

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

# Buy

## Vor Biopharma Inc (VOR)

 Потенциал роста: **34%**

 Целевая цена: **\$24,1**

 Диапазон размещения: **\$16–18**

## РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Фармацевтика

оценка перед IPO

## IPO VOR: изменение методов лечения рака



Выручка, 9M20 (млн USD)	0
EBIT, 9M20 (млн USD)	-28
Чистая прибыль, 9M20 (млн USD)	-28
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>588</b>
Акции после IPO (млн шт.)	<b>34,6</b>
Акции к размещению (млн шт.)	<b>8,8</b>
Объем IPO (млн USD)	<b>150</b>
Диапазон IPO (USD)	<b>16–18</b>
Дата IPO	<b>4 февраля</b>
Целевая цена (USD)	<b>24,1</b>

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

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) | bekteмиrov@ffin.kz

**4 февраля состоится IPO Vor Biopharma Inc. Компания занимается разработкой клеточных препаратов для лечения гематологических заболеваний. Андеррайтерами размещения выступают Goldman Sachs, Evercore ISI, Barclays и Stifel.**

**О компании.** Метод компании строится на получении донорских гемопоэтических стволовых клеток, после чего используется геномная инженерия для удаления выбранных поверхностных клеток-мишеней. Удаление определенных поверхностных клеток-мишеней делают донорские стволовые клетки, устойчивые к таргетной терапии, что позволяет выборочно уничтожать раковые клетки, при этом сохраняя здоровые. После получения и изменения донорских гемопоэтических стволовых клеток данные клетки трансплантируются для дальнейшего лечения. Акционеры компании – RA Capital Healthcare Fund, 5AM Ventures VI, PureTech Health и FMR. Всего компания привлекла \$152 млн. На конец 30 сентября на балансе у компании было \$63,6 млн.

**Основные разработки компании.** Компания имеет два первоначальных продукта-кандидата – VOR33 и VCAR33, которые ориентированы на CD33 (белок, трансмембранный рецептор, расположенный на поверхности миелоидных клеток), который может быть удален из донорских стволовых клеток без потери функциональности. **VOR33** – данный продукт предназначен для лечения острой миелоидной лейкемии (в будущем компания планирует расширить использование продукта для лечения других гематологических злокачественных новообразований). В 1ПГ 2021 года компания планирует начать испытание фазы ½. **VCAR33** представляет собой CAR-T-терапию (это инновационный метод лечения определенных типов рака крови, при котором собственные лейкоциты пациента генетически программируются на уничтожение раковых клеток), предназначенную для нацеливания на CD33. Компания ожидает первые данные клинических испытаний в 2022 году. Компания также планирует подать заявку IND в FDA и провести клиническое испытание совместного лечения **VOR33/VCAR33** после публикации первых результатов клинических испытаний.

**Апсайд в 34% с учетом вероятности коммерциализации.** По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$834 млн, что на 34% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$624 млн. Наша целевая цена, таким образом, составила \$24,1 за акцию.

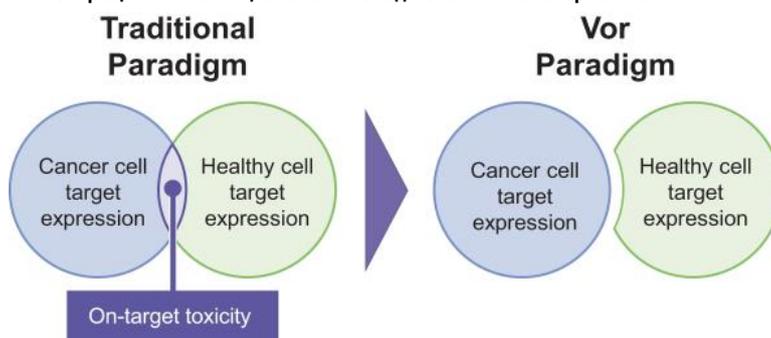
## Vor Biopharma Inc: финансовая отчетность

Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	9M20
<b>Выручка</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Себестоимость	0	0	0
<b>Валовая прибыль</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
R&D	2	6	20
G&A	0	4	7
<b>EBIT</b>	<b>(3)</b>	<b>(10)</b>	<b>(28)</b>
<b>EBITDA</b>	<b>(3)</b>	<b>(10)</b>	<b>(27)</b>
Процентный доход	0	0	0
Векселя	(1)	(1)	0
Производные обязательства	(0)	0	0
<b>Доналоговая прибыль</b>	<b>(3)</b>	<b>(10)</b>	<b>(28)</b>
Налог	0	8	0
<b>Чистая прибыль</b>	<b>(4)</b>	<b>(3)</b>	<b>(28)</b>
<b>Рост и маржа (%)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>9M20</b>
Темпы роста выручки	-	-	-
Темпы роста EBITDA	-	-	-
Темпы роста EBIT	-	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-
Валовая маржа	-	-	-
EBITDA-маржа	-	-	-
EBIT-маржа	-	-	-
NOPLAT-маржа	-	-	-
Маржа чистой прибыли	-	-	-
<b>Cash Flow, млн USD</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>9M20</b>
<b>CFO</b>	<b>(3)</b>	<b>(10)</b>	<b>(23)</b>
D&A	0	0	0
<b>CFI</b>	<b>0</b>	<b>(1)</b>	<b>(3)</b>
<b>CFF</b>	<b>2</b>	<b>18</b>	<b>82</b>
<b>Денежный поток</b>	<b>(0)</b>	<b>7</b>	<b>57</b>
Наличность на начало года	1	1	8
Наличность на конец года	1	8	65
<b>Справочные данные</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>9M20</b>
Акции в обращении, млн шт.	-	-	-
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	-	-	-
<b>Балансовый отчет, млн USD</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>9M20</b>
Наличность	1	6	64
Предоплачиваемые затраты	0	1	2
Прочие активы	0	0	0
<b>Текущие активы</b>	<b>1</b>	<b>8</b>	<b>66</b>
Наличность с ограничением	0	2	2
ОС	0	1	4
Активы в аренде	0	0	17
Прочие активы	0	0	0
<b>Долгосрочные активы</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>23</b>
<b>Активы</b>	<b>1</b>	<b>10</b>	<b>89</b>
Кредиторская задолженность	0	1	2
Начисленные расходы	0	1	4
Связанные стороны	1	0	0
Векселя	4	0	0
Начисленные проценты	0	0	0
Производные обязательства	2	0	0
Прочие обязательства	0	1	0
Аренда	0	0	1
<b>Текущие обязательства</b>	<b>8</b>	<b>2</b>	<b>8</b>
Аренда	0	0	18
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>18</b>
<b>Конвертируемые привилег. акции</b>	<b>0</b>	<b>25</b>	<b>107</b>
<b>Капитал</b>	<b>(7)</b>	<b>(17)</b>	<b>(44)</b>
<b>Обязательства и собственный капитал</b>	<b>1</b>	<b>10</b>	<b>89</b>
<b>Поэлементный анализ ROIC</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>9M20</b>
Маржа NOPLAT, %	-	-	-
ICFO, x	-	-	-
AICFO, x	-	-	-
ROIC, %	-	-	-
Себестоимость/выручка, %	-	-	-
Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
WCFO, x	-	-	-
FATO, x	-	-	-
<b>Ликвидность и структура капитала</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>9M20</b>
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	-	-	-
<b>Мультипликаторы</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>9M20</b>
P/B, x	-	-	-
P/E, x	-	-	-
P/S, x	-	-	-
EV/EBITDA, x	-	-	-
EV/S, x	-	-	-

## Vor Biopharma Inc: ключевые факты

**Vor Biopharma Inc – компания, занимающаяся разработкой клеточных препаратов для лечения гематологических заболеваний.** Метод компании строится на получении донорских гемопоэтических стволовых клеток, после чего используется геномная инженерия для удаления выбранных поверхностных клеток-мишеней. Удаление определенных поверхностных клеток-мишеней делают донорские стволовые клетки, устойчивые к таргетной терапии, что позволяет выборочно уничтожать раковые клетки, при этом сохраняя здоровые.

