

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**C4 Therapeutics (CCCC)**Потенциал роста: **31%**Целевая цена: **\$23,6**Диапазон размещения: **\$16-\$18****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

США | Лекарственные препараты

оценка перед IPO

IPO CCCC: уничтожение «вредных» белков

Выручка, 2Q20 (млн USD)	16
EBIT, 2Q20 (млн USD)	-23
Чистая прибыль, 2Q20 (млн USD)	-23
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)	693
Акции после IPO (млн шт)	40,76
Акции к размещению (млн шт)	8,82
Объем IPO, (млн USD)	150
Диапазон IPO (USD)	16-18
Дата IPO	1 октября
Целевая цена (USD)	23,6

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

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

1 октября состоится IPO компании C4 Therapeutics, которая разрабатывает новые методы лечения рака путем использования естественной регуляции белка в организме. Андеррайтерами размещения выступают Jefferies, Evercore ISI, BMO Capital Markets и UBS Investment Bank.

О компании. Компания создала свою собственную платформу TORPEDO (Target ORiented ProtEin Degradar Optimizer) для поиска нового класса продуктов, которые предназначены для избирательного и эффективного уничтожения белков. Основная идея разработки - выявить и пометить белки, которые могут вызвать болезни, чтобы разрушить их. Данный метод может быть эффективнее, чем подход с ингибиторами. На текущий момент у компании есть 4 программы разработок. Всего за свою историю компания привлекла \$243 млн. Акционеры компании - Cobro Ventures (11,7%), Perceptive Advisors (8%), Cormorant Funds (7,8%) и RTW Funds (5,3%).

Коротко о ключевых разработках компании. Основной кандидат компании **CFT7455** разрабатывается для лечения миеломы, Т-клеточной лимфомы. Компания планирует начать клинические испытания в 1 полугодии 2021 года. **CFT8634** разрабатывается для лечения синовиальной саркомы. Компания планирует начать клинические испытания к концу 2021 года.

Коллаборации. В марте 2016 года C4 Therapeutics заключила соглашение с компанией Roche. В декабре 2018 года было заключено соглашение с компаний Biogen. В марте 2017 года было заключено соглашение с Calico (Google). По состоянию на 30 июня 2020 года в рамках сотрудничества компания получила \$154,8 млн.

Потенциальный рынок. Согласно данным Fortune Business Insights, к концу 2026 года объем мирового рынка множественной миеломы может достигнуть уровня в \$31 млрд. Ключевыми факторами роста станет появление новых методов лечения и повышенный спрос на услуги. По состоянию на 2018 год самым крупным рынком была Северная Америка, и в ближайшее время европейский рынок станет вторым по величине.

Апсайд в 31% с учетом вероятности коммерциализации. По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$963 млн, что на 31% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$734 млн. Наша целевая цена, таким образом, составила \$23,6 за акцию.

C4 Therapeutics: финансовая отчетность

Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	6M20	Балансовый отчет, млн USD	2018	2019	6M20
Выручка от коллаборации	19	21	16	Наличность	36	91	108
Себестоимость	0	0	0	Дебитоская задолженность	86	5	9
Валовая прибыль	19	21	16	Прочие активы	1	2	3
G&A	7	9	6	ЦБ	0	0	104
R&D	29	48	34	Текущие активы	124	97	223
EBIT	(16)	(35)	(23)	ОС	5	4	4
EBITDA	(15)	(34)	(22)	Активы в аренду	16	14	14
Процентный доход	1	2	0	Наличность с ограничением	3	3	3
Прочие доходы/расходы	(0)	0	(0)	Долгосрочные активы	23	21	20
Доходная прибыль	(16)	(33)	(23)	Активы	146	118	244
Налог	0	(1)	0	Кредиторская задолженность	1	5	6
Чистая прибыль	(16)	(34)	(23)	Прочие обязательства	3	7	6
				Доходы будущих периодов	19	21	22
				Аренда	1	1	1
Рост и маржа (%)	2018	2019	6M20	Текущие обязательства	24	34	35
Темпы роста выручки	-	-	-	Доходы будущих периодов	78	73	67
Темпы роста EBITDA	-	-	-	Аренда	14	13	12
Темпы роста EBIT	-	-	-	Варрант	0	0	2
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	Долг	0	0	10
Темпы роста инвестированного капитал	-	-	-	Долгосрочные обязательства	91	86	91
Валовая маржа	-	-	-	Конвертируемые прив-ые акции	111	111	252
EBITDA маржа	-	-	-	Капитал	(80)	(112)	(135)
EBIT маржа	-	-	-	Обязательства и собственный капитал	146	118	244
NOPLAT маржа	-	-	-				
Маржа чистой прибыли	-	-	-				
				Позлементный анализ ROIC	2018	2019	6M20
Cash Flow, млн USD	2018	2019	6M20	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
CFO	(17)	56	(31)	ICTO, x	-	-	-
D&A	1	2	1	AICTO, x	-	-	-
				ROIC, %	-	-	-
CFI	37	(2)	(104)	Себестоимость/выручка, %	-	-	-
				Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
CFF	2	0	152	WCTO, x	-	-	-
				FATO, x	-	-	-
Денежный поток	22	54	17				
Наличность на начало года	17	39	93	Ликвидность и структура капитала	2018	2019	6M20
Наличность на конец года	39	93	110	EBIT/процентные платежи, x	-	-	-
				Текущая ликвидность, x	-	-	-
Справочные данные	2018	2019	6M20	Долг/общая капитализация, %	-	-	-
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	Долг/активы, %	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	Долг/собственные средства, x	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	Долг/IC, %	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	Собственные средства/активы, %	-	-	-
EV, USD	-	-	-	Активы/собственный капитал, x	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	-	-	-				
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	-	-	-

