в зрелом периоде	2 611										
(x) Коэффициент на дату оценки	0,95x										
(=) EV	2 083										
(-) Долг (вкл. операционную аренду)	15										
(+) Наличность	77										
(+) Поступления от IPO	215										
(-) Стоимость выпущенных опционов	0										
(=) Оценка в сценарии полной коммерциализации основных продуктов (Tebentafusp), млн USD	2 361										
Капитализация по верхней границе IPO, млн USD	1 019										
Вероятность выживания (исходя из текущей фазы)	60,0%										
Стоимость капитала с учетом вероятности выживания, млн USD	1 417										
Целевая цена на акцию, USD	34,8										
Максимум диапазона на IPO, USD	25,0										
Потенциал роста, %	39%										

Предполагаемая оценка, исходя из фаз FDA				
Фаза	I	II	III	IV - одобрение FDA
Вероятность	15%	30%	60%	90%
Оценка	354	708	1 417	2 125
На акцию	8,7	17,4	34,8	52,2

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 Immunocore Holdings Limited.

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