

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**ADC Therapeutics (ADCT)**Потенциал роста: **56%**Целевая цена: **\$28**Диапазон размещения: **\$16-\$18****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

Швейцария | Биотехнологии

оценка перед IPO

IPO ADCT: возможный выход продукта в 2021 году

Выручка, 2019 (млн USD)	2
EBIT, 2019 (млн USD)	-119
Чистая прибыль, 2019 (млн USD)	-116
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)	1 086
Акции после IPO (млн шт)	63,9
Акции к размещению (млн шт)	7,4
Объем IPO, (млн USD)	125
Диапазон IPO (USD)	16-18
Дата IPO	14 мая
Целевая цена (USD)	28

Динамика акций | биржа/тикер **NYSE/ADCT**

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

14 мая состоится IPO компании ADC Therapeutics, которая разрабатывает новые способы для лечения гемобластоза (опухолевые заболевания кроветворной и лимфоидной тканей). Компания планирует привлечь \$125 млн для дальнейшего финансирования своих разработок.

О компании. Компания была основана в 2011 году, после того как AstraZeneca приобрела Spirogen за \$200 млн. ADC Therapeutics отмечает свою сильную команду, которая имеет большой опыт работы в крупных компаниях: Ariad Pharmaceuticals, AstraZeneca plc, Bristol-Myers Squibb Company, Celgene Corporation, Daiichi Sankyo Company, Genentech, Genmab, ImmunoGen. По состоянию на 31 декабря компания заявила, что привлекла \$558,6 млн, ДС на балансе составляет \$115,55 млн. Крупнейшие акционеры компании – Auven Therapeutics GP Ltd (41%), AstraZeneca UK Limited (6,7%), HPWH TH AG (10,6%) и Redmile Alpha LLC (5,7%).

Продукт компании. У компании всего 2 программы разработок: лечение гемобластоза (опухолевые заболевания кроветворной и лимфатической ткани) и солидных опухолей (опухоль, развившаяся не из клеток кроветворной системы). Компания имеет патент на все свои продукты, кроме Cami (ADCT-301), так как сотрудничает с Genmab A/S.

Об IPO. Ранее в 2019 году компания планировала выход на рынок с объемом в \$200 млн при оценке \$1,8 млрд, тем не менее она отложила свое IPO из-за нестабильности на рынке. Сейчас ADC Therapeutics выходит на рынок, когда ведущий препарат прошел основную проверку и готовится к возможной коммерциализации к 2021 году. Также компания выходит со значительным дисконтом в \$1,086 млрд против предыдущей оценки в \$1,8 млрд. К тому же текущие акционеры Deerfield Partners, Redmile Group и AstraZeneca заявили, что намерены приобрести до \$100 млн (80% от всего размещения), что является хорошим сигналом.

Потенциальный рынок свыше \$30 млрд. По данным Grand View Research за 2017 год, рынок лечения рака крови в 2016 году составил \$35,6 млрд. Средний рост рынка за промежуток с 2018 по 2025 годы составит 10,48%.

Апсайд в 56% с учетом вероятности коммерциализации. По нашему мнению, с учетом всех рисков, стоимость компании составляет \$1,793 млрд, что на 56% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$1,151 млрд. Наша целевая цена, таким образом, составила \$28 за акцию.

