

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

# Buy

## Pliant Therapeutics (PLRX)

 Потенциал роста: **35%**

 Целевая цена: **\$21,5**

 Диапазон размещения: **\$14-\$16**

## РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Биотехнологии

оценка перед IPO

# IPO PLRX: разработка новых методов лечения фиброза



Выручка, 1Q (млн USD)	29
EBIT, 1Q20 (млн USD)	11
Чистая прибыль, 1Q20 (млн USD)	11
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)	468,6
Акции после IPO (млн шт)	31,24
Акции к размещению (млн шт)	6
Объем IPO, (млн USD)	90
Диапазон IPO (USD)	14-16
Дата IPO	2 июня
Целевая цена (USD)	21,5

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

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

**2 июня состоится IPO компании Pliant Therapeutics, которая работает над препаратом для лечения идиопатического легочного фиброза (IPF) и первичного склерозирующего холангита (PSC), который поражает желчные протоки и печень.**

**О компании.** Компания сотрудничает с Novartis, также Novartis является акционером компании и выразила заинтересованность в покупке до \$10 млн акций по цене IPO. Novartis будет возмещать все расходы при разработке программы PLN-1474 (лечение фиброза печени). По состоянию на 31 декабря денежные средства на балансе компании составляют \$113,3 млн, также компания за всю историю привлекла \$207,4 млн (в марте 2020 года компания завершила раунд финансирования на \$100 млн, по данным crunchbase). Крупнейшие акционеры компании до IPO – Third Rock Ventures (32,3%), Eventide Asset Management LLC (9,3%), Redmile Biopharma Investments II (7,8%), Cowen Healthcare Investments (7,7%), BioMedical Research (6,2%).

**Разработки компании.** У компании всего 4 программы разработок: PLN-74809, PLN1474 на стадии клинических разработок и две разработки на стадии доклинических разработок в области онкологии и мышечной дистрофии. PLN-74809 находится на 2-й стадии клинических испытаний. По данным компании, в США фиброзом легких ежегодно заболевают до 140 тысяч человек, а средняя продолжительность жизни составляет от 3 до 5 лет. На 1-й фазе разработка показала довольно неплохие результаты. На текущий момент планируется фаза 2a во 2ПГ2020 года. PLN-1474 находится на 1-й стадии клинических испытаний. Программа разрабатывает новые методы лечения фиброза печени совместно с Novartis. Данное заболевание поражает приблизительно до 16,5 млн взрослых в США. Также компания ожидает результаты 1-й фазы в конце 2020 года.

**Потенциальный адресный рынок в \$5 млрд.** По данным grandviewresearch.com, рынок лечения легочного фиброза в 2018 году составлял \$2 млрд. В период с 2019-2026 гг. среднегодовые темпы роста составят 12,7%, а к 2026 году рынок может вырасти до \$5,2 млрд. Старение считается самым высоким фактором риска развития фиброза, также, согласно данным ООН, ожидается рост количества людей в возрасте 60 лет и старше с 901 млн в 2015 году до 1,4 млрд к 2030 году.

**Апсайд в 35% с учетом вероятности коммерциализации.** По нашему мнению, с учетом всех рисков, стоимость компании составляет \$673 млн, что на 35% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$500 млн. Наша целевая цена, таким образом, составила \$21,5 за акцию.

