

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Passage BIO (PASG)

 Потенциал роста: **46%**

 Целевая цена: **\$26**

 Диапазон размещения: **\$16-\$18**

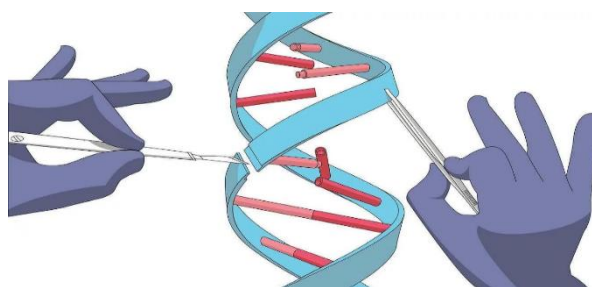
РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Биотехнологии

оценка перед IPO

PASG: лечение ЦНС с помощью генной терапии



Выручка, 2019 (млн USD)	0
EBIT, 2019 (млн USD)	-37
Чистая прибыль, 2019 (млн USD)	-46
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)	670
Акции после IPO (млн шт)	39,4
Акции к размещению (млн шт)	7,4
Объем IPO, (млн USD)	125,8
Диапазон IPO (USD)	16-18
Дата IPO	27 февраля
Целевая цена (USD)	26,2

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

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	-	-	-
vs S&P 500	-	-	-

27 февраля состоится IPO компании Passage BIO, специализирующейся на производстве генетических лекарств для лечения редких моногенных (мутации в одном гене) заболеваний центральной нервной системы. Объем размещения составляет \$125,8 млн.

О компании. В текущем году Passage планирует начать свое первое клиническое испытание, а затем еще два в 2021 году. Продукт PBGM01 от Passage предназначен для пациентов с детским ганглиозидозом, наиболее тяжелым типом состояния, которое вызывает прогрессирующее разрушение нейронов в головном и спинном мозге. Компания намерена запросить у FDA разрешение на проведение испытаний на людях в первой половине 2020 года, после чего во второй половине года начнется испытание фазы 1/2. В разработках компания сотрудничает с Университетом Пенсильвании. По состоянию на 31 декабря компания заявила, что привлекла \$225,5 млн, ДС на балансе составляет \$158,9 млн.

Потенциальный рынок в \$128,9 млрд. По данным Grand View Research, ожидается, что к 2025 году мировой терапевтический рынок лечения центральной нервной системы достигнет \$128,9 млрд. Лечение психического здоровья заняло наибольшую долю этого рынка в 2016 году, и прогнозируется, что оно сохранит свое доминирующее положение благодаря росту количества разработок для лечения психических заболеваний, таких как расстройство личности и переживание. Высокий спрос на эффективное лечение и большое количество лекарств на более поздних этапах клинических испытаний являются факторами, которые, как ожидается, будут способствовать росту рынка.

