

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

# Buy

## Vaxcyte (PCVX)

 Потенциал роста: **34%**

 Целевая цена: **\$21,4**

 Диапазон размещения: **\$14-\$16**

## РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Биотехнологии

оценка перед IPO

# IPO PCVX: вакцины нового поколения



Выручка, 1Q20 (млн USD)	0
EBIT, 1Q20 (млн USD)	-28
Чистая прибыль, 1Q20 (млн USD)	-27
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>794,9</b>
Акции после IPO (млн шт)	<b>46,8</b>
Акции к размещению (млн шт)	<b>14</b>
Объем IPO, (млн USD)	<b>210</b>
Диапазон IPO (USD)	<b>14-16</b>
Дата IPO	<b>11 июня</b>
Целевая цена (USD)	<b>21,4</b>

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

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) | bekteмиров@ffin.kz

**11 июня состоится IPO Vaxcyte, компании, разрабатывающей вакцины с использованием технологии Sutro Biopharma на основе бесклеточного синтеза белка. Главный кандидат, VAX-24, нацелен на создание пневмококковой конъюгатной вакцины.**

**Платформа и разработки компании.** Компания имеет в своем распоряжении платформу для бесклеточного синтеза белка для разработки своих потенциальных вакцин. Главный кандидат, VAX-24, по прогнозам компании, перейдет в клиническую стадию во 2-й половине 2021 года. VAX-24 нацелен на создание пневмококковой конъюгатной вакцины. Второй потенциальный кандидат, VAX-XP, использует подтвержденную концепцию VAX-24 и может охватывать до 30 штаммов. Для сравнения, совокупные продажи двух ведущих вакцин от Merck's Pneumovax 23 и Pfizer Prevnar 13 за последние 40 и 20 лет составили \$100 млрд. Merck's Pneumovax 23 является полисахаридной вакциной, которая защищает от 23 штаммов пневмококка, но, как полагают, не защищает от пневмонии, обеспечивает только временную защиту от бактериемии у взрослых и не эффективна для детей в возрасте до 2 лет. Prevnar 13 защищает только от 13 штаммов пневмококка, но значительно лучше защищает от пневмонии и подходит для взрослых и младенцев. Продукты Vaxcyte имеют большой рыночный потенциал, если учитывать возможности защиты VAX-24 и VAX-XP (30 штаммов).

**Потенциальный адресный рынок в \$60 млрд.** Мировой рынок вакцин в 2018 году составил 36 млрд, и ожидается, что к 2025 году достигнет отметки в \$58 млрд. Конъюгированные вакцины, включая PCV, представляют самый большой сегмент (приблизительно 39% в 2018 году) мирового рынка вакцин. Prevnar 13 является самым продаваемым вакцинным продуктом в мире, на его долю приходится около 16% мировых продаж вакцин в 2018 году. Сложные процессы разработки и производства вакцин создают высокий барьер для входа и длительного жизненного цикла продукта. 4 транснациональные компании, GlaxoSmithKline, Merck, Pfizer и Sanofi, в настоящее время занимают примерно 75% мирового рынка вакцин. GlaxoSmithKline, Merck и Sanofi имеют широкий ассортимент вакцин, в то время как Pfizer предлагает более узкий ассортимент вакцин.

**Апсайд в 34% с учетом вероятности коммерциализации.** По нашему мнению, с учетом всех рисков, стоимость компании составляет \$1 млрд, что на 34% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$748 млн. Наша целевая цена, таким образом, составила \$21,4 за акцию.

