

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

CureVac B.V. (CVAC)

 Потенциал роста: **34%**

 Целевая цена: **\$21,4**

 Диапазон размещения: **\$16-\$18**
РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Германия | Лекарственные препараты

оценка перед IPO

IPO CVAC: лечение с помощью синтеза белков



Выручка, 1Q20 (млн EUR)	3
EBIT, 1Q20 (млн EUR)	-23
Чистая прибыль, 1Q20 (млн EUR)	-24
Чистый долг (млн EUR)	0

P/E, 2020 (x)	—
P/BV, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA, 2020 (%)	—
ROIC, 2020 (%)	—
ROE, 2020 (%)	—
Маржа EBIT, 2020 (%)	—

Капитализация IPO (млрд USD)	2,647
Акции после IPO (млн шт)	176,5
Акции к размещению (млн шт)	13,3
Объем IPO, (млн USD)	200
Диапазон IPO (USD)	14-16
Дата IPO	13 августа
Целевая цена (USD)	21,4

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

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

13 августа состоится IPO компании CureVac B.V., разрабатывающей методы лечения заболеваний путем создания нового класса лекарств на основе мРНК. Андеррайтерами размещения выступают BofA Securities, Jefferies и Credit Suisse.

О компании. Метод CureVac B.V. представляет собой лечение заболеваний путем имитации биологии человека для синтеза нужных белков. В портфель разработок компании входят разработки по лечению рака, вакцины и белковая терапия. Компания также разрабатывает свою платформу RNAoptimizer, которая оптимизирует конструкцию мРНК для кодирования функциональных белков для дальнейшей замены дефектных или отсутствующих белков. CureVac B.V. провела множество клинических испытаний с 2008 года, что позволило ей стать первой компанией, которая продемонстрировала, что мРНК-вакцины действенны против бешенства. По состоянию на 31 марта денежные средства на балансе компании составляют 43,47 млн евро, также компания за всю историю привлекла \$1,1 млрд. Крупнейшие акционеры компании до IPO – Dievini Hopp BioTech holding GmbH & Co. KG (53,7%), Kreditanstalt für Wiederaufbau (18,3%) и Glaxo Group Limited (9,2%).

Основные разработки компании. CV8102 – одна из ключевых разработок компании, которая предназначена для лечения солидных опухолей. CV8102 активирует клеточные рецепторы, которые обнаруживают вирусные патогены, после чего имитирует вирусную инфекцию для активации иммунной системы. В настоящее время CV8102 проходит 1-ю фазу клинических испытаний для лечения 4-х типов рака: меланомы кожи, аденоидно-кистозной карциномы, плоскоклеточного рака кожи и плоскоклеточного рака головы. BI1361849 (ранее CV9202) – разработка, нацеленная на лечение немелкоклеточного рака легких. По данной разработке компания сотрудничает с Boehringer Ingelheim, и на текущий момент разработка находится на стадии ½. Клинические испытания проводят Ludwig Institute for Cancer Research. Также компания совместно с CEPI разрабатывает вакцину против коронавируса. CEPI финансирует всю подготовительную работу и клинические испытания. В июне 2020 года компания начала 1-ю фазу клинических испытаний, и в 4-м квартале ожидаются результаты.

Апсайд в 34% с учетом вероятности коммерциализации. По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$3,775 млрд, что на 34% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$2,823 млрд. Наша целевая цена, таким образом, составила \$21,4 за акцию.

