

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

**Buy****Lyra Therapeutics (LYRA)**Потенциал роста: **47%**Целевая цена: **\$23,4**Диапазон размещения: **\$14-\$16****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

США | Биотехнологии

оценка перед IPO

**IPO LYRA: лечение без хирургического вмешательства**

Выручка, 2019 (млн USD)	0
EBIT, 2019 (млн USD)	-17
Чистая прибыль, 2019 (млн USD)	-16
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)	<b>186</b>
Акции после IPO (млн шт)	<b>12,37</b>
Акции к размещению (млн шт)	<b>3,5</b>
Объем IPO, (млн USD)	<b>52,5</b>
Диапазон IPO (USD)	<b>14-16</b>
Дата IPO	<b>30 апреля</b>
Целевая цена (USD)	<b>23,4</b>

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

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

**30 апреля состоится IPO Lyra Therapeutics, терапевтической компании, сосредоточенной на разработке и коммерциализации новых комплексных препаратов и полимерной доставки лекарств для локализованного лечения пациентов с заболеваниями уха, горла и носа.**

**Компания запатентовала технологию XTreo, которая предназначена для полимерной доставки лекарств.** Полимерные транспортные средства – это направленная доставка лекарственного вещества в заданную область организма, органа или клетки. Они разработаны, чтобы увеличить безопасность и эффективность препарата и улучшить совместимость с организмом пациента. Также Lyra Therapeutics добавила свойство памяти формы (возвращение к первоначальной форме после деформации) к биоразрушаемым полимерным имплантам, что является одной из ключевых инноваций компании.

**Разработки компании.** У компании всего 2 программы разработок: LYR-210 и LYR-220, которые представляют собой биоразрушаемые полимерные матрицы для введения в неинвазивной форме (лечение, при котором не оказывается никакого хирургического воздействия). LYR-210 находится на 2-й стадии клинических испытаний. Компания прогнозирует, что к концу 2020 года предоставит основные данные в рамках фазы 2. LYR-220: руководство ожидает, что начнет первые клинические испытания в 2021 году, но дата может измениться в зависимости от влияния COVID-19.

**Потенциальный адресный рынок в \$60 млрд.** Система здравоохранения США ежегодно тратит около \$60 млрд на лечение пациентов с хроническим риносинуситом. По оценкам компании, ежегодно около 8 млн человек проходят лечение хронического риносинусита, и около 4 млн не добиваются нужных результатов. Хронический риносинусит является 5-м по частоте заболеваемости среди людей в США в возрасте до 65 лет и также более распространенным, чем диабет или болезни сердца. В США хронический риносинусит поражает до 12% взрослого населения, или около 30 млн человек.

**Апсайд в 47% с учетом вероятности коммерциализации.** По нашему мнению, с учетом всех рисков, стоимость компании составляет \$290 млн, что на 47% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$198 млн. Наша целевая цена, таким образом, составила \$23,4 за акцию.

