

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Taysha Gene Therapies (TSHA)

 Потенциал роста: **34%**

 Целевая цена: **\$26,7**

 Диапазон размещения: **\$18-\$20**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Биотехнологии

оценка перед IPO

IPO TSHA: лечение ЦНС путем генной терапии



Выручка, 2Q20 (млн USD)	0
EBIT, 2Q20 (млн USD)	-10
Чистая прибыль, 2Q20 (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)	656
Акции после IPO (млн шт)	34,5
Акции к размещению (млн шт)	6,6
Объем IPO, (млн USD)	125
Диапазон IPO (USD)	18-20
Дата IPO	23 сентября
Целевая цена (USD)	26,7

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

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

23 сентября состоится IPO компании Taysha Gene Therapies, которая специализируется на разработке методов лечения центральной нервной системы путем генной терапии. Андеррайтерами размещения выступают Goldman Sachs, Morgan Stanley и Jefferies.

О компании. Компания разрабатывает 18 продуктов, самый продвинутый продукт TSHA101 планирует пройти стадию IND в FDA к 2021 году и начать клинические испытания в Канаде до конца 2020 года. Портфель продуктов компании нацелен на лечение нейродегенеративных заболеваний, генетической эпилепсии и нарушения развития центральной нервной системы. По состоянию на 30 июня денежные средства на балансе компании составляют \$11,2 млн, также компания за всю историю привлекла \$125 млн. Крупнейшие акционеры компании до IPO – RA Session II (32,9%), PBM Capital Group (31,4%), UT Southwestern (7,6%) и FMR LLC (6,5%).

Коротко о ключевых разработках компании. TSHA-101 разрабатывается для лечения GM2-ганглиозидоза, который вызывает болезнь Тея-Сакса и болезнь Сандхоффа (нарушение обмена веществ, тяжелые неврологические симптомы и ранняя смерть). TSHA-118 предназначен для лечения гена CLN1 (заболевание начинается от 6 месяцев до 2 лет и быстро прогрессирует, отличительные черты – маленький размер головы). TSHA-102 разрабатывается для лечения синдрома Ретта (одна из наиболее распространенных причин тяжелой умственной отсталости). TSHA-103 разрабатывается для лечения гена SLC6A1 (эпилепсия).

Управленческая команда. Управленческая команда включает в себя различных руководителей, которые ранее работали в компании AveXis. AveXis была приобретена компанией Novartis в 2018 году, а в 2019 году продукт AveXis получил одобрение от FDA, став вторым одобренным продуктом FDA, связанным с генной терапией.

Потенциальный рынок. По данным Grand View Research от 2020 года, рынок терапевтических средств для лечения центральной нервной системы к 2025 году составит до \$128,9 млрд против \$82 млрд в 2020 году и \$71 млрд в 2017 году.

Апсайд в 34% с учетом вероятности коммерциализации. По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$923 млн, что на 34% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$690 млн. Наша целевая цена, таким образом, составила \$26,7 за акцию.

Taysha Gene Therapies: финансовая отчетность

Отчет о прибыли, млн USD			Балансовый отчет, млн USD		
	2019	6M20		2019	6M20
Выручка	0	0	Наличность	0	11
Себестоимость	0	0	Предоплачиваемые затраты	0	0
Валовая прибыль	0	0	Затраты на отложенное размещение	0	0
R&D	1	9	Текущие активы	0	11
G&A	0	1	ОС	0	0
ЕБИТ	(1)	(10)	Долгосрочные активы	0	0
ЕБИТДА	(1)	(10)	Активы	0	11
Обязательства по траншу	0	(17)	Кредиторская задолженность	0	1
Процентные расходы	0	(0)	Начисленные расходы	0	2
Доналоговая прибыль	(1)	(27)	Обязательства 3-им сторонам	0	0
Налог	0	0	Обязательства по траншу	0	17
Чистая прибыль	(1)	(27)	Текущие обязательства	0	20
			Долгосрочные обязательства	0	0
			Конвертируемые прив-ые акции	0	18
			Капитал	(0)	(27)
			Обязательства и собственный капитал	0	11
Рост и маржа (%)	2019	6M20	Поэлементный анализ ROIC	2019	6M20
Темпы роста выручки	-	-	Маржа NOPLAT, %	-	-
Темпы роста ЕБИТДА	-	-	ИСТО, x	-	-
Темпы роста ЕБИТ	-	-	АИСТО, x	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	ROIC, %	-	-
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	Себестоимость/выручка, %	-	-
Валовая маржа	-	-	Операционные издержки/выручка, %	-	-
ЕБИТДА маржа	-	-	WСТО, x	-	-
ЕБИТ маржа	-	-	FАТО, x	-	-
NOPLAT маржа	-	-			
Маржа чистой прибыли	-	-			
Cash Flow, млн USD	2019	6M20	Ликвидность и структура капитала	2019	6M20
CFO	0	(4)	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-
D&A	0	0	Текущая ликвидность, x	-	-
CFI	0	(3)	Долг/общая капитализация, %	-	-
CFF	0	18	Долг/активы, %	-	-
Денежный поток	0	11	Долг/собственные средства, x	-	-
Наличность на начало года	0	0	Долг/IC, %	-	-
Наличность на конец года	0	11	Собственные средства/активы, %	-	-
			Активы/собственный капитал, x	-	-
Справочные данные	2019	6M20	Мультипликаторы	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 9% дает оценку в \$923 млн

