

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

# Buy

## Shattuck Labs (STTK)

 Потенциал роста: **38%**

 Целевая цена: **\$22,1**

 Диапазон размещения: **\$14-\$16**

## РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Фармацевтика

оценка перед IPO

# IPO STTK: двойной удар по раковым заболеваниям



Выручка, 6M20 (млн USD)	6
EBIT, 6M20 (млн USD)	-13
Чистая прибыль, 6M20 (млн USD)	-13
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)	571,2
Акции после IPO (млн шт)	38,07
Акции к размещению (млн шт)	10
Объем IPO, (млн USD)	150
Диапазон IPO (USD)	14-16
Дата IPO	8 октября
Целевая цена (USD)	22,1

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

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

8 октября состоится IPO Shattuck Labs – компании, являющейся разработчиком лекарств для лечения рака и улучшения иммунного ответа организма на опухоли. Андеррайтерами размещения выступают Citigroup, Cowen и Evercore ISI.

**О компании.** Shattuck Labs разработала свою платформу Agonist Redirected Checkpoint (ARC) для создания терапевтического препарата, который будет объединять в себе несколько иммунных функций. Соединения, созданные на ARC, одновременно блокируют рецепторы иммунных контрольных точек (регулятор иммунного ответа) и активируют костимулирующие молекулы (независимые молекулы, которые усиливают сигналы рецепторы).

По состоянию на 30 июня денежные средства на балансе компании составляют \$131,044 млн, также, по данным crunchbase, компания за всю историю привлекла \$175 млн. Крупнейшие акционеры компании до IPO – Fidelity (7,8%), Redmile Group (7,8%), Millennium Pharmaceuticals (7,5%) и Delphinium (5%).

**Основные разработки компании.** Ведущая программа компании, которая находится в полной собственности, – это SL-172154. Данный продукт нацелен на одновременное подавление рецептора CD47 и активацию рецептора CD40 (рецептор, участвующий в широком спектре иммунных и воспалительных реакций) для укрепления иммунного ответа. В настоящее время компания проводит клинические испытания фазы 1 у пациентов с раком яичников, публикация данных ожидается в 2-й половине 2021 года. Также компания планирует начать клинические испытания у пациентов с плоскоклеточным раком и ожидает данные во 2ПГ 2022 года. Второй кандидат компании – SL-279252. Данный продукт разрабатывается совместно с компанией Takeda Pharmaceutical Company Limited, крупнейшей азиатской фармацевтической компанией, входящей в число 15 крупнейших в мире. SL-279252 нацелен на одновременное подавление PD-1/PD/L1 (действует против иммунных регуляторов) и активацию рецептора OX40 (вызывает важнейшие иммунные реакции Т-клеток). На текущий момент данный продукт находится на 1-й фазе клинических испытаний у пациентов с различными солидными опухолями и лимфомой. Компания планирует опубликовать данные ко 2-й половине 2021 года.

**Апсайд в 38% с учетом вероятности коммерциализации.** По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$843 млн, что на 38% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$609 млн. Наша целевая цена, таким образом, составила \$22,1 за акцию.