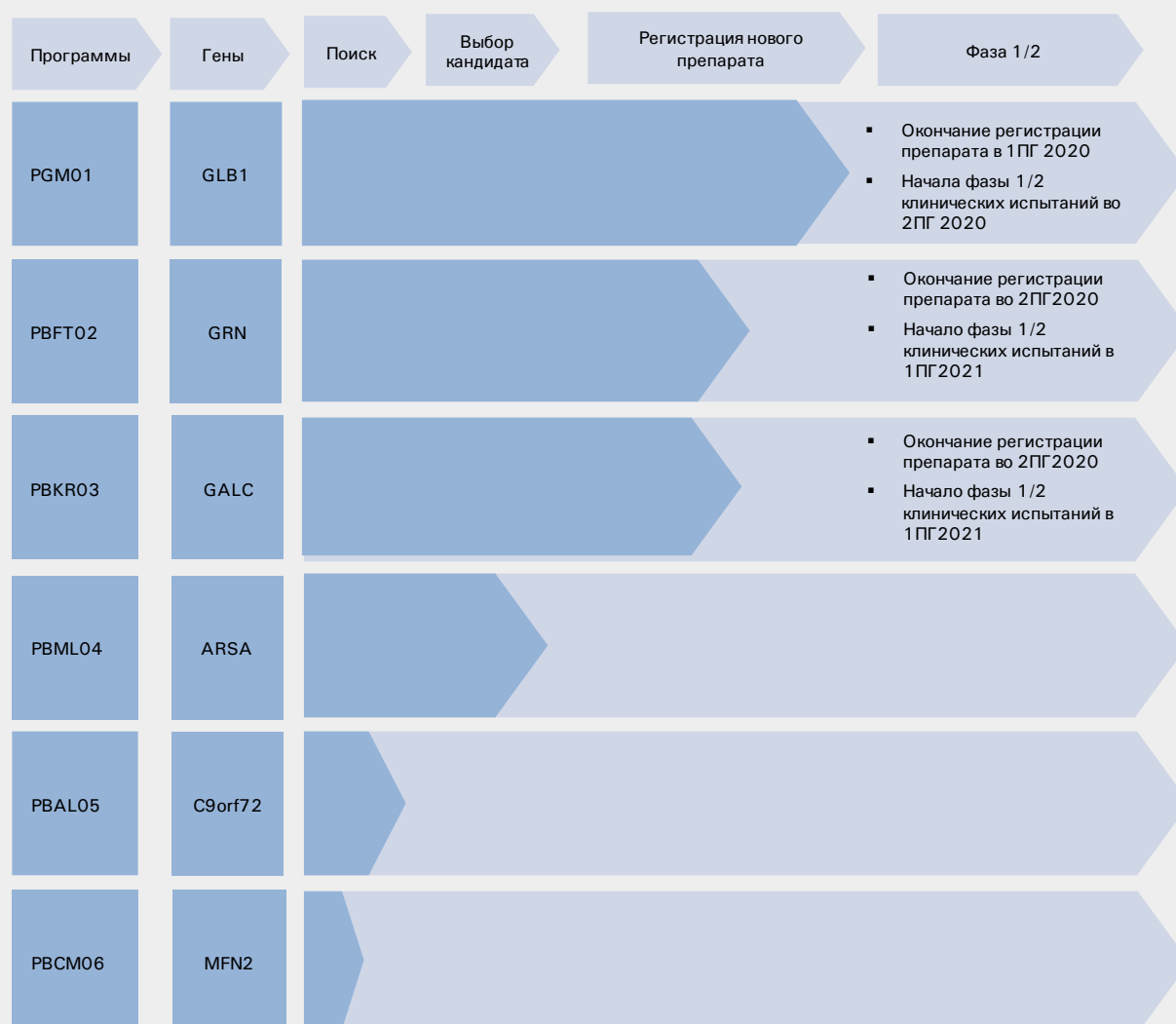
Апсайд 46% с учетом вероятности коммерциализации. Наша модель включает в себя «вероятность выживания» в 15% на 1 фазе, при которой проецируется целевая цена в \$26,2 при оценке в \$1,034 млрд, что на 46% выше верхней границы диапазона.

