

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Athira Pharma (ATHA)

 Потенциал роста: **39%**

 Целевая цена: **\$23,5**

 Диапазон размещения: **\$15-\$17**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Лекарственные препараты

оценка перед IPO

IPO ATHA: новый метод лечения болезней



Выручка, 2Q20 (млн USD)	0
EBIT, 2Q20 (млн USD)	-4
Чистая прибыль, 2Q20 (млн USD)	-4
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)	460,9
Акции после IPO (млн шт)	28,8
Акции к размещению (млн шт)	10
Объем IPO, (млн USD)	160
Диапазон IPO (USD)	15-17
Дата IPO	17 сентября
Целевая цена (USD)	23,5

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

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

17 сентября состоится IPO компании Athira Pharma, специализирующейся на разработке молекул для восстановления здоровья нейронов. Андеррайтерами размещения выступают Goldman Sachs, Jefferies и Stifel.

О компании. Компания разрабатывает 3 программы, одна из них находится на клинической стадии. Все программы нацелены на восстановление здоровья нейронов и остановку нейродегенерации (это прогрессирующая потеря структуры или функции нейронов, включая гибель нейронов). По состоянию на 31 марта денежные средства на балансе компании составляют \$85,166 млн, также компания за всю историю привлекла \$115 млн. Крупнейшие акционеры компании до IPO – Perceptive Life Sciences Master Fund Ltd (11,6%), RTW Investments (10,8%), Viking Global Opportunities Illiquid Investments Sub-Master LP (7,7%), Franklin Templeton Investments (5,4%).

Основные разработки компании. Athira Pharma разрабатывает новый метод лечения болезней Альцгеймера и Паркинсона путем регенерации нейронов. Подход компании связан с HGF/MET – фактором роста гепатоцитов, регулирующим рост, подвижность клеток и морфогенез (биологический процесс, который заставляет клетку, ткань или организм развивать свою форму). Усиливая HGF/MET, данный подход может защитить существующие нейроны от повреждений, уменьшить воспаление, способствовать регенерации и положительно модулировать активность мозга. ATH1017 – главная разработка компании, которая вводится подкожно через гематоэнцефалический барьер (это высокоселективная полупроницаемая граница, которая отделяет циркулирующую кровь от мозга и внеклеточной жидкости в центральной нервной системе) для активации HGF/MET. Фазы клинических испытаний 1a и 1b для лечения болезни Альцгеймера показали хорошую переносимость без побочных эффектов, также результаты показали улучшение активности мозга (потенциально положительное влияние). В сентябре 2020 года компания начала скрининг пациентов для фазы 2/3. Предоставить основные данные компания планирует к концу 2022 года. Клинические испытания для лечения болезни Паркинсона начнутся в 1ПГ 2021 года со второй фазы.

Апсайд в 39% с учетом вероятности коммерциализации. По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$678 млн, что на 39% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$490 млн. Наша целевая цена, таким образом, составила \$23,5 за акцию.

Athira Pharma: финансовая отчетность

Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	6M20
Выручка	0	0	0
Себестоимость	0	0	0
Валовая прибыль	0	0	0
R&D	4	4	2
G&A	1	2	1
EBIT	(5)	(5)	(4)
EBITDA	(5)	(5)	(4)
Прочие доходы/расходы	(0)	0	(0)
Доналоговая прибыль	(5)	(5)	(4)
Налог	0	0	0
Чистая прибыль	(5)	(5)	(4)
Рост и маржа (%)	2018	2019	6M20
Темпы роста выручки	-	-	-
Темпы роста EBITDA	-	-	-
Темпы роста EBIT	-	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-
Темпы роста инвестированного капитал	-	-	-
Валовая маржа	-	-	-
EBITDA маржа	-	-	-
EBIT маржа	-	-	-
NOPLAT маржа	-	-	-
Маржа чистой прибыли	-	-	-
Cash Flow, млн USD	2018	2019	6M20
CFO	(4)	(4)	(4)
D&A	0	0	0
CFI	2	2	0
CFF	1	1	87
Денежный поток	(1)	(1)	83
Наличность на начало года	4	3	2
Наличность на конец года	3	2	85
Справочные данные	2018	2019	6M20
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	-	-	-
Балансовый отчет, млн USD	2018	2019	6M20
Наличность	3	2	85
ЦБ	2	0	0
Прочие активы	0	0	1
Дебиторская задолженность	0	0	0
Текущие активы	5	2	86
Дебиторская задолженность	0	0	0
ОС	0	0	0
Отложенные затраты	0	0	0
Долгосрочные активы	0	0	0
Активы	5	2	87
Кредиторская задолженность	0	0	4
Начисленные расходы	0	1	1
Текущие обязательства	1	1	6
Гранты	1	1	1
Производное обязательство	1	1	0
Конвертируемые облигации	1	2	0
Варранты	0	0	0
Долгосрочные обязательства	2	4	1
Конвертируемые прив-ые акции	17	17	93
Капитал	(15)	(20)	(13)
Обязательства и собственный капитал	5	2	87
Поэлементный анализ ROIC	2018	2019	6M20
Маржа NOPLAT, %	-	-	-
ICTO, x	-	-	-
AICTO, x	-	-	-
ROIC, %	-	-	-
Себестоимость/выручка, %	-	-	-
Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
WCTO, x	-	-	-
FATO, x	-	-	-
Ликвидность и структура капитала	2018	2019	6M20
EBIT/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	6M20
P/B, x	-	-	-
P/E, x	-	-	-
P/S, x	-	-	-
EV/EBITDA, x	-	-	-
EV/S, x	-	-	-