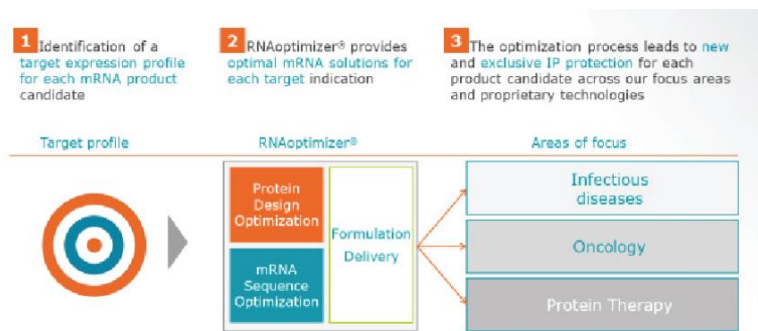
CureVac B.V.: ключевые факты

CureVac B.V. – компания, разрабатывающая методы лечения заболеваний путем создания нового класса лекарств на основе мРНК (матричная рибонуклеиновая кислота - РНК, содержащая информацию о первичной структуре (аминокислотной последовательности) белков).

Метод CureVac B.V. представляет собой лечение заболеваний путем имитации биологии человека для синтеза нужных белков. В портфель разработок компании входят разработки по лечению рака, вакцины и белковая терапия.

Компания также разрабатывает свою платформу RNAoptimizer, которая оптимизирует конструкцию мРНК для кодирования функциональных белков для дальнейшей замены дефектных или отсутствующих белков.

Иллюстрация 1. Метод работы платформы RNAoptimizer



Источник: на основе данных компании

CureVac B.V. провела множество клинических испытаний с 2008 года, что позволило ей стать первой компанией, которая продемонстрировала, что мРНК-вакцины действенны против бешенства.

По состоянию на 31 марта денежные средства на балансе компании составляют 43,47 млн евро, также компания за всю историю привлекла \$1,1 млрд. Крупнейшие акционеры компании до IPO – Dievini Hopp BioTech holding GmbH & Co. KG (53,7%), Kreditanstalt für Wiederaufbau (18,3%) и Glaxo Group Limited (9,2%).

Разрабатываемые препараты компании. На сегодняшний день портфель разрабатываемых продуктов компании насчитывает 15 разработок.

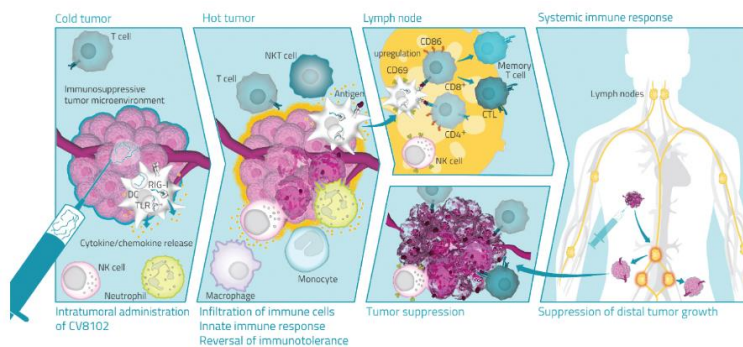
Иллюстрация 2. Разработки компании

	Programs and Indications	Collaborations	Pre-Clinical Discovery	Pre-Clinical Development	Phase 1	Phase 2	Phase 3	CureVac Commercial Rights*
Oncology Intratumoral TAA	CV8102: Cutaneous Melanoma, Adenocystic Carcinoma, Squamous Cell Cancer of Skin and Head and Neck		→	→	→			Worldwide
	BI13618409 (CV9202): Non-Small Cell Lung Cancer	Boehringer Ingelheim	→	→	→			Eligible for milestones and royalties
	Tumor Associated Antigens (TAA)**		→	→	→			Worldwide
	Solid Tumor Program (mRNA Intratumoral Cocktail)**		→	→	→			Worldwide
Prophylactic Vaccines Disruptive Low dose Speed	CV7202: Rabies		→	→	→	→		Worldwide
	COVID-19	CEPI (3)	→	→	→	→		Worldwide
	Lassa, Yellow Fever	CEPI	→	→	→	→		Worldwide
	Respirational Syncytial Virus		→	→	→	→		Worldwide
	Other infectious diseases**	gsk	→	→	→	→		Eligible for milestones and royalties
	Diverse Projects (Rota, Malaria, Universal Influenza)	BILL&MELINDA GATES Foundation	→	→	→	→		Worldwide
Protein Therapy Rare Disease Gene Editing Antibodies	Cas9 Gene-editing**	CRISPR, CASEBIA	→	→	→	→		Eligible for milestones and royalties
	Liver Metabolic Disorders (Rare Diseases ⁽¹⁾ , Fibrosis ⁽²⁾)**		→	→	→	→		Worldwide
	Ocular Diseases**	Harvard Eye Infirmary, Harvard Medical School	→	→	→	→		Worldwide
	Lung Respiratory Diseases**	Yale	→	→	→	→		Worldwide
	Therapeutic Antibodies**	Genmab	→	→	→	→		Eligible for milestones and royalties