## Pliant Therapeutics: финансовая отчетность

Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	3M20	Балансовый отчет, млн USD	2018	2019	3M20
<b>Выручка связанных сторон</b>	<b>0,0</b>	<b>57,1</b>	<b>28,9</b>	Наличность	60,9	85,8	113,4
Себестоимость	0,0	0,0	0,0	Краткосрочные инвестиции	0,0	17,0	28,1
<b>Валовая прибыль</b>	<b>0,0</b>	<b>57,1</b>	<b>28,9</b>	Дебиторская задолженность	0,0	7,1	31,8
R&D	24,4	47,4	13,9	Налог	0,5	0,3	0,3
G&A	6,5	10,9	4,0	Прочие активы	0,3	1,7	2,6
<b>ЕБИТ</b>	<b>(30,9)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>11,0</b>	<b>Текущие активы</b>	<b>61,7</b>	<b>111,9</b>	<b>176,1</b>
<b>ЕБИТДА</b>	<b>(30,2)</b>	<b>(0,1)</b>	<b>11,3</b>	ОС	4,3	4,1	4,2
Процентный доход	0,7	0,8	0,2	Прочие активы	0,5	3,1	3,8
Прочие расходы	(0,0)	(0,2)	(0,2)	<b>Долгосрочные активы</b>	<b>4,8</b>	<b>7,2</b>	<b>8,0</b>
<b>Доналоговая прибыль</b>	<b>(30,3)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>11,0</b>	<b>Активы</b>	<b>66,5</b>	<b>119,1</b>	<b>184,1</b>
<b>Чистая прибыль</b>	<b>(30,3)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>11,0</b>	Кредиторская задолженность	2,6	1,3	2,5
				Прочие обязательства	2,5	6,9	7,0
<b>Рост и маржа (%)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>3M20</b>	<b>Текущие обязательства</b>	<b>5,1</b>	<b>8,2</b>	<b>9,6</b>
Темпы роста выручки	-	-	-	Прочие обязательства	0,8	0,9	0,9
Темпы роста EBITDA	-	-	-	<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
Темпы роста EBIT	-	-	-	Конвертируемые прив-ые акции	132,1	186,3	238,3
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	<b>Капитал</b>	<b>(71,5)</b>	<b>(76,3)</b>	<b>(64,8)</b>
Темпы роста инвестированного капитал	-	-	-	<b>Обязательства и собственный капитал</b>	<b>66,5</b>	<b>119,1</b>	<b>184,1</b>
Валовая маржа	-	-	-				
ЕБИТДА маржа	-	-	-	<b>Поэлементный анализ ROIC</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>3M20</b>
ЕБИТ маржа	-	-	-	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
NOPLAT маржа	-	-	-	ИСТО, х	-	-	-
Маржа чистой прибыли	-	-	-	АИСТО, х	-	-	-
				ROIC, %	-	-	-
<b>Cash Flow, млн USD</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>3M20</b>	Себестоимость/выручка, %	-	-	-
<b>CFO</b>	<b>(28,3)</b>	<b>(2,8)</b>	<b>(12,8)</b>	Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
D&A	0,7	1,1	0,3	WСТО, х	-	-	-
<b>CFI</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(17,9)</b>	<b>(11,4)</b>	FАТО, х	-	-	-
<b>CFF</b>	<b>87,3</b>	<b>45,5</b>	<b>51,7</b>				
<b>Денежный поток</b>	<b>56,7</b>	<b>24,9</b>	<b>27,6</b>	<b>Ликвидность и структура капитала</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>3M20</b>
Наличность на начало года	4,3	60,9	85,8	ЕБИТ/процентные платежи, х	-	-	-
Наличность на конец года	60,9	85,8	113,4	Текущая ликвидность, х	-	-	-
				Долг/общая капитализация, %	-	-	-
<b>Справочные данные</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>3M20</b>	Долг/активы, %	-	-	-
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	Долг/собственные средства, х	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	Долг/IC, %	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	Собственные средства/активы, %	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	Активы/собственный капитал, х	-	-	-
EV, USD	-	-	-				
Капитальные инвестиции, USD	-	-	-	<b>Мультипликаторы</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>3M20</b>
Рабочий капитал, USD	-	-	-	P/B, х	-	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	-	P/E, х	-	-	-
BV, USD	-	-	-	P/S, х	-	-	-
Инвестированный капитал	-	-	-	EV/ЕБИТДА, х	-	-	-
EPS, USD на акцию	-	-	-	EV/S, х	-	-	-

## Pliant Therapeutics: ключевые факты

**Pliant Therapeutics** – компания, разрабатывающая новые методы лечения фиброза. На текущий момент есть продукт, находящийся на 2-й стадии. Pliant работает над препаратом PLN-74809, который нацелен на идиопатический легочный фиброз (IPF) и первичный склерозирующий холангит (PSC), который поражает желчные протоки и печень.