Athira Pharma: ключевые факты

Athira Pharma – компания, специализирующаяся на разработке молекул для восстановления здоровья нейронов. Компания разрабатывает 3 программы, одна из них находится на клинической стадии. Все программы нацелены на восстановление здоровья нейронов и остановку нейродегенерации (это прогрессирующая потеря структуры или функции нейронов, включая гибель нейронов).

По состоянию на 31 марта денежные средства на балансе компании составляют \$85,166 млн, также компания за всю историю привлекла \$115 млн. Крупнейшие акционеры компании до IPO – Perceptive Life Sciences Master Fund Ltd (11,6%), RTW Investments (10,8%), Viking Global Opportunities Illiquid Investments Sub-Master LP (7,7%), Franklin Templeton Investments (5,4%).

Компания привлекает средства на IPO для дальнейшего финансирования клинических разработок своих программ.

Разрабатываемые препараты компании. Athira Pharma разрабатывает новый метод лечения болезней Альцгеймера и Паркинсона путем регенерации нейронов.

Подход компании связан с HGF/MET – фактором роста гепатоцитов, регулирующим рост, подвижность клеток и морфогенез (биологический процесс, который заставляет клетку, ткань или организм развивать свою форму). Усиливая HGF/MET, данный подход может защитить существующие нейроны от повреждений, уменьшить воспаление, способствовать регенерации и положительно модулировать активность мозга.

Иллюстрация 1. Разработки компании

Program (RoA) ¹	Indication	PRECLINICAL		CLINICAL			Anticipated Upcoming Milestones
		Discovery and Development	Phase 1	Phase 2	Phase 3		
ATH-1017 (SC)	Alzheimer's Disease			LIFT-AD Phase 2/3 Clinical Trial ²			<ul style="list-style-type: none"> LIFT-AD initiated September 2020 Topline data by end of 2022 Initiate ACT-AD P300 Phase 2 Trial by end of 2020 Topline data by early 2022
	Parkinson's Disease Dementia		PDD Phase 2 Clinical Trial				<ul style="list-style-type: none"> IND filing by H1 2021 (no Phase 1 expected)³ Phase 2 initiation by end of 2021
ATH-1019 (PO)	Neuropsychiatric Indications						<ul style="list-style-type: none"> IND filing H1 2022
ATH-1018 (PO)	Neuropathy						<ul style="list-style-type: none"> IND filing by end of 2022

Источник: на основе данных компании

ATH1017 – главная разработка компании, которая вводится подкожно через гематоэнцефалический барьер (это высокоселективная полупроницаемая граница, которая отделяет циркулирующую кровь от мозга и внеклеточной жидкости в центральной нервной системе) для активации HGF/MET. Фазы клинических испытаний 1a и 1b для лечения болезни Альцгеймера показали хорошую переносимость без побочных эффектов, также результаты показали улучшение активности мозга (потенциально положительное влияние). В сентябре 2020 года

компания начала скрининг пациентов для фазы 2/3. Предоставить основные данные компания планирует к концу 2022 году.

Клинические испытания для лечения болезни Паркинсона начнутся в 1ПГ 2021 года со второй фазы.

ATH1019: также компания разрабатывает методы лечения психоневрологических состояний, включая депрессию и тревожное расстройство. Компания планирует начать клинические испытания в 1ПГ 2022 года.

Потенциальный рынок. На сегодняшний день во всем мире насчитывается около 35 млн человек с болезнью Альцгеймера, к 2050 году прогнозируется более 100 млн человек.

По данным ResearchAndMarkets от 18 июня 2020 года, рынок лечения болезни Альцгеймера вырастет с \$2,2 млрд в 2018 году до \$12,9 млрд к 2028 году.

По данным fortunebusinessinsights от июня 2019 года, рынок лечения болезни Паркинсона составляет \$4,5 млрд с дальнейшим прогнозом роста до \$8,3 млрд к 2026 году.