Источник: на основе данных компании

CV8102 – одна из ключевых разработок компании, которая предназначена для лечения солидных опухолей. CV8102 активирует клеточные рецепторы, которые обнаруживают вирусные патогены, после чего имитирует вирусную инфекцию для активации иммунной системы. В настоящее время CV8102 проходит 1-ю фазу клинических испытаний для лечения 4-х типов рака: меланомы кожи, аденоидно-кистозной карциномы, плоскоклеточного рака кожи и плоскоклеточного рака головы.

Иллюстрация 3. Метод работы CV8102



Источник: на основе данных компании

BI1361849 (ранее CV9202) – разработка, нацеленная на лечение немелкоклеточного рака легких. По данной разработке компания сотрудничает с Boehringer Ingelheim, и на текущий момент разработка находится на стадии 1/2. Клинические испытания проводят Ludwig Institute for Cancer Research.

CV7202 – это разрабатываемая вакцина против бешенства. В 4-м квартале 2018 года компания начала клинические испытания фазы 1.

Программа вакцинации COVID-19. Компания совместно с CEPI разрабатывает вакцину против коронавируса. CEPI финансирует всю подготовительную работу и клинические испытания. В июне 2020 года компания начала 1-ю фазу клинических испытаний, и в 4-м квартале ожидаются результаты.

Коллаборации CureVac B.V. В июле 2020 года компания заключила соглашение о сотрудничестве с GSK, компании совместно будут разрабатывать вакцины против инфекционных заболеваний. GSK обязана выплатить авансовый платеж в 120 млн евро, а также промежуточные платежи от 70 до 100 млн евро.

В декабре 2019 года компания заключила соглашение о сотрудничестве с Genmab для дальнейшей разработки потенциально нового продукта. Genmab инвестировала 20 млн евро в акционерный капитал и выплатила \$10 млн в качестве авансового платежа. Компания имеет право на промежуточные платежи от \$25 до \$43 млн по этапам разработки, а также \$150 и \$200 млн в виде промежуточных коммерческих платежей.

В январе 2018 года компания заключила соглашение о разработке с Arcturus, которая предоставляет CureVac N.V доступ к технологии Arcturus LNP.

В ноябре 2017 года компания заключила соглашение с CRISPR Therapeutics, компании совместно будут разрабатывать средства для использования в редактировании генов. CRISPR Therapeutics выплатит \$3 млн, \$13 млн в виде промежуточных платежей, а также \$133 млн в виде коммерческих платежей.

В августе 2014 компания заключила соглашение с Boehringer Ingelheim, в результате CureVac N.V предоставила эксклюзивные права на разработку 1361849 (ранее CV9202). CureVac N.V получила авансовый платеж в 30 млн евро, также компания имеет право на получение дополнительных 73 млн евро в виде промежуточных платежей на разработку и 250 млн евро в виде нормативных платежей.

В мае 2014 года компания получила грант от Фонда Билла и Мелинды Гейтс на разработку вакцины против ротавирусов на \$2,5 млн. В мае 2020 года компания получила финансирование в \$2 млн, также в марте 2015 года Фонд вложил \$40 млн в акционерный капитал для поддержки дальнейшего развития разработок компании.