## Vaxcyte: финансовая отчетность

Отчет о прибыли, млн USD				Балансовый отчет, млн USD			
	2018	2019	3M20		2018	2019	3M19
<b>Выручка</b>	0	0	0	Наличность	66	59	155
Себестоимость	0	0	0	Прочие активы	1	3	4
<b>Валовая прибыль</b>	0	0	0	<b>Текущие активы</b>	<b>67</b>	<b>62</b>	<b>159</b>
R&D	30	46	24	ОС	3	3	3
G&A	5	9	3	Прочие активы	1	1	1
<b>ЕБИТ</b>	<b>(36)</b>	<b>(54)</b>	<b>(28)</b>	<b>Долгосрочные активы</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
<b>ЕБИТДА</b>	<b>(35)</b>	<b>(54)</b>	<b>(27)</b>	<b>Активы</b>	<b>71</b>	<b>66</b>	<b>163</b>
Процентный расход	(0)	(0)	(0)	Кредиторская задолженность	3	3	3
Процентный доход	1	1	0	Невыплаченная зарплата	1	0	0
Доход от грантов	0	0	0	Начисленные производственные расходы	0	6	19
Прибыль/убыток от курсовой разницы	0	(0)	(0)	Начисленные расходы	2	1	3
Изменение стоимости от кон-х акций	5	3	0	Отсроченная аренда	0	0	0
<b>Доналоговая прибыль</b>	<b>(29)</b>	<b>(50)</b>	<b>(27)</b>	Лизинг	0	0	0
<b>Чистая прибыль</b>	<b>(29)</b>	<b>(50)</b>	<b>(27)</b>	<b>Текущие обязательства</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>25</b>
				Аренда	0	0	0
				Лизинг	0	0	0
				Погашение кон-х акций	0	0	1
				Погашение кон-х акций через вариант	3	0	0
				Другие обязательства	0	0	0
				<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
				<b>Конвертируемые прив-ые акции</b>	<b>118</b>	<b>160</b>	<b>270</b>
				<b>Капитал</b>	<b>(58)</b>	<b>(106)</b>	<b>(133)</b>
				<b>Обязательства и собственный капитал</b>	<b>71</b>	<b>66</b>	<b>163</b>
<b>Рост и маржа (%)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>3M20</b>	<b>Поэлементный анализ ROIC</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>3M19</b>
Темпы роста выручки	-	-	-	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
Темпы роста ЕБИТДА	-	-	-	ИСТО, х	-	-	-
Темпы роста ЕБИТ	-	-	-	АИСТО, х	-	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	ROIC, %	-	-	-
Темпы роста инвестированного капитал	-	-	-	Себестоимость/выручка, %	-	-	-
Валовая маржа	-	-	-	Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
ЕБИТДА маржа	-	-	-	WСТО, х	-	-	-
ЕБИТ маржа	-	-	-	FАТО, х	-	-	-
NOPLAT маржа	-	-	-				
Маржа чистой прибыли	-	-	-	<b>Ликвидность и структура капитала</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>3M19</b>
				ЕБИТ/процентные платежи, х	-	-	-
				Текущая ликвидность, х	-	-	-
				Долг/общая капитализация, %	-	-	-
				Долг/активы, %	-	-	-
				Долг/собственные средства, х	-	-	-
				Долг/IC, %	-	-	-
				Собственные средства/активы, %	-	-	-
				Активы/собственный капитал, х	-	-	-
<b>Cash Flow, млн USD</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>3M20</b>	<b>Мультипликаторы</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>3M19</b>
<b>CFO</b>	<b>(30)</b>	<b>(47)</b>	<b>(14)</b>	P/B, х	-	-	-
D&A	0	0	0	P/E, х	-	-	-
				P/S, х	-	-	-
<b>CFI</b>	<b>(2)</b>	<b>(1)</b>	<b>(0)</b>	EV/ЕБИТДА, х	-	-	-
				EV/S, х	-	-	-
<b>CFF</b>	<b>62</b>	<b>42</b>	<b>110</b>				
<b>Денежный поток</b>	<b>30</b>	<b>(7)</b>	<b>96</b>				
Наличность на начало года	36	66	59				
Наличность на конец года	66	59	155				
<b>Справочные данные</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>3M20</b>				
Акции в обращении, млн штук	-	-	-				
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	-	-	-				

## Vaxcyte: ключевые факты

---

Vaxcyte разрабатывает вакцины с использованием технологии Sutro Biopharma на основе бесклеточного синтеза белка. Главный кандидат, VAX-24, нацелен на создание пневмококковой конъюгатной вакцины (PCV).

В своей заявке компания описывает себя как производителя вакцин следующего поколения, стремящегося улучшить состояние здоровья в мире путем разработки новых вакцин, предназначенных для профилактики или лечения наиболее распространенных и смертельных инфекционных заболеваний.

Vaxcyte была основана в 2013 году. Ранее Vaxcyte сменила название с SutroVax, так как покинула компанию Sutro Biopharma, но при этом оставила за собой право использовать технологии Sutro Biopharma.