ADC Therapeutics: финансовая отчетность

Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	Балансовый отчет, млн USD	2018	2019
Выручка	1	2	Наличность	139	116
Себестоимость	0	0	Дебиторская задолженность	0	0
Валовая прибыль	1	2	Прочие активы	3	7
R&D	118	108	Текущие активы	142	123
G&A	9	14	ОС	2	1
ЕБИТ	(126)	(119)	Активы в аренду	0	5
ЕБИТДА	(125)	(118)	НМА	7	8
Прочие доходы	0	2	Прочие активы	0	0
Финансовый доход	3	2	Долгосрочные активы	8	15
Финансовый расход	0	(0)	Активы	151	138
Валютная разница	0	(0)	Кредиторская задолженность	7	3
Доналоговая прибыль	(123)	(116)	Прочие обязательства	14	15
Чистая прибыль	(123)	(116)	Договорное обязательство	2	0
			Лизинговые обязательства	0	1
			Налог	0	0
			Текущие обязательства	22	20
Рост и маржа (%)	2018	2019	Договорное обязательство	1	0
Темпы роста выручки	-	-	Лизинговые обязательства	0	4
Темпы роста ЕБИТДА	-	-	Фиксированные пенсионные выплаты	1	3
Темпы роста ЕБИТ	-	-	Долгосрочные обязательства	2	7
Темпы роста NOPLAT	-	-	Конвертируемые прив-ые акции	0	0
Темпы роста инвестированного капитал	-	-	Капитал	126	111
Валовая маржа	-	-	Обязательства и собственный капитал	151	138
ЕБИТДА маржа	-	-			
ЕБИТ маржа	-	-			
NOPLAT маржа	-	-	Поэлементный анализ ROIC	2018	2019
Маржа чистой прибыли	-	-	Маржа NOPLAT, %	-	-
			ICTO, x	-	-
			AICTO, x	-	-
Cash Flow, млн USD	2018	2019	ROIC, %	-	-
CFO	(121)	(122)	Себестоимость/выручка, %	-	-
D&A	1	2	Операционные издержки/выручка, %	-	-
			WCTO, x	-	-
CFI	(3)	(2)	FATO, x	-	-
CFF	(0)	101	Ликвидность и структура капитала	2018	2019
			ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-
Денежный поток	(124)	(23)	Текущая ликвидность, x	-	-
Наличность на начало года	263	139	Долг/общая капитализация, %	-	-
Наличность на конец года	139	116	Долг/активы, %	-	-
			Долг/собственные средства, x	-	-
			Долг/IC, %	-	-
Справочные данные	2018	2019	Собственные средства/активы, %	-	-
Акции в обращении, млн штук	-	-	Активы/собственный капитал, x	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-			
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	Мультипликаторы	2018	2019
Рыночная капитализация, USD	-	-	P/B, x	-	-
EV, USD	-	-	P/E, x	-	-
Капитальные инвестиции, USD	-	-	P/S, x	-	-
Рабочий капитал, USD	-	-	EV/ЕБИТДА, x	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	EV/S, x	-	-
BV, USD	-	-			
Инвестированный капитал	-	-			
EPS, USD на акцию	-	-			

ADC Therapeutics: ключевые факты

ADC Therapeutics разрабатывает новые способы для лечения гемобластоза (опухолевые заболевания кроветворной и лимфоидной тканей). Компания была основана в 2011 году, после того как AstraZeneca приобрела Spirogen за \$200 млн. ADC Therapeutics отмечает свою сильную команду, которая имеет большой опыт работы в крупных компаниях: Ariad Pharmaceuticals, AstraZeneca plc, Bristol-Myers Squibb Company, Celgene Corporation, Daiichi Sankyo Company, Genentech, Genmab, ImmunoGen.

По состоянию на 31 декабря компания заявила, что привлекла \$558,6 млн, ДС на балансе составляет \$115,55 млн. Крупнейшие акционеры компании – Auven Therapeutics GP Ltd (41%), AstraZeneca UK Limited (6,7%), HPWH TH AG (10,6%) и Redmile Alpha LLC (5,7%).

Разработки компании. У компании всего 2 программы разработок: лечение гемобластоза (опухолевые заболевания кроветворной и лимфатической ткани) и солидных опухолей (опухоль, развившаяся не из клеток кроветворной системы). Компания имеет патент на все свои продукты, кроме Cami (ADCT-301), так как сотрудничает с Genmab A/S.

Иллюстрация 1. Программы разработок компании

	Preclinical	Phase 1a	Phase 1b	Phase 2	Phase 3 / Confirmatory*	Upcoming Milestones	Rights
Hematology Franchise	Loncastuximab Tesirine (ADCT-402, Lonca) Targeting CD19				Pivotal	BLA submission and confirmatory trial for DLBCL in H2 2020	ADC
	Diffuse Large B-Cell Lymphoma					Commence Pivotal Phase 2 for FL in Q4 2020	
	Follicular Lymphoma						
	Diffuse Large B-Cell Lymphoma and Mantle Cell Lymphoma, in combination with bendamustine						
Hematology Franchise	Camidanlumab Tesirine (ADCT-301, Cami) Targeting CD25				Pivotal	Top-line Pivotal Phase 2 HL data in H1 2021	ADC Genmab**
	Hodgkin Lymphoma						
	Non-Hodgkin Lymphoma						
Solid Tumor Franchise	ADCT-602 Targeting CD22					Phase 1 data	ADC
	Acute Lymphoblastic Leukemia						
	Camidanlumab Tesirine (ADCT-301, Cami) Targeting CD25					Phase 1 data	ADC Genmab**
	Various Solid Tumors						
	ADCT-601 Targeting AXL					Phase 1 data	ADC
Solid Tumor Franchise	ADCT-901 Targeting KAAG1					IND submission	ADC
	Various Solid Tumors						
	ADCT-701 Targeting DLK1					Collaboration / IND submission	ADC
Various Solid Tumors							

Источник: на основе данных компании

Программа разработок лечения гемобластоза включает в себя 3 разработки: ADCT-402 (Lonca), ADCT-301 (Cami) и ADCT-602.

