

РЕКОМЕНДАЦИЯ

**Buy**

**Sundial Growers (SNDL)**

Потенциал роста: **31%**  
 Целевая цена: **\$18,4**  
 Диапазон размещения: **\$12-14**

**РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

Канада | Лекарства из растений

обзор перед IPO

**Производитель каннабиса на старте фазы роста**



Выручка, 1Q19 (млн CAD)	1,5
EBIT, 1Q19 (млн CAD)	-18
Прибыль, 1Q19 (млн CAD)	-17
Чистый долг, 1Q19 (млн CAD)	118

P/E, 2018 9x)	—
P/BV, 2019 (x)	—
EV/S, 2019 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	—

Капитализация IPO (млн USD)	1 076
Акции после IPO (млн шт)	82,8
Акции к размещению (млн шт)	10
Объем IPO (млн USD)	130
Минимальная цена IPO (USD)	12
Максимальная цена IPO (USD)	14
Целевая цена (USD)	18,4

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

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



**31 июля состоится размещение компании Sundial Growers, которая производит каннабис в рекреационных целях, а также для лечения и укрепления здоровья. Компания планирует привлечь \$130 млн для финансирования развития производственных мощностей.**

**Компания Sundial Growers продает лицензированные продукты на территории Канады.** Лицензию компания получила в июне 2017 года и на сегодняшний день разрабатывает продукты по трем основным направлениям: Heal (применяется как лекарство), Help (предназначается для улучшения общего здоровья) и PlayTM (для улучшения отдыха). Помимо этого, компания имеет соглашение с 5 провинциальными регуляторами на поставку ритейлерам. После приобретения Bridge Farm из Великобритании Sundial Growers заявила, что хочет выйти на мировой рынок каннабидиола. Подтверждением слов стало строительство 3-го канадского завода в Британский Колумбии, при этом у компании уже есть 2 объекта в Канаде (провинция Альберт) и 3 в Великобритании.

**Потенциальный рынок в \$5,2 млрд.** В октябре 2018 года Канада стала первой крупной страной, легализовавшей каннабис на федеральном уровне. С момента легализации каннабиса рынок растет быстрыми темпами. Согласно данным Arcview Market Research и BDS Analytics, CARG за период 2018-2024 гг. составит 44,4%, а рынок вырастет с \$569 млн до \$5,2 млрд.

**Оценка по модели FCFF проецирует оценку всей фирмы Sundial Growers в \$1,505 млрд, а оценку собственного капитала - в \$1,524 млрд. Целевая цена на 1 акцию Sundial Growers составляет \$18,4, потенциал к верхней границе в \$14 составляет 31%.**

**Абдикаримов Ерлан**  
 Директор Департамента финансового анализа  
 (+7) 727 311 10 64 (614) | abdikarimov@ffin.kz

**Бектемиров Алем**  
 Младший инвестиционный аналитик  
 | bektemirov@ffin.kz

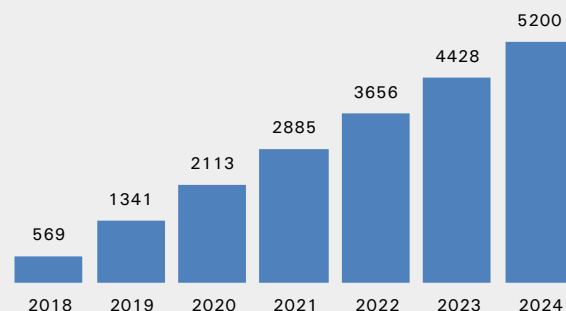
## Sundial Growers: финансовая отчетность и описание продуктов

Отчет о прибыли, млн CAD	2016	2017	2018	3M19
<b>Выручка</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
Себестоимость	0	0	0	1
<b>Валовая прибыль до корректировок</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Изменения стоимости биологических активов	0	0	0	1
Запасы	0	0	0	0
<b>Валовая прибыль</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
G & A	3	9	2	5
S & M	1	2	1	1
R & D	0	0	0	0
Расходы на производство	1	6	1	0
Амортизация	0	1	0	0
Валюта	0	0	0	(0)
Компенсация на основе акций	5	7	2	13
Обесценивание активов	2	1	2	0
Изменения сто-сти биологических активов	(0)	1	0	0
<b>ЕВИТ</b>	<b>(13)</b>	<b>(28)</b>	<b>(7)</b>	<b>(18)</b>
<b>Чистая прибыль</b>	<b>(13)</b>	<b>(57)</b>	<b>(7)</b>	<b>(17)</b>