Passage BIO: финансовая отчетность

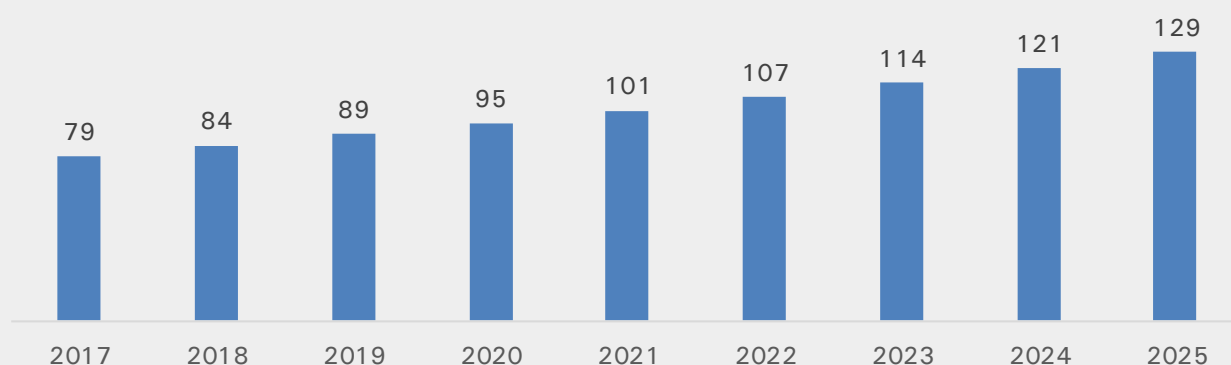
Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	Балансовый отчет, млн USD	2018	2019
Выручка	0	0	Наличность	25	159
Себестоимость	0	0	Предоплаченные расходы	0	0
Валовая прибыль	0	0	Предоплаченный R&D	8	7
R&D	9	30	Текущие активы	33	166
R&D приобретенный	3	1	ОС	0	1
G&A	1	7	Прочие активы	0	12
EBIT	(13)	(37)	Долгосрочные активы	0	13
EBITDA	(13)	(37)	Активы	33	179
Изменение справедливой стоимости	1	(9)	Кредиторская задолженность	0	1
Прочие доход/расходы	0	1	Начисленные расходы и прочие текущие	0	3
Доналоговая прибыль	(13)	(46)	Текущие обязательства	0	4
Чистая прибыль	(13)	(46)	Обязательства по будущему траншу	2	0
			Аренда	0	1
			Другие обязательства	0	0
			Долгосрочные обязательства	2	1
			Конвертируемые прив-ые акции	43	231
			Капитал	(12)	(56)
			Обязательства и собственный капитал	33	179
			Поэлементный анализ ROIC	2018	2019
			Маржа NOPLAT, %	-	-
			ICTO, x	-	-
			AICTO, x	-	-
			ROIC, %	-	-
			Себестоимость/выручка, %	-	-
			Операционные издержки/выручка, %	-	-
			WCFO, x	-	-
			FATO, x	-	-
			Ликвидность и структура капитала	2018	2019
			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	-	-
			Мультипликаторы	2018	2019
			P/B, x	-	-
			P/E, x	-	-
			P/S, x	-	-
			EV/EBITDA, x	-	-
			EV/S, x	-	-
Рост и маржа (%)	2018	2019			
Темпы роста выручки	-	-			
Темпы роста EBITDA	-	-			
Темпы роста EBIT	-	-			
Темпы роста NOPLAT	-	-			
Темпы роста инвестированного капитал	-	-			
Валовая маржа	-	-			
EBITDA маржа	-	-			
EBIT маржа	-	-			
NOPLAT маржа	-	-			
Маржа чистой прибыли	-	-			
Cash Flow, млн USD	2018	2019			
CFO	(19)	(40)			
D&A	0	0			
CFI	(3)	(2)			
CFF	46	176			
Денежный поток	25	134			
Наличность на начало года	0	25			
Наличность на конец года	25	159			
Справочные данные	2018	2019			
Акции в обращении, млн штук	-	-			
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	-	-			

Passage BIO: ключевые цифры

Текущие стадии разработки препаратов Passage BIO



Потенциальный рынок лечения центральной нервной системы



Passage BIO: ключевые факты

Passage BIO специализируется на производстве генетических лекарств для лечения редких моногенных (мутации в одном гене) заболеваний центральной нервной системы. Первым препаратом по генной терапии, получившим одобрение от FDA в 2018 году для коммерческого использования, был продукт Luxturna для лечения потери зрения. После этого разработчик был приобретен за \$4,3 млрд.

В текущем году Passage планирует начать свое первое клиническое испытание, а затем еще два в 2021 году. Продукт PBGM01 от Passage предназначен для пациентов с детским ганглиозидозом, наиболее тяжелым типом состояния, которое вызывает прогрессирующее разрушение нейронов в головном и спинном мозге. Компания намерена запросить у FDA разрешение на проведение испытаний на людях в первой половине 2020 года, после чего во второй половине года начнется испытание фазы 1/2. В разработках компания сотрудничает с Университетом Пенсильвании.

По состоянию на 31 декабря компания заявила, что привлекла \$225,5 млн, ДС на балансе составляет \$158,9 млн. Крупнейшие акционеры компании – OrbiMed (19,6%), Versant Ventures (14,8%) и Frazier Life Sciences (13,9%).

Разработки компании. На текущий момент у компании 6 программ, 3 находятся на стадии отбора кандидатов.

PBGM01 для лечения GM1 - запатентованный капсид (внешняя оболочка вируса, состоящая из белков) AAVhu68, который доставляется в мозг и периферические ткани функционального гена GLB1 (бета-галактозидаза) для GM1 (нарушение метаболизма и накопление субстратов в нервных клетках центральной и периферической нервной системы). В настоящее время не существует методов, одобренных для лечения GM1. Компания уже добилась значимых результатов и планирует клинические испытания во 2ПГ2020 года.

PBFT02 для лечения FTD-GRN – это капсид AAV1 для доставки в мозг функционального гранулина (GRN), гена, кодирующего програнулин, для лечения FTD (лобно-височная дегенерация), вызванного дефицитом програнулина (FTD-GRN). В настоящее время не существует методов, одобренных для лечения лобно-височной дегенерации (потеря нервных клеток в области лобно-височной доли. Эти области головного мозга отвечают в основном за характер и поведение). Клинические испытания планируются в 1ПГ2021 года.