По состоянию на 31 декабря денежные средства на балансе компании составляют \$154,791 млн, также компания за всю историю привлекла \$277 млн. В марте 2020 года компания завершила раунд финансирования на \$110 млн. В данном инвестраунде приняли участие TPG Growth, Abingworth, Longitude Capital, партнеры Frazier Healthcare, Pivotal bioVenture Partners, Medixci, CTI Life Sciences, Roche Venture Fund и Foresite Capital. Крупнейшие акционеры компании до IPO – TPG Growth IV Switcheroo (12,9%), Abingworth Bioventures VI (12,7%), Longitude Venture Partners II (11%), RA Capital Management (9,1%), Janus Henderson Investors (9,1%), Roche Finance Ltd (7,9%), Pivotal bioVenture Partners Fund (6,5%), Frazier Life Sciences VIII (6,3%) и Medixci (5,8%).

**Платформа и разработки компании.** Компания имеет в своем распоряжении платформу для бесклеточного синтеза белка для разработки своих потенциальных вакцин.

Главный кандидат, VAX-24, по прогнозам компании, перейдет в клиническую стадию во 2-й половине 2021 года. VAX-24 нацелен на создание пневмококковой конъюгатной вакцины.

Второй потенциальный кандидат, VAX-XP, использует подтвержденную концепцию VAX-24 и может охватывать до 30 штаммов.







Для сравнения, за последние 40 и 20 лет совокупные продажи двух ведущих вакцин от Merck's Pneumovax 23 и Pfizer Prevnar 13 составили \$100 млрд.




Merck's Pneumovax 23 является полисахаридной вакциной, которая защищает от 23 штаммов пневмококка, но, как полагают, не защищает от пневмонии, обеспечивает только временную защиту от бактериемии у взрослых и не эффективна для детей в возрасте до 2 лет.

Prevnar 13 защищает только от 13 штаммов пневмококка, но значительно лучше защищает от пневмонии и подходит для взрослых и младенцев.

Продукты Vaxcyte имеют большой рыночный потенциал, если учитывать возможности защиты VAX-24 и VAX-XP (30 штаммов).

Иллюстрация 1. Потенциальные программы Vaxcyte

Program	Profile / Type	Vaccine Description	Target Population	Disease	Status	Next Anticipated Milestone
VAX-24	Superior Conjugate Vaccine	24-valent PCV		Invasive Pneumococcal Disease (IPD)	Preclinical POC vs Prevnar 13 and Pneumovax 23 (IND-enabling stage)	IND in 2H 21 Phase 1/2 Topline Data in 2022
				IPD and Otitis Media	Preclinical POC vs Prevnar 13 (IND-enabling stage)	Phase 1 Initiation (post-Clinical POC in adults)
VAX-XP	Superior Conjugate Vaccine	Next-generation >30-valent PCV		IPD	Preclinical POC vs Prevnar 13 and PSA/Amn <sup>®</sup>	CMC Optimization
				IPD and Otitis Media	Preclinical POC vs Prevnar 13	
VAX-A1	Novel Conjugate Vaccine	Monovalent conjugate / complex protein-based vaccine		Group A Strep Infections	Preclinical POC & Grant Funded	Final Vaccine Nomination
VAX-PG	Novel Protein Vaccine	Tough-to-make protein-based therapeutic vaccine		Periodontitis	Preclinical POC	Final Vaccine Nomination

 Adults   
  Children   
  Infants

Источник: на основе данных компании

**Потенциальный адресный рынок в \$58 млрд.** Мировой рынок вакцин в 2018 году составил 36 млрд, и ожидается, что к 2025 году достигнет отметки в \$58 млрд.

Конъюгированные вакцины, включая PCV, представляют самый большой сегмент (приблизительно 39% в 2018 году) мирового рынка вакцин. Prevnar 13 является самым продаваемым вакцинным продуктом в мире, на его долю приходится около 16% мировых продаж вакцин в 2018 году.

Сложные процессы разработки и производства вакцин создают высокий барьер для входа и длительного жизненного цикла продукта. 4 транснациональные компании, GlaxoSmithKline, Merck, Pfizer и Sanofi, в настоящее время занимают примерно 75% мирового рынка вакцин. GlaxoSmithKline, Merck и Sanofi имеют широкий ассортимент вакцин, в то время как Pfizer предлагает более узкий ассортимент вакцин.

## Модель с учетом вероятности в 15% дает оценку в \$1 млрд

**Предположение по выручке: начало продаж с 2026 года.** Мы предполагаем, что компания может начать продажи своего продукта к 2026 году, с учетом текущей стадии и потенциала продукта, Vaxcyte может получить ускоренное одобрение.

Для прогноза на 10 лет мы использовали данные компании по рынку продаж вакцин, который к 2025 году может составить \$58 млрд.