Модель с учетом вероятности в 13,5% дает оценку в \$963 млн

Предположение по выручке: начало продаж с 2028 года. Мы предполагаем, что компания может начать продажи своего продукта к 2028 году с учетом текущей стадии разработок.

Для прогноза на 10 лет мы использовали данные потенциального рынка для основного продукта компании, который к 2026 году может составить \$31 млрд.

Мы предполагаем, что доля рынка компании может составить до 4% в первый год коммерциализации продукта. Коллаборация с крупными фирмами и эффективность подхода может помочь компании быстро распространить свой продукт.

В итоге наша модель прогнозирует начало получения доходов в 2028 году с \$1,338 млрд до \$2,474 млрд к 2029 году. Доля рынка вырастет с 4% в 2028 году до 7,2% к 2029 прогнозируемому 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 в 15%, что нам кажется вполне достижимым результатом, учитывая новый подход компании к разработке лекарств.

WACC в 5,6%. При коэффициенте бета 0,99, безрисковой ставке 0,65% и премии за риск инвестирования в акции в 5% затраты на капитал равны 5,6%.

Наша оценка фирмы достигает \$963 млн. Так как компания находится на переходной стадии к 1-й фазе клинических испытаний и есть вероятность неодобрения препаратов, мы используем «вероятность выживания». Поскольку компания находится на переходной стадии, риск неудачи составляет 86,5%. С каждой последующей фазой риск неудачи будет уменьшаться, а стоимость компании - увеличиваться. По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$963 млн, что на 31% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$734 млн. **Наша целевая цена, таким образом, составила \$23,6 за акцию.**

Иллюстрация 1. Модель выручки от препаратов

[illegible]

Иллюстрация 2. Модель оценки C4 Therapeutics

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	1338	2474	2 548
темп роста, %										85%	3,0%
Маржа ЕБИТ, %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	15%	15%	15%
ЕБИТ	-60	-89	-111	-125	-132	-136	-138	-139	201	371	382
RR, %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	40%	40%	10%
CapEx	0	0	0	0	0	0	0	0	80	148	38
FCFF	-60	-89	-111	-125	-132	-136	-138	-139	120	223	344
PV FCFF	-57	-80	-94	-100	-101	-98	-94	-90	74	129	
Стоимость в зрелом периоде, млн USD											12 998
PV стоимости в зрелом периоде, млн USD											7 516
ROIC в зрелом периоде, %											5,6%
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	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
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	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,7%	
Ставка долга, до налогов	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	
Ставка долга, после налогов	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	
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	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	
Кумулятивная стоимость капитала	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	
Оценка капитала, млн USD											
(=) Стоимость в прогножном периоде	(512)										
(+) Стоимость в зрелом периоде	7 516										
(х) Коэффициент на дату оценки	0,97x										
(=) EV	6 798										
(-) Долг (вкл. операционную аренду)	19										
(+) Наличие	212										
(+) Поступления от IPO	150										
(-) Стоимость выпущенных опционов	10										
(=) Оценка в сценарии полной коммерциализации основного продукта (CFT7455), млн USD	7 130										
Капитализация по верхней границе IPO, млн USD	734										
Вероятность выживания (исходя из текущей фазы)	13,5%										
Стоимость капитала с учетом вероятности выживания, млн USD	963										
Целевая цена на акцию, USD	23,6										
Максимум диапазона на IPO, USD	18,0										
Потенциал роста, %	31%										

Предполагаемая оценка исходя из фаз FDA				
Фаза	I	II	III	IV - одобрение FDA
Вероятность	15%	30%	60%	90%
Оценка	1 070	2 139	4 278	6 417
На акцию	26,2	52,5	104,9	157,4

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 C4 Therapeutics.

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. 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.
