

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Oncorus (ONCR)

Потенциал роста: **31%**

Целевая цена: **\$21**

Диапазон размещения: **\$14-\$16**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Лекарственные препараты

оценка перед IPO

IPO ONCR: борьба с раком с помощью вирусов



Выручка, 2Q20 (млн USD)	0
EBIT, 2Q20 (млн USD)	-17
Чистая прибыль, 2Q20 (млн USD)	-17
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)	327,75
Акции после IPO (млн шт)	21,84
Акции к размещению (млн шт)	5,8
Объем IPO, (млн USD)	87
Диапазон IPO (USD)	14-16
Дата IPO	1 октября
Целевая цена (USD)	21

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

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) | bekteimirov@ffin.kz

1 октября состоится IPO компании Oncorus, разрабатывающей вирусные иммунотерапевтические средства для уничтожения опухолевых клеток и стимулирования иммунной системы для борьбы с опухолями. Андеррайтерами размещения выступают Jefferies, Evercore ISI и Piper Sandler.

О компании. Компания с помощью своих 2 запатентованных платформ разработала линейку потенциальных продуктов для внутриопухолевого и внутривенного введения, предназначенных для избирательной атаки и уничтожения опухолевых клеток. Одна из платформ (HSV-1) компании использует вирус простого герпеса, который эффективно лечит некоторые виды рака. На сегодняшний день компания разрабатывает 4 потенциальных терапии, 1 из них находится на клинической стадии разработки. За свою историю компания привлекла \$141,5 млн. В июле 2020 года Oncorus заключила соглашение с компанией Merck о сотрудничестве в области клинических испытаний и потенциальных поставок.

Коротко о ключевых разработках компании. Основной кандидат компании **ONCR-177** представляет собой вирусную иммунотерапию, которая вводится внутрь опухоли и несет в себе 5 трансгенов (фрагмент ДНК, переносимый при помощи генно-инженерных манипуляций), предназначенных для стимуляции иммунной системы, чтобы максимизировать противоопухолевые иммунные ответы. Сейчас компания проводит клинические испытания с различными типами солидных опухолей (рак груди, кожные опухоли). Компания планирует опубликовать предварительные данные во 2-й половине 2021 года.

Потенциальный рынок. Ожидается, что рынок лечения рака вырастет с \$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.

Апсайд в 31% с учетом вероятности коммерциализации. По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$459 млн, что на 31% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$350 млн. Наша целевая цена, таким образом, составила \$21 за акцию.

Oncorus: финансовая отчетность

Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	6M20	Балансовый отчет, млн USD	2018	2019	6M20
Выручка	0	0	0	Наличность	20	45	29
Себестоимость	0	0	0	Прочие активы	1	1	2
Валовая прибыль	0	0	0	Текущие активы	21	46	31
R&D	13	24	13	ОС	4	4	5
G&A	6	7	4	Прочие активы	0	0	0
ЕБИТ	(19)	(31)	(17)	Долгосрочные активы	5	5	5
ЕБИТДА	(18)	(30)	(16)	Активы	26	51	36
Прочие доходы/расходы	1	0	(1)	Кредиторская задолженность	1	1	2
Доаналоговая прибыль	(18)	(31)	(17)	Начисленные расходы	1	4	4
Налог	0	0	0	Аренда	0	0	0
Чистая прибыль	(18)	(31)	(17)	Прочие обязательства	0	0	0
				Текущие обязательства	3	5	6
				Транш	0	2	3
				Аренда	2	2	1
				Долгосрочные обязательства	2	4	4
				Конвертируемые прив-ые акции	61	117	122
				Капитал	(40)	(74)	(96)
				Обязательства и собственный капитал	26	51	36
Рост и маржа (%)	2018	2019	6M20	Поэлементный анализ ROIC	2018	2019	6M20
Темпы роста выручки	-	-	-	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
Темпы роста ЕБИТДА	-	-	-	ИСТО, x	-	-	-
Темпы роста ЕБИТ	-	-	-	АИСТО, x	-	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	ROIC, %	-	-	-
Темпы роста инвестированного капитал	-	-	-	Себестоимость/выручка, %	-	-	-
Валовая маржа	-	-	-	Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
ЕБИТДА маржа	-	-	-	WСТО, x	-	-	-
ЕБИТ маржа	-	-	-	FАТО, x	-	-	-
NOPLAT маржа	-	-	-				
Маржа чистой прибыли	-	-	-				
Cash Flow, млн USD	2018	2019	6M20	Ликвидность и структура капитала	2018	2019	6M20
СFO	(17)	(27)	(16)	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
D&A	1	1	1	Текущая ликвидность, x	-	-	-
				Долг/общая капитализация, %	-	-	-
СFI	(0)	(1)	(1)	Долг/активы, %	-	-	-
				Долг/собственные средства, x	-	-	-
				Долг/IC, %	-	-	-
СFF	25	53	0	Собственные средства/активы, %	-	-	-
				Активы/собственный капитал, x	-	-	-
Денежный поток	7	25	(16)				
Наличность на начало года	13	20	45				
Наличность на конец года	20	45	29				
Справочные данные	2018	2019	6M20	Мультипликаторы	2018	2019	6M20
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	-	-	-				