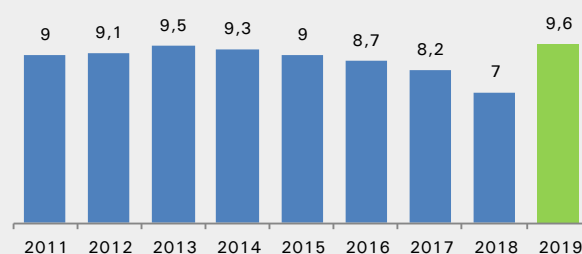
Денежные потоки, млн CAD	2016	2017	2018	3M19
<b>CFO</b>	<b>(5)</b>	<b>(25)</b>	<b>(0)</b>	<b>(19)</b>
D&A	0	1	0	1
<b>CFI</b>	<b>(10)</b>	<b>(66)</b>	<b>(5)</b>	<b>(22)</b>
CapEx	(8)	(76)	(3)	(31)
<b>CFF</b>	<b>19</b>	<b>98</b>	<b>11</b>	<b>40</b>
<b>Денежный поток</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>(1)</b>
Наличность на начало года	4	8	4	14
Наличность на конец года	8	14	10	13

Баланс, млн CAD	2018	3M19
Наличность	14	13
Биологические активы	1	6
Инвентаризация	1	5
Всего оборотных активов	22	41
<b>Всего активов</b>	<b>110</b>	<b>173</b>
Кредиторская задолженность	19	34
Долг	22	44
Задолженность по облигациям	25	26
Всего текущих обязательств	70	107
<b>Всего обязательства</b>	<b>118</b>	<b>165</b>
<b>Обязательства, привил-ые акции и дефицит капитала</b>	<b>110</b>	<b>173</b>

Потенциальный рынок каннабиса в Канаде, млн USD



Цена за 1 грамм каннабиса в Канаде



\*таблица составлена на основе данных CBC News.

\*\*зеленым отмечена цена легальной продажи.

### Продукция компании

Sundial Growers производит каннабис в 3 целях - это (1) в качестве лекарственных средств, (2) для укрепления здоровья и (3) в духовных и развлекательных целях.

## Sundial Growers: модель выручки

Модель выручки	2019П	2020П	2021П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Производственные мощности, млн грамм	65	85	107	133	161	191	223	256	290	324
Темпы роста, %		30%	27%	24%	21%	19%	17%	15%	13%	12%
Цена за 1 грамм, CAD	4,64	5,6	6,5	7,3	8,0	8,7	9,3	9,7	10,2	10,5
Темпы роста, %		20%	16%	13%	10%	8%	7%	5%	4%	3%
<b>Валовая выручка, млн CAD</b>	<b>302</b>	<b>470</b>	<b>691</b>	<b>965</b>	<b>1 289</b>	<b>1 657</b>	<b>2 062</b>	<b>2 494</b>	<b>2 943</b>	<b>3 401</b>
темпы роста, %										
Акцизы, %	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Темпы роста, %										
<b>Чистая выручка, млн CAD</b>	<b>256</b>	<b>400</b>	<b>588</b>	<b>821</b>	<b>1096</b>	<b>1409</b>	<b>1753</b>	<b>2120</b>	<b>2502</b>	<b>2891</b>
темпы роста, %		56%	47%	40%	34%	29%	24%	21%	18%	16%

После легализации каннабиса в Канаде рынок растет быстрыми темпами. Согласно данным Arcview Market Research и BDS Analytics, CARG за период 2018-2024 года составит 44,4%, а рынок вырастет с \$569 млн до \$5,2 млрд.

По прогнозам компании, производственные мощности в течение 2019 года могут достигнуть до 75 млн грамм. Текущая мощность составляет около 60 млн грамм. Для консервативного прогноза мы предположили, что производственные мощности в текущем году составят 65 млн грамм с последующим наращиванием мощностей путем окончания строительства текущих объектов и с дальнейшей возможностью новых приобретений.

Цена за 1 грамм каннабиса в 2019 году резко возросла на 17% из-за скачка роста потребителей и проблем с поставками в некоторые провинции. С учетом рыночных тенденций и налогообложения на продажу каннабиса, мы предполагаем, что рост цены продолжится с постепенным замедлением. Таким образом, темпы роста в 2020 прогнозируемом году составят 20% с дальнейшим замедлением до 3%.