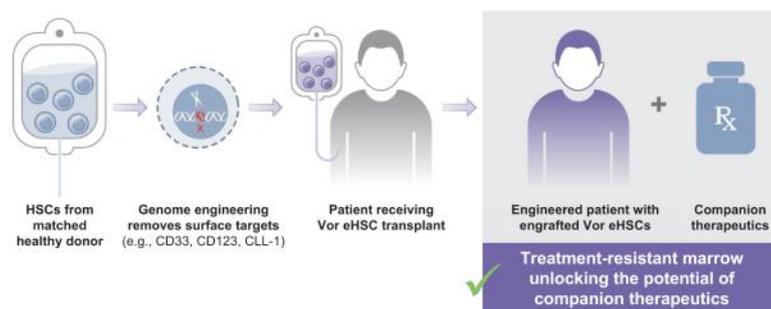
**Иллюстрация 1. Потенциальный метод лечения Vor Biopharma**



*Источник: на основе данных компании*

После получения и изменения донорских гемопоэтических стволовых клеток данные клетки трансплантируются для дальнейшего лечения.

**Иллюстрация 2. Подход к лечению**



*Источник: на основе данных компании*

Акционеры компании – RA Capital Healthcare Fund, 5AM Ventures VI, PureTech Health и FMR. Всего компания привлекла \$152 млн. На конец 30 сентября на балансе у компании было \$63,6 млн.

**Разработки компании.** Компания имеет два первоначальных продукта-кандидата – VOR33 и VCAR33, которые ориентированы на CD33 (белок, трансмембранный рецептор, расположенный на поверхности миелоидных клеток), который может быть удален из донорских стволовых клеток без потери функциональности.

**VOR33** – данный продукт предназначен для лечения острой миелоидной лейкемии (в будущем компания планирует расширить использование продукта для лечения других гематологических злокачественных новообразований). В 1ПГ 2021 года компания планирует начать испытание фазы 1/2.

**Иллюстрация 3. Разработки компании**

Program	Description		Preclinical		Clinical		Anticipated Milestones
	Modality	Indication	Discovery/Validation	IND-Enabling	Phase 1/2	Phase 2/3	
VOR33 (CD33)	eHSC	AML	with Mykotalg				<ul style="list-style-type: none"> <li>1H 2021: First patient enrolled</li> <li>Late 2021/1H 2022: Initial human engraftment and protection data</li> </ul>
		MDS, MPN					<ul style="list-style-type: none"> <li>Development candidate selection</li> </ul>
VCAR33 (CD33)	CAR-T	Bridge-to-transplant AML		NMDP-sponsored trial*			<ul style="list-style-type: none"> <li>2022: Initial monotherapy clinical proof-of-concept data*</li> </ul>
VOR33/VCAR33 Treatment System	eHSC/ CAR-T	AML					<ul style="list-style-type: none"> <li>2H 2022: IND filing following initial VOR33 and NMDP clinical data*</li> </ul>
<b>Discovery Programs</b>							
Vor Platform	<ul style="list-style-type: none"> <li>Leveraging our proprietary Vor platform, we have identified additional surface targets such as CD123 and CLL-1 as well as multiplex genome engineering approaches where multiple surface targets are removed.</li> <li>Additionally, we are conducting ongoing discovery efforts on undisclosed targets for non-myeloid malignancies.</li> </ul>						

Источник: на основе данных компании

**VCAR33** представляет собой CAR-T-терапию (это инновационный метод лечения определенных типов рака крови, при котором собственные лейкоциты пациента генетически программируются на уничтожение раковых клеток), предназначенную для нацеливания на CD33. Компания ожидает первые данные клинических испытаний в 2022 году.

Компания также планирует подать заявку IND в FDA и провести клиническое испытание совместного лечения VOR33/VCAR33 после публикации первых результатов клинических испытаний.

**Потенциальный адресный рынок.** Согласно данным thebusinessresearchcompany, рынок лечения рака крови вырастет с \$20,66 млрд в 2020 году до \$28,7 млрд к 2025 году.

## Модель с учетом вероятности в 13% дает оценку в \$834 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 компании.

Для прогноза на 10 лет мы использовали данные потенциального рынка для основных разработок компании, который к 2025 году может составить \$28,7 млрд.

Мы предполагаем, что доля рынка компании может составить до 8,5% к 2029-му прогнозируемому году. Наши предположения основаны на том, что компания разрабатывает потенциально новый метод, который может изменить лечение острой миелоидной лейкемии и сделать его более безопасным.