## Shattuck Labs: финансовая отчетность

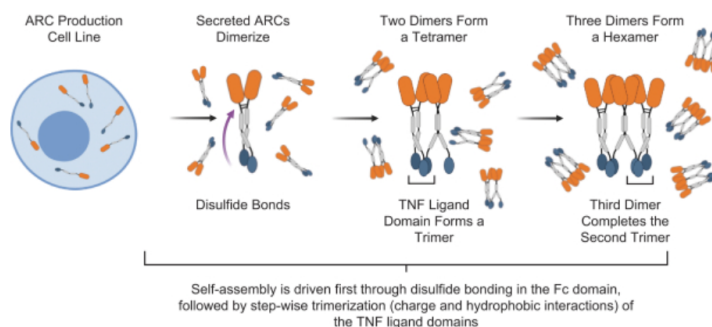
Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	6M20	Балансовый отчет, млн USD	2018	2019	6M20
Выручка от коллаборации	22	10	6	Наличность	32	7	131
Себестоимость	0	0	0	ЦБ	29	32	16
<b>Валовая прибыль</b>	<b>22</b>	<b>10</b>	<b>6</b>	Прочие активы	5	3	5
R&D	25	29	16	<b>Текущие активы</b>	<b>66</b>	<b>42</b>	<b>153</b>
G&A	4	6	3	ОС	3	2	3
<b>ЕБИТ</b>	<b>(6)</b>	<b>(25)</b>	<b>(13)</b>	Прочие активы	0	0	0
<b>ЕБИТДА</b>	<b>(6)</b>	<b>(25)</b>	<b>(13)</b>	<b>Долгосрочные активы</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
Процентный доход	1	1	0	<b>Активы</b>	<b>68</b>	<b>45</b>	<b>156</b>
Процентный расход	(3)	0	0	Кредиторская задолженность	2	3	1
Вексель	1	0	0	Начисленные расходы	2	4	6
Прочие	(0)	(0)	(0)	Доходы будущих периодов	17	13	8
<b>Доаналоговая прибыль</b>	<b>(7)</b>	<b>(24)</b>	<b>(13)</b>	<b>Текущие обязательства</b>	<b>21</b>	<b>20</b>	<b>14</b>
Налог	0	0	0	Доходы будущих периодов	8	10	21
<b>Чистая прибыль</b>	<b>(7)</b>	<b>(24)</b>	<b>(13)</b>	Аренда	1	1	1
				<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>22</b>
				<b>Конвертируемые прив-ые акции</b>	<b>49</b>	<b>49</b>	<b>166</b>
				<b>Капитал</b>	<b>(11)</b>	<b>(35)</b>	<b>(47)</b>
				<b>Обязательства и собственный капитал</b>	<b>68</b>	<b>45</b>	<b>156</b>
<b>Рост и маржа (%)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>6M20</b>				
Темпы роста выручки	-	-	-	<b>Поэлементный анализ ROIC</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>6M20</b>
Темпы роста ЕБИТДА	-	-	-	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
Темпы роста ЕБИТ	-	-	-	ICTO, x	-	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	AICTO, x	-	-	-
Темпы роста инвестированного капитал	-	-	-	ROIC, %	-	-	-
Валовая маржа	-	-	-	Себестоимость/выручка, %	-	-	-
ЕБИТДА маржа	-	-	-	Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
ЕБИТ маржа	-	-	-	WCTO, x	-	-	-
NOPLAT маржа	-	-	-	FATO, x	-	-	-
Маржа чистой прибыли	-	-	-				
<b>Cash Flow, млн USD</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>6M20</b>				
<b>CFO</b>	<b>(7)</b>	<b>(21)</b>	<b>(8)</b>	<b>Ликвидность и структура капитала</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>6M20</b>
D&A	0	1	0	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
				Текущая ликвидность, x	-	-	-
<b>CFI</b>	<b>(30)</b>	<b>(4)</b>	<b>15</b>	Долг/общая капитализация, %	-	-	-
				Долг/активы, %	-	-	-
<b>CFF</b>	<b>35</b>	<b>(0)</b>	<b>117</b>	Долг/собственные средства, x	-	-	-
				Долг/IC, %	-	-	-
<b>Денежный поток</b>	<b>(2)</b>	<b>(25)</b>	<b>124</b>	Собственные средства/активы, %	-	-	-
Наличность на начало года	33	32	7	Активы/собственный капитал, x	-	-	-
Наличность на конец года	32	7	131				
<b>Справочные данные</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>6M20</b>	<b>Мультипликаторы</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>6M20</b>
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	P/B, x	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	P/E, x	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	P/S, x	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	EV/ЕБИТДА, x	-	-	-
EV, USD	-	-	-	EV/S, x	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	-	-	-				
Рабочий капитал, USD	-	-	-				
Реинвестиции, USD	-	-	-				
BV, USD	-	-	-				
Инвестированный капитал	-	-	-				
EPS, USD на акцию	-	-	-				

## Shattuck Labs: ключевые факты

**Shattuck Labs – компания, являющаяся разработчиком лекарств для лечения рака и улучшения иммунного ответа организма против опухолей.** Shattuck Labs разработала свою платформу Agonist Redirected Checkpoint (ARC) для создания терапевтического препарата, который будет объединять в себе несколько иммунных функций.