Модель с учетом вероятности в 25% дает оценку в \$678 млн

Предположение по выручке: начало продаж с 2026 года. Мы предполагаем, что компания может начать продажи своего продукта к 2026 году с учетом текущей стадии разработок.

Для прогноза на 10 лет мы использовали данные потенциального рынка для основного продукта компании. По данным ResearchAndMarkets от 18 июня 2020 года, рынок лечения болезни Альцгеймера вырастет с \$2,2 млрд в 2018 году до \$12,9 млрд к 2028 году. По данным fortunebusinessinsights от июня 2019 года, рынок лечения болезни Паркинсона составляет \$4,5 млрд с дальнейшим прогнозом роста до \$8,3 млрд к 2026 году. К 2028 году суммарный рынок может составить до \$21,3 млрд.

Мы предполагаем, что доля рынка компании может составить до 0,9% в первый год коммерциализации продукта за счет нового подхода лечения болезней путем регенерации нейронов.

В итоге наша модель прогнозирует начало получения доходов в 2026 году со \$169 млн до \$895 млн к 2029 году. Доля рынка вырастет с 0,9% в 2026 году до 4% 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 14%, что нам кажется вполне достижимым результатом, учитывая новый подход компании к разработке лекарств.

WACC в 6,1%. При коэффициенте бета 1,09, безрисковой ставке 0,666% и премии за риск инвестирования в акции в 5% затраты на капитал равны 6,1%.

Наша оценка фирмы достигает \$678 млн. Так как компания находится на переходной стадии с 1-й клинической стадии на фазу 2/3 и есть вероятность неодобрения препаратов, мы используем «вероятность выживания». Поскольку компания находится на переходной стадии, риск неудачи составляет 75%. С каждой последующей фазой риск неудачи будет уменьшаться, а стоимость компании - увеличиваться. По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$678 млн, что на 39% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$490 млн. **Наша целевая цена, таким образом, составила \$23,5 за акцию.**

Иллюстрация 2. Модель выручки от препаратов

Модель выручки от препаратов	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Потенциальный рынок Athira Pharma, млрд USD	7,5	9,4	11,3	13,2	15,0	16,9	18,8	20,0	21,3	22,4
темп роста, %		25,1%	20,1%	16,7%	14,3%	12,5%	11,1%	6,6%	6,2%	4,9%
Доля рынка Athira Pharma, %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,00%	0,00%	0,90%	1,70%	2,80%	4,0%
Выручка от продаж, млн USD	0	0	0	0	0	0	169	341	596	895

Иллюстрация 3. Модель оценки Athira Pharma

Модель прогнозного периода	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
Выручка, млн USD	0	0	0	0	0	0	169	341	596	895	922
темп роста, %								101%	75%	50%	3,0%
Маржа ЕБИТ, %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	12%	12%	12%	12%	14%
ЕБИТ	0	0	0	0	0	0	20	41	72	107	129
RR, %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	40%	40%	40%	40%	10%
CapEx	-2	-2	0	0	0	0	8	16	29	43	13
FCFF	2	2	0	0	0	0	12	25	43	64	116
PV FCFF	2	1	0	0	0	0	8	15	26	36	
Стоимость в зрелом периоде, млн USD											4 357
PV стоимости в зрелом периоде, млн USD											2 461
ROIC в зрелом периоде, %											5,7%
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%	0,7%
Бета послерычаговая	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	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Стоимость собственного капитала	6,1%	6,0%	6,0%	6,0%	5,9%	5,9%	5,8%	5,8%	5,7%	5,7%	5,7%
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%	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	6,1%	6,0%	6,0%	6,0%	5,9%	5,9%	5,8%	5,8%	5,7%	5,7%	5,7%
Кумулятивная стоимость капитала	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x
Оценка капитала, млн USD											
(=) Стоимость в прогножном периоде											89
(+) Стоимость в зрелом периоде											2 461
(x) Коэффициент на дату оценки											0,97x
(=) EV											2 469
(-) Долг (вкл. операционную аренду)											0
(+) Наличность											85
(+) Поступления от IPO											160
(-) Стоимость выпущенных опционов											0
(=) Оценка в сценарии полной коммерциализации основного продукта (ATH1017), млн USD											2 714
Капитализация по верхней границе IPO, млн USD											490
Вероятность выживания (исходя из текущей фазы 1)											25%
Стоимость капитала с учетом вероятности выживания, млн USD											678
Целевая цена на акцию, USD											23,5
Максимум диапазона на IPO, USD											17,0
Потенциал роста, %											39%
Предполагаемая оценка исходя из фаз FDA											
	Фаза	I	II	III	IV - одобрение FDA						
Вероятность		15%	30%	60%	90%						
Оценка		407	814	1 628	2 442						
На акцию		14,1	28,3	56,5	84,8						

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 Athira Pharma.

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.