Мы предполагаем, что акцизная ставка в течение 10 лет не подвергнется большим изменениям и останется на текущем уровне в 15%.

В итоге наша модель выручки прогнозирует чистую выручку в 256 млн канадских долларов в 2019 году до 2,891 млрд к 2029 прогнозируемому году.

## Sundial Growers: модель DCF

Модель прогнозного периода	2019П	2020П	2021П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
Выручка, млн USD	256	400	588	821	1096	1409	1753	2120	2502	2891	2977
темп роста, %		56%	47%	40%	34%	29%	24%	21%	18%	16%	3,0%
Маржа EBIT, %	-27%	-16%	-10%	-6%	-4%	0%	3%	8%	11%	15%	17%
ЕБИТ	-70	-66	-58	-48	-39	0	53	170	275	434	521
RR, %	36%	29%	23%	18%	15%	12%	9%	8%	6%	5%	39%
CapEx	92	115	135	150	161	165	165	159	150	139	202
FCFF	-162	-180	-193	-199	-200	-165	-112	10	125	295	318
PV FCFF	-143	-141	-134	-124	-113	-85	-52	4	49	108	
Стоимость в зрелом периоде, млн USD											6 746
PV стоимости в зрелом периоде, млн USD											2 474
ROIC в зрелом периоде, %											7,7%
<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	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Бета послерыноговая	2,2	2,1	1,9	1,8	1,7	1,5	1,4	1,3	1,1	1,0	
Премия за риск инвестирования	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	
Стоимость собственного капитала	13,2%	12,6%	11,9%	11,2%	10,5%	9,9%	9,2%	8,5%	7,8%	7,2%	
Ставка долга, до налогов	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	
Ставка долга, после налогов	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	
СК/Стоимость компании	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	
Долг/Стоимость компании	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	
Средневзвешенная стоимость капитала	13,4%	12,8%	12,1%	11,5%	10,9%	10,3%	9,6%	9,0%	8,4%	7,7%	
Кумулятивная стоимость капитала	0,9x	0,8x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	0,4x	0,4x	0,4x	
<b>Оценка капитала</b>	<b>CAD</b>	<b>USD</b>									
(=) Стоимость в прогножном периоде	(630)	(478)									
(+) Стоимость в зрелом периоде	2 474	1 880									
(x) Коэффициент на дату оценки	1,07x	1,07x									
<b>(=) EV</b>	<b>1 981</b>	<b>1 505</b>									
(-) Долг (вкл. операционную аренду)	132	100									
(+) Наличность	13	10									
(+) Поступления от IPO	171	130									
(-) Стоимость выпущенных опционов	27	20									
<b>(=) Оценка собственного капитала</b>	<b>2 006</b>	<b>1 524</b>									
Капитализация по верхней границе IPO	1 526	1 159									
<b>Целевая цена на акцию, USD</b>		<b>18,4</b>									
Максимум диапазона на IPO, USD		14,0									
Потенциал роста, %		31%									

### Описание предположений модели оценки

**Достижение прибыльности к 2024 прогнозируемому году.** Мы заложили тренд роста EBIT-маржи с -27% в 2019 году до -4% к 2024 году. При текущих исходных данных мы предполагаем, что к 2024 прогнозируемому году компания достигнет прибыльности, а в течение 10 лет (2029 ПГ) может достичь показателей в 17%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 36% до 5%, что равняется среднеотраслевым показателям. Исходя из нашего прогноза в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$1,4 млрд.

**WACC в 13,2%.** При коэффициенте бета 2,2, безрисковой ставке 2,05% и премии за риск инвестирования в акции 5,1% затраты на капитал равны 13,2%.

**Наша оценка фирмы достигает \$1,5 млрд.** EV, или сумма стоимости прогнозного (-\$478 млн) и зрелого (\$1,880 млрд) периода, составит \$1,505 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга в \$100 млн, поступления от IPO в \$130 млн, наличность на счетах в \$10 млн и стоимость опционов в \$20 млн, собственный капитал Sundial Growers можно оценить в \$1,524 млрд.

Учитывая 82,8 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$18,4. Потенциал к верхней границе IPO в \$14 составляет 31%.

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.

---