Модель с учетом вероятности в 18% дает оценку в \$459 млн

Предположение по выручке: начало продаж с 2029 года. Мы предполагаем, что компания может начать продажи своего продукта к 2029 году с учетом текущей стадии разработок.

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

Мы предполагаем, что доля рынка компании может составить до 0,185% в первый год коммерциализации продукта. Сотрудничество с Merck для возможной дальнейшей поставки может помочь компании занять свою нишу на рынке.

В итоге наша модель прогнозирует начало получения доходов в 2029 году с \$1,007 млрд. Доля рынка к 2029 прогнозируемому году составит 0,185%.

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 5,9%. При коэффициенте бета 1,06, безрисковой ставке 0,65% и премии за риск инвестирования в акции в 5% затраты на капитал равны 5,9%.

Наша оценка фирмы достигает \$459 млн. Так как компания находится на 1-й фазе клинических испытаний и есть вероятность неодобрения препаратов, мы используем «вероятность выживания». Поскольку компания находится на 1-й фазе клинических испытаний, 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 \$459 млн, что на 31% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$350 млн. **Наша целевая цена, таким образом, составила \$21 за акцию.**

Иллюстрация 1. 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 Oncorus, %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,00%	0,00%	0,185%
Выручка от продаж, млн USD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1007

Иллюстрация 2. Модель оценки Oncorus

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	0	1007	1 038
темп роста, %											3,0%
Маржа EBIT, %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	15%	15%
EBIT	-43	-55	-66	-75	-83	-89	-93	-96	-96	151	156
RR, %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	40%	10%
CapEx	0	0	0	0	0	0	0	0	0	60	16
FCFF	-43	-55	-66	-75	-83	-89	-93	-96	-96	91	140
PV FCFF	-41	-49	-56	-60	-62	-63	-62	-61	-58	52	
Стоимость в зрелом периоде, млн USD											5 286
PV стоимости в зрелом периоде, млн USD											3 010
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	1,0	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%	5,0%
Стоимость собственного капитала	5,9%	5,9%	5,9%	5,8%	5,8%	5,8%	5,7%	5,7%	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	5,9%	5,9%	5,9%	5,8%	5,8%	5,8%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Кумулятивная стоимость капитала	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x
Оценка капитала, млн USD											
(-) Стоимость в прогножном периоде	(460)										
(+) Стоимость в зрелом периоде	3 010										
(x) Коэффициент на дату оценки	0,97x										
(=) EV	2 471										
(-) Долг (вкл. операционную аренду)	5										
(+) Наличность	29										
(+) Поступления от IPO	87										
(-) Стоимость выпущенных опционов	29										
(=) Оценка в сценарии полной коммерциализации основного продукта (ONCR-177), млн USD	2 553										
Капитализация по верхней границе IPO, млн USD	350										
Вероятность выживания (исходя из текущей фазы)	18,0%										
Стоимость капитала с учетом вероятности выживания, млн USD	459										
Целевая цена на акцию, USD	21,0										
Максимум диапазона на IPO, USD	16,0										
Потенциал роста, %	31%										
Предполагаемая оценка исходя из фаз FDA											
	Фаза	I	II	III	IV - одобрение FDA						
Вероятность	15%	30%	60%	90%							
Оценка	383	766	1 532	2 297							
На акцию	17,5	35,1	70,1	105,2							

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 Oncorus.

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.