Соединения, созданные на ARC, одновременно блокируют рецепторы иммунных контрольных точек (регулятор иммунного ответа) и активируют костимулирующие молекулы (независимые молекулы, которые усиливают сигналы рецепторы).

### Иллюстрация 1. Платформа ARC



Источник: на основе данных компании




По состоянию на 30 июня денежные средства на балансе компании составляют \$131,044 млн, также, по данным crunchbase, компания за всю историю привлекла \$175 млн. Крупнейшие акционеры компании до IPO – Fidelity (7,8%), Redmile Group (7,8%), Millennium Pharmaceuticals (7,5%) и Delphinium (5%).

**Разрабатываемые препараты компании. Ведущая программа компании, которая находится в полной собственности, – это SL-172154.** Данный продукт нацелен на одновременное подавление рецептора CD47 (блокирование этого рецептора нарушает супрессирующее действие опухолевых клеток на компоненты врожденного иммунитета, что может способствовать развитию противоопухолевого иммунного ответа для взаимодействия контрольных точек), чтобы восстановить иммунный ответ против опухоли, а также активацию рецептора CD40 (рецептор, участвующий в широком спектре иммунных и воспалительных реакций) для укрепления иммунного ответа. В настоящее время компания проводит клинические испытания фазы 1 у пациентов с раком яичников, публикация данных ожидается в 2-й половине 2021 года. Также компания планирует начать клинические испытания у пациентов с плоскоклеточным раком и ожидает данные во 2ПГ 2022 года.

**Второй кандидат компании – SL-279252.** Данный продукт разрабатывается совместно с компанией Takeda Pharmaceutical Company Limited, крупнейшей азиатской фармацевтической компанией, входящей в число 15 крупнейших в мире. SL-279252 нацелен на одновременное подавление PD-1/PD/L1 (действует против иммунных регуляторов) и активацию рецептора OX40 (вызывает важнейшие иммунные реакции Т-клеток).

На текущий момент данный продукт находится на 1-й фазе клинических испытаний у пациентов с различными солидными опухолями и лимфомой. Компания планирует опубликовать данные ко 2-й половине 2021 года.

#### Иллюстрация 2. Разработки компании

Program	Domains		Indication	Stage of Development					Anticipated Milestone	Collaborator
	Domain 1	Domain 2		Discovery	Preclinical	Phase 1	Phase 2	Phase 3		
SL-172154	SIRPα	CD40L	Ovarian Cancer <sup>(1)</sup>						Initial Dose Escalation Data 2H2021	SHATTUCK Worldwide Rights
			CSCC and HNSCC <sup>(2)</sup>						IND Open Initiating Q42020	SHATTUCK Worldwide Rights
SL-279252	PD-1	OX40L	Advanced Solid Tumors <sup>(1)</sup> and Lymphoma						Dose Escalation Data 2H2021 Dose Expansion Data 1H2022	Takeda

Источник: на основе данных компании

**Сотрудничество с Takeda Pharmaceutical.** 8 августа 2017 года компания заключила сотрудничество с Millennium Pharmaceuticals (дочерняя компания Takeda Pharmaceutical).

В настоящее время в рамках сотрудничества компания получила \$75,7 млн в виде различных платежей.

**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.

В своей форме SEC-1 компания указывает таких конкурентов, как AstraZeneca/MedImmune, Bristol Myers Squibb, Merck, Novartis, Pfizer, and Roche/Genentech.

## Модель с учетом вероятности в 18% дает оценку в \$843 млн

**Предположение по выручке: начало продаж с 2026 года.** Мы предполагаем, что компания может начать продажи своего продукта к 2026 году с учетом 1-й стадии клинических испытаний.