Vaxcyte конкурирует с 4 крупными фармацевтическими компаниями, которые занимают до 75% всего рынка вакцин. С учетом того, что продукт Vaxcyte может защищать от 24 штаммов, мы предполагаем, что с выходом на рынок продукт может быстро набрать популярность. Мы предполагаем, что охват рынка в 1-й год коммерциализации может быть до 1,5%, а к 2029 году - до 5,7%.

В итоге наша модель прогнозирует начало получения доходов в 2026 году с \$914 млн до \$4,018 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 12%, что нам кажется вполне достижимым результатом, учитывая новый подход компании к разработке лекарств.

**WACC в 6,7%.** При коэффициенте бета 1,38, безрисковой ставке 0,814% и премии за риск инвестирования в акции в 5,81% затраты на капитал равны 8,2%.

**Наша оценка фирмы достигает \$1 млрд.** Так как компания находится на доклинической стадии разработок и есть вероятность неодобрения препаратов, мы используем «вероятность выживания». Поскольку компания находится на возможной переходной стадии с доклинических испытаний и 1 фазе клинических исследований, риск неудачи составляет 15%. С каждой последующей фазой риск неудачи будет уменьшаться, а стоимость компании - увеличиваться. По нашему мнению, с учетом всех рисков, стоимость компании составляет \$1 млрд, что на 33% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$748 млн. **Наша целевая цена, таким образом, составила \$21,2 за акцию.**

Иллюстрация 1. Модель выручки от препаратов

Модель выручки от препаратов	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Мировой рынок вакцин, млрд USD	42	42	45	49	53	58	61	64	67	70
темп роста, %		8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Доля рынка Vaxcyte, %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,50%	2,80%	4,60%	5,7%
Выручка от продаж, млн USD	0	0	0	0	0	0	914	1790	3089	4018

## Иллюстрация 2. Модель оценки Vaxcyte

Модель прогнозного периода	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
Выручка, млн USD	0	0	0	0	0	0	914	1790	3089	4018	4 139
темп роста, %								96%	73%	30%	3,0%
Маржа ЕБИТ, %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	12%	12%	12%	12%	12%
ЕБИТ	0	0	0	0	0	0	110	215	371	482	517
RR, %	0%	0%	0%	0%	0%	50%	44%	37%	31%	25%	10%
CapEx	2	1	0	0	0	0	48	79	115	121	52
FCFF	-2	-1	0	0	0	0	61	135	256	362	465
PV FCFF	-2	-1	0	0	0	0	37	76	134	177	
Стоимость в зрелом периоде, млн USD											12 838
PV стоимости в зрелом периоде, млн USD											6 290
ROIC в зрелом периоде, %											6,6%
<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	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Бета послерычаговая	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	
Премия за риск инвестирования	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	
Стоимость собственного капитала	8,2%	8,0%	7,8%	7,7%	7,5%	7,3%	7,1%	7,0%	6,8%	6,6%	
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	8,2%	8,0%	7,8%	7,7%	7,5%	7,3%	7,1%	7,0%	6,8%	6,6%	
Кумулятивная стоимость капитала	0,9x	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	
<b>Оценка капитала, млн USD</b>											
(=) Стоимость в прогножном периоде	420										
(+) Стоимость в зрелом периоде	6 290										
(x) Коэффициент на дату оценки	0,96x										
<b>(=) EV</b>	<b>6 421</b>										
(-) Долг (вкл. операционную аренду)	0										
(+) Наличность	59,0										
(+) Поступления от IPO	210										
(-) Стоимость выпущенных опционов	21										
<b>(=) Оценка в сценарии полной коммерциализации 2 основных лекарств (VAX-24 и VAX-XP), млн USD</b>	<b>6 668</b>										
Капитализация по верхней границе IPO, млн USD	748										
<b>Вероятность выживания (исходя из текущей фазы 1)</b>	<b>15%</b>										
Стоимость капитала с учетом вероятности выживания, млн USD	1 000										
<b>Целевая цена на акцию, USD</b>	<b>21,4</b>										
Максимум диапазона на IPO, USD	16,0										
Потенциал роста, %	34%										
<b>Предполагаемая оценка исходя из фаз FDA</b>											
Фаза	I	II	III	IV - одобрение FDA							
Вероятность	15%	30%	60%	90%							
Оценка	1 000	2 001	4 001	6 002							
На акцию	21,4	42,8	85,6	128,4							

## 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 Vaxcyte.

**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.

---