Компания сотрудничает с Novartis, также Novartis является акционером компании и выразила заинтересованность в покупке до \$10 млн акций по цене IPO. Novartis будет возмещать все расходы при разработке программы PLN-1474 (лечения фиброза печени).

По состоянию на 31 декабря денежные средства на балансе компании составляют \$113,3 млн, также компания за всю историю привлекла \$207,4 млн (в марте 2020 года компания завершила раунд финансирования на \$100 млн, по данным crunchbase). Крупнейшие акционеры компании до IPO – Third Rock Ventures (32,3%), Eventide Asset Management LLC (9,3%), Redmile Biopharma Investments II (7,8%), Cowen Healthcare Investments (7,7%), BioMedical Research (6,2%).

**Разработки компании.** У компании всего 4 программы разработок: PLN-74809, PLN1474 на стадии клинических разработок и две разработки на стадии доклинических разработок в области онкологии и мышечной дистрофии.

**Иллюстрация 1. Стадии разработок и список программ Pliant**

Program	Indication	Discovery	IND enabling	Clinical			Anticipated Milestone	Global Rights
				Phase I	Phase II	Phase III		
PLN-74809 Dual selective inhibitor of $\alpha_1/\alpha_2/\beta_1$	Idiopathic Pulmonary Fibrosis	[Progress bar]					Phase 2a Data	PLIANT
	Primary Sclerosing Cholangitis	[Progress bar]					Phase 2a Initiation	PLIANT
PLN-1474 Selective inhibitor of $\alpha_2/\beta_1$	NASH-Associated Liver Fibrosis	[Progress bar]					Phase 1 Data	NOVARTIS
Program 3 inhibitor of $\alpha_2/\beta_1$	Oncology	[Progress bar]					IND	PLIANT
Program 4 Anti-integrin mAb	Muscular Dystrophies	[Progress bar]					Candidate Selection	PLIANT

Источник: на основе данных компании

**PLN-74809** находится на 2-й стадии клинических испытаний. По данным компании, в США фиброзом легких ежегодно заболевают до 140 тысяч человек, а средняя продолжительность жизни составляет от 3 до 5 лет. На 1-й фазе разработка показала довольно неплохие результаты. На текущий момент планируется фаза 2a во 2ПГ2020 года.

**PLN-1474** находится на 1-й стадии клинических испытаний. Программа разрабатывает новые методы лечения фиброза печени совместно с Novartis. Данное заболевание поражает приблизительно до 16,5 млн взрослых в США. Также компания ожидает результаты 1-й фазы в конце 2020 года.

## Модель с учетом вероятности в 30% дает оценку в \$671 млн

**Предположение по выручке: начало продаж с 2025 года.** Мы предполагаем, что компания начнет продажи своего продукта к 2025 году с учетом текущей стадии PLN-74809 (находится на 2-й стадии, во 2-й половине 2020 года планируется фазы 2a).

Для прогноза на 10 лет мы использовали данные grandviewresearch.com по рынку, в которых описывается, что рынок лечения легочного фиброза составлял \$2 млрд в 2018 году. В период с 2019-2026 гг. среднегодовые темпы роста составят 12,7%.

Старение считается самым высоким фактором риска развития фиброза, также, согласно данным ООН, ожидается рост количества людей в возрасте 60 лет и старше с 901 млн в 2015 году до 1,4 млрд к 2030 году.

Несмотря на довольно конкурентный рынок в лице Biogen, AbbVie, Gilead Sciences, FibroGen, Galapagos NV, Bristol Myers Squibb и Novartis AG, Pliant Therapeutics имеет новый уникальный подход, который может помочь компании занять довольно сильные рыночные позиции. С учетом конкуренции, мы предполагаем, что в 1-й год коммерциализации продуктов компания может охватить до 2% потенциального рынка, а к 2029 году – 16%.