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

Мы предполагаем, что доля рынка компании может составить до 0,07% в первый год коммерциализации продукта за счет нового метода лечения, направленного одновременно на подавление белков, вызывающих рак, и активацию рецепторов для укрепления иммунного ответа. Также стратегическое партнерство с Takeda Pharmaceutical поможет компании в распространении продукта.

В итоге наша модель прогнозирует начало получения доходов в 2026 году с \$260 млн до \$2,124 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 в 15%, что нам кажется вполне достижимым результатом, учитывая новый подход компании к разработке лекарств.

**WACC в 5,1%.** При коэффициенте бета 0,83, безрисковой ставке 0,749% и премии за риск инвестирования в акции в 5,29% затраты на капитал равны 5,1%.

**Наша оценка фирмы достигает \$843 млн.** Так как компания находится на 1-й стадии клинических разработок и есть вероятность неодобрения препаратов, мы используем «вероятность выживания». Поскольку компания находится на 1-й стадии клинических исследований, риск неудачи составляет 82%. С каждой последующей фазой риск неудачи будет уменьшаться, а стоимость компании - увеличиваться. По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$843 млн, что на 38% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$609 млн. **Наша целевая цена, таким образом, составила \$22,1 за акцию.**

Иллюстрация 3. Модель выручки от препаратов

Модель выручки от препаратов	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Потенциальный рынок солидных опухолей, 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 Shattuck Labs, %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,07%	0,18%	0,33%	0,39%
Выручка от продаж, млн USD	0	0	0	0	0	0	260	764	1590	2124

## Иллюстрация 4. Модель оценки Shattuck Labs

Модель прогнозного периода	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
Выручка, млн USD	0	0	0	0	0	0	260	764	1590	2124	2 188
темп роста, %								194%	108%	34%	3,0%
Маржа ЕБИТ, %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	15%	15%	15%	15%	15%
ЕБИТ	-71	-164	-269	-356	-414	-447	39	115	239	319	328
RR, %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	40%	40%	40%	40%	10%
CapEx	0	0	0	0	0	0	16	46	95	127	33
FCFF	-71	-164	-269	-356	-414	-447	23	69	143	191	295
PV FCFF	-68	-148	-231	-290	-319	-327	16	45	88	111	
Стоимость в зрелом периоде, млн USD											9 718
PV стоимости в зрелом периоде, млн USD											5 644
ROIC в зрелом периоде, %											6,0%
<b>Расчет WACC</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	
Безрисковая ставка	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Бета послерычаговая	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0
Премия за риск инвестирования	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Стоимость собственного капитала	5,1%	5,2%	5,3%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%	5,9%	6,0%	
Ставка долга, до налогов	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Ставка долга, после налогов	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
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	5,1%	5,2%	5,3%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%	5,9%	6,0%	
Кумулятивная стоимость капитала	1,0x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	
<b>Оценка капитала, млн USD</b>											
(=) Стоимость в прогножном периоде	(1 122)										
(+) Стоимость в зрелом периоде	5 644										
(x) Коэффициент на дату оценки	0,97x										
<b>(=) EV</b>	<b>4 400</b>										
(-) Долг (вкл. операционную аренду)	1										
(+) Наличность	148										
(+) Поступления от IPO	150										
(-) Стоимость выпущенных опционов	11										
<b>(=) Оценка в сценарии полной коммерциализации основных продуктов (SL-172154 и SL-279252), млн USD</b>	<b>4 685</b>										
Капитализация по верхней границе IPO, млн USD	609										
<b>Вероятность выживания (исходя из текущей фазы)</b>	<b>18,0%</b>										
Стоимость капитала с учетом вероятности выживания, млн USD	843										
<b>Целевая цена на акцию, USD</b>	<b>22,1</b>										
Максимум диапазона на IPO, USD	16,0										
Потенциал роста, %	38%										
<b>Предполагаемая оценка исходя из фаз FDA</b>											
Фаза	I	II	III	IV - одобрение FDA							
Вероятность	15%	30%	60%	90%							
Оценка	703	1 406	2 811	4 217							
На акцию	18,5	36,9	73,8	110,7							