## Lyra Therapeutics: финансовая отчетность

Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	Балансовый отчет, млн USD	2018	2019
Выручка	1,2	0,0	Наличность	23,9	9,8
Себестоимость	0,0	0,0	Гранты к получению	0,2	0,0
<b>Валовая прибыль</b>	<b>1,2</b>	<b>0,0</b>	Прочие активы	0,9	0,3
R&D	5,0	12,0	<b>Текущие активы</b>	<b>24,9</b>	<b>10,1</b>
G&A	3,5	4,5	ОС	0,1	0,2
<b>ЕБИТ</b>	<b>(7,3)</b>	<b>(16,5)</b>	Активы в аренду	0,0	3,2
<b>ЕБИТДА</b>	<b>(7,2)</b>	<b>(16,5)</b>	Наличность с ограничением	0,3	0,3
Процентный доход/расход	0,0	0,2	Отложенные расходы	0,0	1,1
Прочий доход	0,0	0,0	<b>Долгосрочные активы</b>	<b>0,4</b>	<b>4,8</b>
Изменение справедл-ой стоимос-ти	1,2	0,0	<b>Активы</b>	<b>25,4</b>	<b>15,0</b>
<b>Доналоговая прибыль</b>	<b>(7,2)</b>	<b>(16,3)</b>	Кредиторская задолженность	0,6	1,1
<b>Чистая прибыль</b>	<b>(6,0)</b>	<b>(16,3)</b>	Прочие обязательства	1,3	3,2
			Аренда	0,0	0,9
			<b>Текущие обязательства</b>	<b>2,0</b>	<b>5,2</b>
			Отсроченная аренда	0,1	0,0
			Аренда	0,0	2,4
			<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>0,1</b>	<b>2,4</b>
			<b>Конвертируемые прив-ые акции</b>	<b>130,4</b>	<b>130,7</b>
			<b>Капитал</b>	<b>(107,1)</b>	<b>(123,3)</b>
			<b>Обязательства и собственный капитал</b>	<b>25,4</b>	<b>15,0</b>
Рост и маржа (%)	2018	2019	Поэлементный анализ ROIC	2018	2019
Темпы роста выручки	-	-	Маржа NOPLAT, %	-	-
Темпы роста EBITDA	-	-	ICTO, x	-	-
Темпы роста EBIT	-	-	AICTO, x	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	ROIC, %	-	-
Темпы роста инвестированного капитал	-	-	Себестоимость/выручка, %	-	-
Валовая маржа	-	-	Операционные издержки/выручка, %	-	-
ЕБИТДА маржа	-	-	WCTO, x	-	-
ЕБИТ маржа	-	-	FATO, x	-	-
NOPLAT маржа	-	-			
Маржа чистой прибыли	-	-			
Cash Flow, млн USD	2018	2019	Ликвидность и структура капитала	2018	2019
<b>CFO</b>	<b>(6,6)</b>	<b>(13,8)</b>	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-
D&A	0,1	0,0	Текущая ликвидность, x	-	-
			Долг/общая капитализация, %	-	-
<b>CFI</b>	<b>(0,0)</b>	<b>(0,2)</b>	Долг/активы, %	-	-
			Долг/собственные средства, x	-	-
			Долг/IC, %	-	-
<b>CFF</b>	<b>29,2</b>	<b>(0,1)</b>	Собственные средства/активы, %	-	-
			Активы/собственный капитал, x	-	-
<b>Денежный поток</b>	<b>22,5</b>	<b>(14,1)</b>			
Наличность на начало года	1,7	24,2			
Наличность на конец года	24,2	10,1			
Справочные данные	2018	2019	Мультипликаторы	2018	2019
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	-	-			

## Lyra Therapeutics: ключевые факты

**Lyra Therapeutics является терапевтической компанией, сосредоточенной на разработке и коммерциализации новых комплексных препаратов и полимерной доставки лекарств для локализованного лечения пациентов с заболеваниями уха, горла и носа.** Компания запатентовала технологию ХТгео, которая предназначена для полимерной доставки лекарств. Полимерные транспортные средства – это направленная доставка лекарственного вещества в заданную область организма, органа или клетки. Они разработаны, чтобы увеличить безопасность и эффективность препарата и улучшить совместимость с организмом пациента. Также Lyra Therapeutics добавила свойства памяти формы (возвращение к первоначальной форме после деформации) к биоразрушаемым полимерным имплантам, что является одной из ключевых инноваций компании.

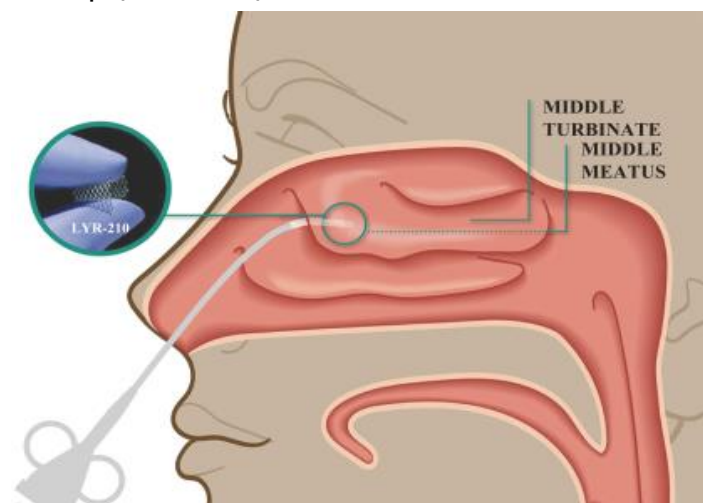
Компания запатентовала свою технологию в 2009 году.