В итоге наша модель прогнозирует начало получения доходов в 2025 году с \$92 млн до \$1,192 млрд к 2029 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 12%, что нам кажется вполне достижимым результатом, учитывая новый подход компании к разработке лекарств.

**WACC в 6,7%.** При коэффициенте бета 0,7, безрисковой ставке 0,68%, и премии за риск инвестирования в акции 6,52% затраты на капитал равны 6,03%.

**Наша оценка фирмы достигает \$673 млн.** Так как компания находится между 1 и 2 стадиями разработок и есть вероятность неодобрения препаратов, мы используем «вероятность выживания». Поскольку у компании одна программа находится на 2-й стадии, риск неудачи составляет 70%. С каждой последующей фазой риск неудачи будет уменьшаться, а стоимость компании – увеличиваться. По нашему мнению, с учетом всех рисков, стоимость компании составляет \$673 млн, что на 35% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$500 млн. **Наша целевая цена, таким образом, составила \$21,5 за акцию.**

Иллюстрация 1. Модель выручки от препаратов

Модель выручки от препаратов	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Потенциальный рынок лечения фиброза легких, млрд USD	2,54	2,86	3,23	3,64	4,10	4,62	5,21	5,87	6,61	7,45
темп роста, %		12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
Доля рынка Pliant Therapeutics, %	0%	0%	0%	0%	0%	1%	4%	7%	12%	16%
Выручка от продаж, млн USD	0	0	0	0	0	46	208	411	793	1192

**Иллюстрация 2. Модель оценки Pliant Therapeutics**

Модель прогнозного периода	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
Выручка, млн USD	0	0	0	0	0	46	208	411	793	1192	1 228
темп роста, %								97%	93%	50%	3,0%
Маржа ЕБИТ, %	0%	0%	0%	0%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	12%
ЕБИТ	0	0	0	0	0	3	12	25	48	72	153
RR, %	0%	0%	0%	0%	0%	50%	44%	37%	31%	25%	10%
CapEx	2	18	0	0	0	1	5	9	15	18	15
FCFF	-2	-18	0	0	0	1	7	16	33	54	138
PV FCFF	-2	-16	0	0	0	1	5	10	20	30	
Стоимость в зрелом периоде, млн USD											3 718
PV стоимости в зрелом периоде, млн USD											2 107
ROIC в зрелом периоде, %											6,7%
<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	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Бета послерыноговая	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0
Премия за риск инвестирования	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Стоимость собственного капитала	5,0%	5,2%	5,4%	5,6%	5,7%	5,9%	6,1%	6,3%	6,5%	6,7%	
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	5,0%	5,2%	5,4%	5,6%	5,7%	5,9%	6,1%	6,3%	6,5%	6,7%	
Кумулятивная стоимость капитала	1,0x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	
<b>Оценка капитала, млн USD</b>											
(=) Стоимость в прогножном периоде											48
(+) Стоимость в зрелом периоде											2 107
(x) Коэффициент на дату оценки											0,97x
<b>(=) EV</b>											<b>2 094</b>
(-) Долг (вкл. операционную аренду)											9
(+) Наличность											85,8
(+) Поступления от IPO											90
(-) Стоимость выпущенных опционов											18
<b>(=) Оценка в сценарии полной коммерциализации 2 основных лекарств (PLN74809 и PLN-1474), млн USD</b>											<b>2 244</b>
Капитализация по верхней границе IPO, млн USD											500
<b>Вероятность выживания (исходя из текущей фазы 2)</b>											<b>30%</b>
Стоимость капитала с учетом вероятности выживания, млн USD											673
<b>Целевая цена на акцию, USD</b>											<b>21,5</b>
Максимум диапазона на IPO, USD											16,0
Потенциал роста, %											35%
<b>Предполагаемая оценка исходя из фаз FDA</b>											
Фаза	I	II	III	IV - одобрение FDA							
Вероятность	15%	30%	60%	90%							
Оценка	337	673	1 346	2 019							
На акцию	10,8	21,5	43,1	64,6							

## 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 Pliant Therapeutics.

**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. 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.

---