PBKR03 для лечения болезни Краббе. В данном препарате используется запатентованный капсид AAVhu68, который доставляется в мозг и периферические ткани функционального гена GALC. Дефекты гена GALC приводят к нарушению миелинизации нервных волокон и гибели нервных клеток. Эти процессы лежат в основе болезни Краббе, которая проявляется выраженным нарушением функционирования нервной системы. В настоящее время не существует методов, одобренных для лечения болезни Краббе. Клинические испытания планируются в 1ПГ2021 года.

У компании также есть 3 программы на стадии отбора кандидатов. PBML04 нацелен на лечение MLD (метахроматическая лейкодистрофия является сфинголипидозом (нарушение памяти),

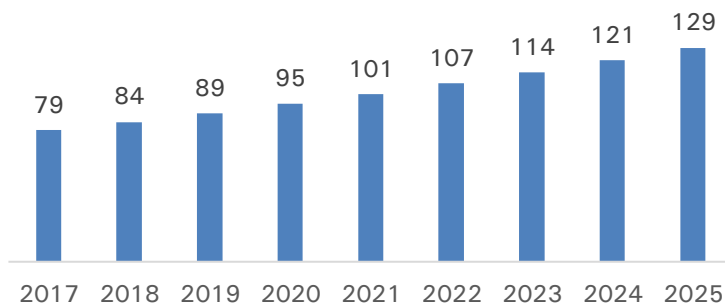
наследственным нарушением обмена веществ, которое вызывает прогрессирующий паралич и слабоумие, приводящие к смерти в возрасте 10 лет). RBML05 нацелен на лечение ALS (боковой амиотрофический склероз (БАС) является наиболее частым вариантом болезни мотонейронов (БМН). Болезни мотонейрона поражают как центральную нервную систему, так и периферическую нервную систему). RBVM06 нацелен на лечение SMT2A (болезнь Шарко-Мари-Тута представляет собой наследственное заболевание, при котором мышцы голени слабеют и усыхают (атрофируются)).

Потенциальный рынок в \$128,9 млрд. По данным Grand View Research, ожидается, что к 2025 году мировой терапевтический рынок лечения центральной нервной системы достигнет \$128,9 млрд.

Лечение психического здоровья заняло наибольшую долю этого рынка в 2016 году и прогнозируется, что оно сохранит свое доминирующее положение благодаря росту количества разработок для лечения психических заболеваний, таких как расстройство личности и переживание.

Тем не менее, самым быстрорастущим рынком станет онкологический сегмент на рынке терапии центральной нервной системы. Высокий спрос на эффективное лечение и большое количество лекарств на более поздних этапах клинических испытаний являются факторами, которые, как ожидается, будут способствовать росту рынка.

График 1. Потенциальный рынок лечения центральной нервной системы, млрд USD



Источник: на основе данных Grand View Research

Модель с учетом вероятности в 15% дает оценку в \$1,034 млрд

Предположение по выручке: начало продаж с 2025 года. Для прогноза дат начала получения выручки мы использовали данные компании, по которым она планирует начать клинические испытания по препарату RBGM01 в 2ПГ2020 года и по препаратам RBFT02 и RBKR03 в 1ПГ2021 года. Мы заложили в модель, что старт продаж продуктов начнется в 1 полугодии 2025 года.

Для прогноза на 10 лет мы использовали данные прогноза Grand View Research по рынку лечения центральной нервной системы, который к 2025 году, по прогнозам, достигнет \$128,9 млрд.

Исходя из того, что на рынке пока нет одобренных аналогов для данных продуктов, мы предполагаем, что лечение может быть дорогостоящим и компания не сможет быстро охватить целевой рынок. Мы предполагаем, что в 1-й год коммерциализации продуктов Passage BIO может охватить до 1,2% потенциального рынка, а к 2029 году - 2,5%.

Для лечения генетических болезней нужно изменить генетическую информацию, которая вызвала мутацию. Многие болезни вызваны изменением только одной «буквы» в ДНК, которых в геноме человека около 6 млрд. Главная задача геномной медицины - найти одну «опечатку» и исправить её без изменения других «букв».

Сейчас на фоне разработок, таких как CRISPR (технология геномного редактирования CRISPR/Cas9 потенциально может уничтожить тысячи наследственных заболеваний, которые ранее считались неизлечимыми), индустрия геномной медицины начала развиваться ещё более быстрыми темпами.