По состоянию на 31 декабря денежные средства на балансе компании составляют \$9,808 млн, также компания за всю историю привлекла \$135 млн (в январе 2020 года компания завершила раунд финансирования на \$30 млн). Крупнейшие акционеры компании до IPO – Perceptive Advisors (32,4%), North Bridge Venture Partners (17,3%), Polaris Venture Partners (16%), RA Capital Healthcare Fund (9,6%), Intersouth Partners VII (7,9%), ArrowMark Partners (7,3%) и Soleus Private Equity Fund (5,5%).

**Разработки компании.** У компании всего 2 программы разработок: LYR-210 и LYR220, которые представляют собой биоразрушаемые полимерные матрицы для введения в неинвазивной форме (лечение, при котором не оказывается никакого хирургического воздействия).

**LYR-210** находится на 2-й стадии клинических испытаний. Компания прогнозирует, что к концу 2020 года предоставит основные данные в рамках фазы 2. LYR-210 разработан для лечения хронического риносинусита. Данный продукт можно вводить без хирургического вмешательства, а сам LYR-210 после процедуры будет «доставлять» противовоспалительные препараты до 6 месяцев.

**Иллюстрация 1. Размещение LYR-210**

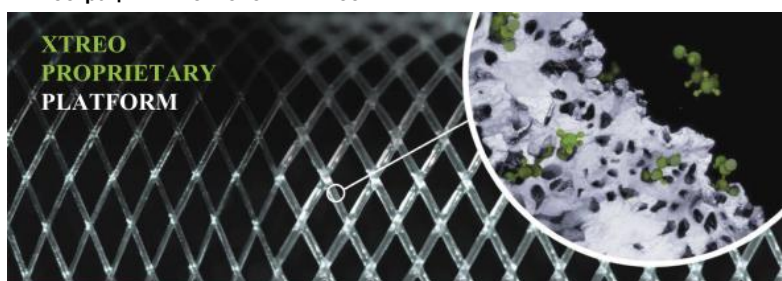


*Источник: на основе данных компании*

**LYR-220** является вторым вариантом продукта для пациентов с симптомами хронического риносинусита, помимо синусотомии (синусотомия является хирургическим методом лечения, направленным на устранение закупорки пазух, вызывающей синусит и болевую симптоматику). LYR-220 разработан в качестве альтернативы ревизионной хирургии (повторная операция) пазух. Руководство ожидает, что начнет первые клинические испытания в 2021 году, но дата может измениться в зависимости от влияния COVID-19.

**XTreo** – технология, которая имеет лекарственное покрытие, и состоит из 3 полимерных компонентов: (1) скаффолда, каркаса, который используется для того, чтобы клетки прилипли к нему, (2) эластичной матрицы для предотвращения деформации и (3) универсального полимерно-лекарственного комплекса, который предназначен для контроля высвобождения лекарства.

#### Иллюстрация 2. Технология XTreo



*Источник: на основе данных компании*

**Потенциальный адресный рынок в \$60 млрд.** Система здравоохранения США ежегодно тратит около \$60 млрд на лечение пациентов с хроническим риносинуситом.

По оценкам компании, ежегодно около 8 млн человек проходят лечение хронического риносинусита, и около 4 млн не добиваются нужных результатов.

Хронический риносинусит является 5-м по частоте заболеваемости среди людей в США в возрасте до 65 лет и также более распространенным, чем диабет или болезни сердца. В США хронический риносинусит поражает до 12% взрослого населения США или около 30 млн человек.

## Модель с учетом вероятности в 45% дает оценку в \$281 млн

**Предположение по выручке: начало продаж с 2024 года.** Мы предполагаем, что компания начнет продажи своего продукта к 2024 году с учетом текущей стадии LYR-210 (находится на 2 стадии, в 2021 году возможен переход на 3 стадию клинических испытаний).

Для прогноза на 10 лет мы использовали данные компании по рынку, в которых описывается, что система здравоохранения США ежегодно на лечение хронического риносинусита тратит около \$60 млрд. Мы предполагаем, что с учетом роста и старения населения, затраты могут расти ежегодно на 3%.