Модель с учетом вероятности в 20% дает оценку в \$3,775 млрд

Предположение по выручке: начало продаж с 2027 года. Мы предполагаем, что компания может начать продажи своего продукта к 2025 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 1,4% в первый год коммерциализации продукта за счет нового подхода лечения через мРНК.

В итоге наша модель прогнозирует начало получения доходов в 2027 году с \$2,123 млрд до \$7,624 млрд к 2029 году. Доля рынка вырастет с 0,5% в 2027 году до 1,4% 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 6,4%. При коэффициенте бета 0,96, безрисковой ставке 0,58% и премии за риск инвестирования в акции в 5,43% затраты на капитал равны 5.8%.

Наша оценка фирмы достигает \$3,775 млрд. Так как компания находится на 1-й клинической стадии и есть вероятность неодобрения препаратов, мы используем «вероятность выживания». Поскольку компания находится на 1-й фазе клинических исследований, риск неудачи составляет 80%. С каждой последующей фазой риск неудачи будет уменьшаться, а стоимость компании - увеличиваться. По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$3,775 млрд, что на 34% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$2,823 млрд. **Наша целевая цена, таким образом, составила \$21,4 за акцию.**

Иллюстрация 1. Модель выручки от препаратов

Модель выручки от препаратов	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Потенциальный рынок 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, %		3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
Доля рынка CureVac N.V., %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,00%	0,00%	0,00%	0,50%	0,90%	1,4%
Выручка от продаж, млн USD	0	0	0	0	0	0	0	2123	4337	7624

Иллюстрация 2. Модель оценки CureVac B.V.

Модель прогнозного периода	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
Выручка, млн USD	0	0	0	0	0	0	0	2123	4337	7624	7 853
темп роста, %									104%	76%	3,0%
Маржа ЕБИТ, %	0%	0%	0%	0%	0%	12%	12%	12%	12%	12%	14%
ЕБИТ	0	0	0	0	0	0	0	255	520	915	1 099
RR, %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	40%	40%	10%
CapEx	4	-28	0	0	0	0	0	0	208	366	110
FCFF	-4	28	0	0	0	0	0	255	312	549	989
PV FCFF	-4	25	0	0	0	0	0	161	187	309	
Стоимость в зрелом периоде, млн USD											32 904
PV стоимости в зрелом периоде, млн USD											18 546
ROIC в зрелом периоде, %											6,0%
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%	0,6%
Бета послерыночная	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Премия за риск инвестирования	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Стоимость собственного капитала	5,8%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	
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%	
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	5,8%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	
Кумулятивная стоимость капитала	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	
Оценка капитала, млн USD											
(=) Стоимость в прогножном периоде											678
(+) Стоимость в зрелом периоде											18 546
(x) Коэффициент на дату оценки											0,97x
(=) EV											18 642
(-) Долг (вкл. операционную аренду)											9
(+) Наличность											43
(+) Поступления от IPO											200
(-) Стоимость выпущенных опционов											0
(=) Оценка в сценарии полной коммерциализации основного продукта (CV8102), млн USD											18 877
Капитализация по верхней границе IPO, млн USD											2 823
Вероятность выживания (исходя из текущей фазы 1)											20%
Стоимость капитала с учетом вероятности выживания, млн USD											3 775
Целевая цена на акцию, USD											21,4
Максимум диапазона на IPO, USD											16,0
Потенциал роста, %											34%

Предполагаемая оценка исходя из фаз FDA				
Фаза	I	II	III	IV - одобрение FDA
Вероятность	15%	30%	60%	90%
Оценка	2 832	5 663	11 326	16 989
На акцию	16,0	32,1	64,2	96,3

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 CureVac B.V.

Дополнительный капитал. После проведения IPO в будущем компания может столкнуться с проблемой с наличностью на балансе для дальнейшего развития продукта, и, возможно, потребуются дополнительные 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.