- ADCT-402 (Lonca) предназначен для лечения неходжкинской лимфомы (заболевание, при котором в лимфатической системе образуются раковые клетки, кроме «лимфомы Ходжкина»). Клинические испытания фазы 2 компания намерена представить во 2-м квартале 2020 года. Также компания может получить ускоренное одобрение на продукт Lonca, что может позволить начать коммерческий запуск в 2021 году.
- ADCT-301 (Cami) предназначен для лечения солидных опухолей, болезни Ходжкина и неходжкинской лимфомы. Результаты исследования 2-й фазы ожидаются в 1-й половине 2021 года.
- ADCT-602 предназначен для лечения гемобластоза, нацелен на CD22 (мембранный белок-рецептор В-лимфоцитов, который у человека кодируется геном CD22). Компания заключила сотрудничество с онкологическим центром MD

Anderson, с которым совместно проведет клиническую фазу ½.

Программа лечения солидной опухоли включает в себя 4 программы разработок: ADCT-301 (Cami), ADCT-601, ADCT-901, ADCT-701.

- ADCT-301 (Cami) предназначен для лечения рака толстой кишки, яичников, легких и поджелудочной железы. Компания ожидает промежуточные данные 1-й фазы во 2-й половине 2020 года.
- ADCT-601 предназначен для лечения рака, который вызывается высоким уровнем белка AXL.
- ADCT-901 предназначен для лечения рака яичников и предстательной железы. Компания планирует окончание доклинических испытаний в 1-м квартале 2021 года.

Об IPO компании. Ранее в 2019 году компания планировала выход на рынок с объемом в \$200 млн при оценке \$1,8 млрд, тем не менее она отложила свое IPO из-за нестабильности на рынке.

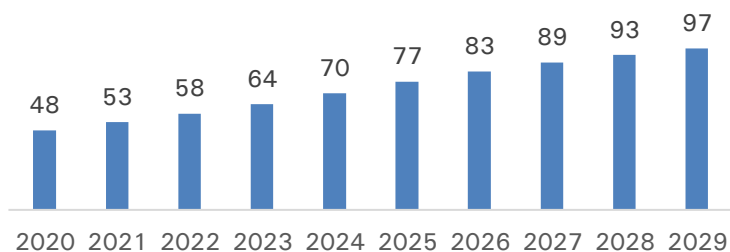
Сейчас ADC Therapeutics выходит на рынок, когда ведущий препарат прошел основную проверку и готовится к возможной коммерциализации к 2021 году. Также компания выходит со значительным дисконтом в \$1,086 млрд против предыдущей оценки в \$1,8 млрд.

К тому же текущие акционеры Deerfield Partners, Redmile Group и AstraZeneca заявили, что намерены приобрести до \$100 млн (80% от всего размещения), что является хорошим сигналом.

Потенциальный рынок свыше \$35,6 млрд. По данным Grand View Research за 2017 год, рынок лечения рака крови в 2016 году составил \$35,6 млрд.

Во всем мире злокачественные новообразования крови являются 5-м по распространенности раком и 2-й по значимости причиной смерти от рака. Три наиболее распространенных типа рака крови - лейкомия, лимфома и множественная миелома. Во всем мире более 300 тысяч человек имеют диагноз «лейкемия», а 400 тысяч человек получают диагноз «лимфома» каждый год.

График 1. Потенциальный рынок лечения рака, млрд USD



Источник: на основе данных ResearchAndMarkets

Модель с учетом вероятности в 60% дает оценку в \$1,793 млрд

Предположение по выручке: начало продаж с 2021 года. Для прогноза дат начала получения выручки мы использовали данные компании. Клинические испытания ADCT-402 компания намерена представить во 2-м квартале 2020 года, также компания может получить ускоренное одобрение на продукт Lonpa, что может позволить начать коммерческий запуск в 2021 году. Возможный запуск коммерциализации продукта ADCT-301 мы ожидаем к 2022 году с учетом текущей фазы 2 и сотрудничества с Genmab.