В итоге наша модель прогнозирует начало получения доходов в 2025 году с \$1,548 млрд до \$3,937 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 6,5%. При коэффициенте бета 0,97, безрисковой ставке 1,56%, и премии за риск инвестирования в акции 5,22% затраты на капитал равны 6,5%.

Наша оценка фирмы достигает \$1,034 млрд. Так как компания находится на стадии разработок и есть вероятность неодобрения препаратов, мы используем «вероятность выживания». Так как компания находится в переходной стадии на 1 фазу клинических исследований, риск неудачи составляет 85% (препараты, поступающие в фазу 1 клинических испытаний, имеют вероятность в 15% стать товарным продуктом). С каждой последующей фазой риск неудачи будет уменьшаться, а стоимость компании - увеличиваться. По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$1,034 млрд, что на 46% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$709 млн. **Наша целевая цена, таким образом, составила \$26,2 за акцию.**

Иллюстрация 1. Модель выручки от препаратов

Модель выручки от препаратов	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Рынок лечения центральной нервной системы, млрд USD	95	101	107	114	121	129	137	144	151	157
темп роста, %		6,3%	5,9%	6,5%	6,1%	6,6%	6,0%	5,4%	4,8%	4,3%
Доля рынка Passage BIO, %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%	1,5%	1,8%	2,1%	2,5%
Выручка от продаж, млн USD	0	0	0	0	0	1548	2050	2592	3170	3937

Иллюстрация 2. Модель оценки Passage BIO

Модель прогнозного периода	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
Выручка, млн USD	0	0	0	0	0	1548	2050	2592	3170	3937	4 055
темп роста, %							32%	26%	22%	24%	3,0%
Маржа ЕБИТ, %	0%	0%	0%	0%	0%	6%	6%	6%	6%	6%	12%
ЕБИТ	0	0	0	0	0	93	123	156	190	236	506
RR, %	0%	0%	0%	0%	0%	40%	33%	27%	20%	12%	7%
CapEx	3	2	0	0	0	37	41	42	38	28	35
FCFF	-3	-2	0	0	0	56	82	114	152	208	471
PV FCFF	-2	-1	0	0	0	38	53	68	85	109	
Стоимость в зрелом периоде, млн USD											12 675
PV стоимости в зрелом периоде, млн USD											6 671
ROIC в зрелом периоде, %											6,7%

Расчет WACC	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Безрисковая ставка	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Бета послерычаговая	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Премия за риск инвестирования	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
Стоимость собственного капитала	6,6%	6,6%	6,6%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,8%	6,8%
Ставка долга, до налогов	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	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%
Долг/Стоимость компании	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Средневзвешенная стоимость капитала	6,5%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
Кумулятивная стоимость капитала	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x

Оценка капитала, млн USD	
(=) Стоимость в прогножном периоде	350
(+) Стоимость в зрелом периоде	6 671
(x) Коэффициент на дату оценки	0,95x
(=) EV	6 643
(-) Долг (вкл. операционную аренду)	0
(+) Наличность	158,9
(+) Поступления от IPO	126
(-) Стоимость выпущенных опционов	35
(=) Оценка в сценарии полной коммерциализации 3 основных лекарств (PBGM01, PBFT02, PBKR03), млн USD	6 894
Капитализация по верхней границе IPO, млн USD	709
Вероятность выживания (исходя из перехода фазы IND до фазы 1/2)	15%
Стоимость капитала с учетом вероятности выживания, млн USD	1 034
Целевая цена на акцию, USD	26,2
Максимум диапазона на IPO, USD	18,0
Потенциал роста, %	46%

Предполагаемая оценка исходя из фаз FDA				
Фаза	I	II	III	IV - одобрение FDA
Вероятность	15%	30%	60%	90%
Оценка	1 034	2 068	4 136	6 204
На акцию	26,2	52,5	105,0	157,5

Риски: FDA, сотрудники и стадия разработки

Компания еще не получала доходы от своих продуктов. Продукты компании находятся на стадии разработки, и неизвестно, когда компания получит готовый продукт.

Одобрение FDA. FDA и другие бывшие регулирующие органы США как на федеральном уровне, так и на уровне штатов, комитеты конгресса США и правительства иностранных государств выразили заинтересованность в дальнейшем регулировании биотехнологической отрасли, которая включает генную терапию и генетическое тестирование. Любое дальнейшее регулирование может задержать или предотвратить коммерциализацию некоторых или всех продуктов Passage BIO.

Наем сотрудников. Если компании не удастся найти дополнительных сотрудников, то это может привести к затруднению продвижения препаратов для дальнейшей коммерциализации.