Несмотря на довольно конкурентный рынок, у компании только два прямых конкурента, которые специализируются на лечении заболеваний ушей, горла и носа - Intersect ENT Inc и OptiNose Inc. С учетом конкуренции, мы предполагаем, что в 1-й год коммерциализации продуктов компания может охватить до 0,09% потенциального рынка, а к 2029 году – 0,53%.

В итоге наша модель прогнозирует начало получения доходов в 2024 году с \$61 млн до \$415 млн 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 12%, что нам кажется вполне достижимым результатом, учитывая новый подход компании к разработке лекарств.

**WACC в 6,7%.** При коэффициенте бета 0,9, безрисковой ставке 0,65%, и премии за риск инвестирования в акции 6,52% затраты на капитал равны 6,7%.

**Наша оценка фирмы достигает \$290 млн.** Так как компания находится между 2 и 3 стадиями разработок и есть вероятность неодобрения препаратов, мы используем «вероятность выживания». Поскольку компания находится на возможной переходной стадии со 2 на 3 фазу клинических исследований, риск неудачи составляет 55% (препараты, поступающие в фазу 2 клинических испытаний, имеют вероятность в 30% стать товарным продуктом, а на 3 стадии вероятность составляет 60%, с учетом переходной стадии вероятность выживания составляет 45%). С каждой последующей фазой риск неудачи будет уменьшаться, а стоимость компании - увеличиваться. По нашему мнению, с учетом всех рисков, стоимость компании составляет \$290 млн, что на 47% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$198 млн. **Наша целевая цена, таким образом, составила \$23,4 за акцию.**

Иллюстрация 1. Модель выручки от препаратов

Модель выручки от препаратов	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Потенциальный рынок Lyra Therapeutics, млрд USD	60	62	64	66	68	70	72	74	76	78
темп роста, %		3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Доля рынка Lyra Therapeutics, %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,09%	0,15%	0,19%	0,28%	0,41%	0,53%
Выручка от продаж, млн USD	0	0	0	0	61	104	136	207	312	415

## Иллюстрация 2. Модель оценки Lyra Therapeutics

Модель прогнозного периода	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
Выручка, млн USD	0	0	0	0	61	104	136	207	312	415	427
темп роста, %								52%	51%	33%	3,0%
Маржа ЕБИТ, %	0%	0%	0%	0%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	12%
ЕБИТ	0	0	0	0	4	6	8	12	19	25	53
RR, %	0%	0%	0%	0%	0%	50%	44%	37%	31%	25%	10%
CapEx	0	0	0	0	0	3	4	5	6	6	5
FCFF	0	0	0	0	4	3	5	8	13	19	48
PV FCFF	0	0	0	0	3	2	3	5	7	10	
Стоимость в зрелом периоде, млн USD											1 153
PV стоимости в зрелом периоде, млн USD											589
ROIC в зрелом периоде, %											7,2%

Расчет WACC	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Безрисковая ставка	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Бета послерычаговая	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Премия за риск инвестирования	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Стоимость собственного капитала	6,7%	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%	7,0%	7,0%	7,1%	7,1%	7,2%
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	6,7%	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%	7,0%	7,0%	7,1%	7,1%	7,2%
Кумулятивная стоимость капитала	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x

Оценка капитала, млн USD	
(=) Стоимость в прогножном периоде	29
(+) Стоимость в зрелом периоде	589
(x) Коэффициент на дату оценки	0,96x
<b>(=) EV</b>	<b>591</b>
(-) Долг (вкл. операционную аренду)	0
(+) Наличность	9,8
(+) Поступления от IPO	53
(-) Стоимость выпущенных опционов	8
<b>(=) Оценка в сценарии полной коммерциализации 2 основных лекарств (LYR-210 и LYR-220), млн USD</b>	<b>645</b>
Капитализация по верхней границе IPO, млн USD	198
<b>Вероятность выживания (исходя из текущей фазы 1)</b>	<b>45%</b>
Стоимость капитала с учетом вероятности выживания, млн USD	290
<b>Целевая цена на акцию, USD</b>	<b>23,4</b>
Максимум диапазона на IPO, USD	16,0
Потенциал роста, %	47%

Предполагаемая оценка исходя из фаз FDA				
Фаза	I	II	III	IV - одобрение FDA
Вероятность	15%	30%	60%	90%
Оценка	97	193	387	580
На акцию	7,8	15,6	31,3	46,9

## 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 Lyra 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. 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.

---