Для прогноза на 10 лет мы использовали данные прогноза Grand View Research по рынку лечения рака крови, который в 2016 году составил \$35,6 млрд. Средний рост рынка за промежуток с 2018 по 2025 годы составит 10,48%.

Мы предполагаем, что в 1-й год коммерциализации продуктов ADC Therapeutics может охватить до 0,0,5% потенциального рынка, а к 2029 году – 1,8%.

В итоге наша модель прогнозирует начало получения доходов в 2021 году с \$26 млн до \$1,750 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 5,4%. При коэффициенте бета 0,7, безрисковой ставке 0,72%, и премии за риск инвестирования в акции 6,52% затраты на капитал равны 5,4%.

Наша оценка фирмы достигает \$1,793 млрд. Так как компания находится на стадии разработок и есть вероятность неодобрения препаратов, мы используем «вероятность выживания». Поскольку у компании 1 продукт может получить коммерциализацию в 2021 году, риск неудачи составляет 40% (так как FDA может не дать ускоренное одобрение для ADCT-402). С каждой последующей фазой риск неудачи будет уменьшаться, а стоимость компании - увеличиваться. По нашему мнению, с учетом всех рисков, стоимость компании составляет \$1,793 млрд, что на 56% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$1,151 млрд. **Наша целевая цена, таким образом, составила \$28 за акцию.**

Иллюстрация 1. Модель выручки от препаратов

Модель выручки от препаратов	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Рынок лечения рака крови, млрд USD	48	53	58	64	70	77	83	89	93	97
темп роста, %		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	8,0%	6,4%	5,1%	4,1%
Доля рынка ADC Therapeutics America SA, %	0,0%	0,1%	0,3%	0,5%	0,7%	0,9%	1,1%	1,4%	1,6%	1,8%
Выручка от продаж, млн USD	0	26	156	311	496	715	955	1210	1477	1750

Иллюстрация 2. Модель оценки ADC Therapeutics

Модель прогнозного периода	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
Выручка, млн USD	0	26	156	311	496	715	955	1210	1477	1750	1 802
темп роста, %								27%	22%	18%	3,0%
Маржа ЕБИТ, %	0%	1%	2%	4%	5%	7%	8%	10%	11%	12%	12%
ЕБИТ	0	0	4	12	26	48	78	116	163	219	225
RR, %	0%	0%	0%	0%	0%	50%	44%	37%	31%	25%	10%
CapEx	3	2	0	0	0	24	34	43	51	55	23
FCFF	-3	-2	4	12	26	24	44	73	113	164	203
PV FCFF	-2	-2	3	10	20	17	29	46	65	89	
Стоимость в зрелом периоде, млн USD											4 776
PV стоимости в зрелом периоде, млн USD											2 586
ROIC в зрелом периоде, %											7,2%
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	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0
Премия за риск инвестирования	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Стоимость собственного капитала	5,4%	5,6%	5,8%	6,0%	6,2%	6,4%	6,6%	6,8%	7,0%	7,2%	
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	5,4%	5,6%	5,8%	6,0%	6,2%	6,4%	6,6%	6,8%	7,0%	7,2%	
Кумулятивная стоимость капитала	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	
Оценка капитала, млн USD											
(=) Стоимость в прогножном периоде	274										
(+) Стоимость в зрелом периоде	2 586										
(x) Коэффициент на дату оценки	0,97x										
(=) EV	2 765										
(-) Долг (вкл. операционную аренду)	0										
(+) Наличность	115,6										
(+) Поступления от IPO	125										
(-) Стоимость выпущенных опционов	17										
(=) Оценка в сценарии полной коммерциализации 2 основных лекарств (ADCT-402 и ADCT 301), млн USD	2 989										
Капитализация по верхней границе IPO, млн USD	1 151										
Вероятность выживания (исходя из текущей фазы 1)	60%										
Стоимость капитала с учетом вероятности выживания, млн USD	1 793										
Целевая цена на акцию, USD	28,0										
Максимум диапазона на IPO, USD	18,0										
Потенциал роста, %	56%										
Предполагаемая оценка исходя из фаз FDA											
Фаза	I	II	III	IV - одобрение FDA							
Вероятность	15%	30%	60%	90%							
Оценка	448	897	1 793	2 690							
На акцию	7,0	14,0	28,0	42,1							

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 ADC 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.