Предположение по выручке: начало продаж с 2028 года. Мы предполагаем, что компания может начать продажи своего продукта к 2028 году с учетом текущей стадии разработок.

Для прогноза на 10 лет мы использовали данные потенциального рынка для основного продукта компании. По данным Grand View Research от 2020 года, рынок терапевтических средств для лечения центральной нервной системы к 2025 году составит до \$128,9 млрд против \$82 млрд в 2020 году и \$71 млрд в 2017 году.

Мы предполагаем, что доля рынка компании может составить до 1,2% в первый год коммерциализации продукта за счет нового подхода лечения болезней путем генной терапии.

В итоге наша модель прогнозирует начало получения доходов в 2028 году с \$1,796 млрд до \$3,336 млрд к 2029 году. Доля рынка вырастет с 1,2% в 2028 году до 2,16% 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 15%, что нам кажется вполне достижимым результатом, учитывая новый подход компании к разработке лекарств.

WACC в 5,5%. При коэффициенте бета 0,96, безрисковой ставке 0,664% и премии за риск инвестирования в акции в 5% затраты на капитал равны 5,5%.

Наша оценка фирмы достигает \$923 млн. Так как компания находится на переходной стадии с доклинических испытаний до 1-й фазы клинической испытаний и есть вероятность неодобрения препаратов, мы используем «вероятность выживания». Поскольку компания находится на переходной стадии, риск неудачи составляет 91%. С каждой последующей фазой риск неудачи будет уменьшаться, а стоимость компании - увеличиваться. По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$923 млн, что на 34% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$690 млн. **Наша целевая цена, таким образом, составила \$26,7 за акцию.**

Иллюстрация 1. Модель выручки от препаратов

Модель выручки от препаратов	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Потенциальный рынок Taysha Gene Therapies, млрд USD	82,0	91,4	100,8	110,1	119,5	128,9	137,0	143,9	149,7	154,5
темп роста, %		11,4%	10,3%	9,3%	8,5%	7,8%	6,3%	5,0%	4,0%	3,2%
Доля рынка Taysha Gene Therapies, %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,20%	2,2%
Выручка от продаж, млн USD	0	0	0	0	0	0	0	0	1796	3336

Иллюстрация 2. Модель оценки Taysha Gene Therapies

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	1796	3336	3 437
темпа роста, %										86%	3,0%
Маржа ЕБИТ, %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	15%	15%	15%
ЕБИТ	0	0	0	0	0	0	0	0	269	500	515
RR, %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	40%	40%	10%
CapEx	-2	-2	0	0	0	0	0	0	108	200	52
FCFF	2	2	0	0	0	0	0	0	162	300	464
PV FCFF	2	1	0	0	0	0	0	0	99	175	
Стоимость в зрелом периоде, млн USD											17 415
PV стоимости в зрелом периоде, млн USD											10 139
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	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Премия за риск инвестирования	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Стоимость собственного капитала	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	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	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,7%
Кумулятивная стоимость капитала	0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x
Оценка капитала, млн USD											
(=) Стоимость в прогножном периоде											278
(+) Стоимость в зрелом периоде											10 139
(x) Коэффициент на дату оценки											0,97x
(=) EV											10 120
(-) Долг (вкл. операционную аренду)											0
(+) Наличность											11
(+) Поступления от IPO											125
(-) Стоимость выпущенных опционов											0
(=) Оценка в сценарии полной коммерциализации основного продукта (TSHA-101), млн USD											10 256
Капитализация по верхней границе IPO, млн USD											690
Вероятность выживания (исходя из текущей фазы)											9%
Стоимость капитала с учетом вероятности выживания, млн USD											923
Целевая цена на акцию, USD											26,7
Максимум диапазона на IPO, USD											20,0
Потенциал роста, %											34%
Предполагаемая оценка исходя из фаз FDA											
	Фаза	I	II	III	IV - одобрение FDA						
Вероятность		15%	30%	60%	90%						
Оценка		1 538	3 077	6 154	9 230						
На акцию		44,6	89,1	178,3	267,4						

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 Taysha Gene Therapies.

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.