В итоге наша модель прогнозирует начало получения доходов к 2026 году в размере \$599 млн с дальнейшим ростом до \$2,789 млрд к 2029-му прогнозируемому году.

**Прогнозирование операционной маржи на основе данных 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.

**WACC в 5,1%.** При коэффициенте бета 1,09, безрисковой ставке США в 1,107% и премии за риск-инвестирование в акции в 4,76% затраты на капитал равны 6,3%.

**Наша оценка фирмы достигает \$834 млн.** Так как компания находится на начальном этапе клинических разработок и есть вероятность неодобрения препаратов, мы используем «вероятность выживания». Поскольку компания находится на начальном этапе клинических исследований, риск неудачи составляет 87%. С каждой последующей фазой риск неудачи будет уменьшаться, а стоимость компании – увеличиваться. По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$834 млн, что на 34% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$624 млн. **Наша целевая цена, таким образом, составила \$24,1 за акцию.**

Иллюстрация 4. Модель выручки от препаратов

Модель выручки от препаратов	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Потенциальный рынок лечения рака крови, млрд USD	20,7	22,3	23,9	25,5	27,2	28,7	30,0	31,0	31,9	32,6
темп роста, %		7,8%	7,2%	6,7%	6,7%	5,5%	4,4%	3,5%	2,8%	2,3%
Доля рынка Vor Biopharma Inc, %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	4,5%	7,0%	8,5%
Выручка от продаж, млн USD	0	0	0	0	0	0	599	1396	2233	2789

Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

## Иллюстрация 4. Модель оценки Vor Biopharma Inc

Модель прогнозного периода	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
Выручка, млн USD	0	0	0	0	0	0	599	1396	2233	2789	2 872
темп роста, %								133%	60%	25%	3,0%
Маржа ЕБИТ, %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-120%	-68%	-15%	5%	15%
ЕБИТ	-26	-28	-29	-30	-31	-31	-719	-949	-335	139	431
RR, %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	40%	40%	40%	40%	10%
CapEx	0	0	0	0	0	0	-288	-380	-134	56	43
FCFF	-26	-28	-29	-30	-31	-31	-432	-570	-201	84	388
PV FCFF	-24	-25	-25	-24	-23	-22	-284	-354	-118		46
Стоимость в зрелом периоде, млн USD											13 525
PV стоимости в зрелом периоде, млн USD											7 498
ROIC в зрелом периоде, %											5,9%
<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	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Бета послерыноговая	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	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Стоимость собственного капитала	6,3%	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%	5,9%	5,9%	
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	6,3%	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%	5,9%	5,9%	
Кумулятивная стоимость капитала	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	
<b>Оценка капитала, млн USD</b>											
(=) Стоимость в прогнозируемом периоде											(852)
(+) Стоимость в зрелом периоде											7 498
(x) Коэффициент на дату оценки											0,95x
<b>(=) EV</b>											<b>6 289</b>
(-) Долг (вкл. операционную аренду)											10
(+) Наличность											64
(+) Поступления от IPO											150
(-) Стоимость выпущенных опционов											75
<b>(=) Оценка в сценарии полной коммерциализации основных продуктов (VOR33 и VCAR33), млн USD</b>											<b>6 417</b>
Капитализация по верхней границе IPO, млн USD											624
<b>Вероятность выживания (исходя из текущей фазы)</b>											<b>13,0%</b>
Стоимость капитала с учетом вероятности выживания, млн USD											834
<b>Целевая цена на акцию, USD</b>											<b>24,1</b>
Максимум диапазона на IPO, USD											18,0
Потенциал роста, %											34%
<b>Предполагаемая оценка, исходя из фаз FDA</b>											
Фаза	I	II	III	IV - одобрение FDA							
Вероятность	15%	30%	60%	90%							
Оценка	963	1 925	3 850	5 775							
На акцию	27,8	55,6	111,1	166,7							

Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

## 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 Vor Biopharma Inc.

**Дополнительный капитал.** После проведения IPO в будущем компания может столкнуться с проблемой наличности на балансе для дальнейшего развития продукта и, возможно, ей потребуется 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.

---