

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**Schrodinger, Inc (SDGR)**Потенциал роста: **31%**Целевая цена: **\$21**Диапазон размещения: **\$14-16****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

США | Фармацевтические препараты

оценка перед IPO

SDGR: помощник в поиске новых лекарств**SCHRÖDINGER.**

Выручка, 9M19 (млн USD)	60
EBIT, 9M19 (млн USD)	-31
Прибыль, 9M19 (млн USD)	-19
Чистый долг, 9M19 (млрд USD)	—

P/E, 2020 (x)	—
P/BV, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	—

Капитализация IPO (млн USD)	893,5
Акции после IPO (млн шт)	59,6
Акции к размещению (млн шт)	10
Объем IPO (млн USD)	150
Минимальная цена IPO (USD)	14
Максимальная цена IPO (USD)	16
Целевая цена (USD)	21

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

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

Абдикаримов ЕрланДиректор Департамента финансового анализа
(+7) 727 311 10 64 (614) | abdikarimov@ffin.kz**Бектемиров Алем**Младший инвестиционный аналитик
| bektemirov@ffin.kz

5 февраля состоится IPO Schrodinger, компании, являющейся разработчиком ПО для поиска лекарств, которое уменьшает затраты и увеличивает вероятность удачного поиска. Schrodinger планирует привлечь \$150 млн для финансирования платформы компании. Андеррайтерами данного размещения являются Morgan Stanley, BofA Securities, Jefferies, BMO Capital Markets.

Факты о Schrodinger. Компания разработала платформу, которая позволяет быстрее находить новые молекулы для разработки лекарственных препаратов с меньшими затратами и с большей вероятностью успеха по сравнению с традиционными методами. Платформа сокращает разработку лекарств в 2 раза, с 5-6 лет до 2-3 лет. На текущий момент Schrodinger сотрудничает с 10 компаниями в более чем 25 разработках. Schrodinger работает на рынке более 30 лет, и основная деятельность заключалась в помощи другим компаниям в поиске и разработке лекарств, но с 2018 года Schrodinger начала применять свои технологии внутри компании, и на текущий момент есть 5 полностью находящихся в собственности программ на стадии разработки. Что касается акционеров компании, стоит отметить, что 17,6% до момента IPO владеет фонд Билла Гейтса (13,8% после IPO).

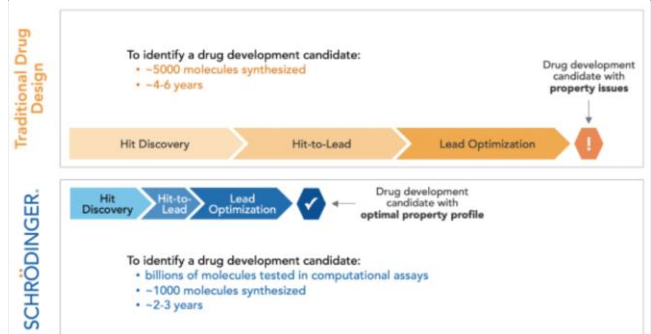
Клиентская база Schrodinger. Клиентская база компании выросла с 742 клиентов в 2013 году до 1150 клиентов в 2018 году. При этом у компании значительно выросли крупные клиенты: контракт свыше \$100 тысяч – 87 в 2016 году, 103 - в 2017 году и 122 - в 2018 году, контракт свыше 1 млн – 8 в 2016 году, 9 - в 2017 году и 11 - в 2018 году.

Модель DCF проецирует апсайд в 33%. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$1,282 млрд при целевой цене в \$21 на 1 простую акцию с потенциалом роста 31%.

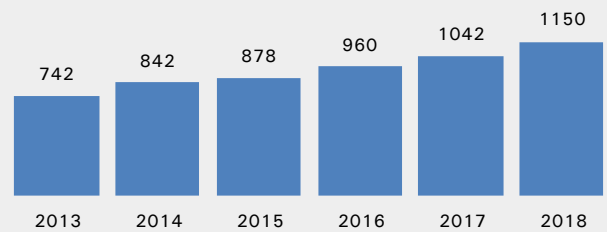
Schrodinger: финансовая отчетность и описание продуктов

Отчет о прибыли, млн USD	2017	2018	9M19
Выручка	56	67	60
Себестоимость	16	24	26
Валовая прибыль	40	43	34
R&D	28	35	28
S&M	17	18	16
G&A	14	19	20
ЕВИТ	(19)	(28)	(31)
Чистая прибыль	(17)	(28)	(19)
Денежные потоки			
CFO	(15)	(24)	(15)
D&A	2	3	3
CFI	2	11	(60)
CapEx	(4)	(5)	(2)
CFF	1	80	30
Денежный поток	(12)	68	(45)
Наличность на начало года	22	10	78
Наличность на конец года	10	78	33
Баланс			
Наличность	10	78	33
ЦБ	26	6	65
Дебиторская задолженность	9	14	12
Прочая дебиторская задолженность	0	4	3
Предоплачиваемые затраты	2	3	3
Текущие активы	48	105	116
ОС	5	8	7
Инвестиции	3	5	16
Активы в аренду	0	0	14
Прочие активы	2	3	2
Долгосрочные активы	10	16	39
Активы	58	121	155
Кредиторская задолженность	2	3	6
Зарплата	3	4	5
Отложенный доход	11	18	17
Аренда	0	0	5
Прочие обязательства	2	3	4
Текущие обязательства	18	27	38
Отложенный доход	3	3	2
Лизинг	0	0	10
Аренда	0	0	0
Прочие	0	0	1
Долгосрочные обязательства	3	4	13
Конвертируемые акции	82	162	192
Капитал	(45)	(72)	(87)
Обязательства и собственный капитал	58	121	155

Преимущества платформы Schrodinger



База активных клиентов Schrodinger



Решения Schrodinger

Drug Discovery			Materials Design	
Target Identification and Validation	Hit Discovery	Lead Optimization	Mobile Electronics and Displays Aerospace & Defense Microelectronics Oil & Gas Energy Consumer Packaged Goods	
<ul style="list-style-type: none"> Induced Fit Maestro PIPER Prime ProteinX Protein Prep Wizard Protein-Ligand Database SBMap WaterMap 	<ul style="list-style-type: none"> AutoQSAR Canvas ConGen Core Hopping CovDock α-Pharmacophores EpiK FEP+ Field-Based QSAR Okls Induced Fit LigHpp Phase QAPick QM-Polarized Docking Shape Screening WScore 	<ul style="list-style-type: none"> AutoQSAR BioLuminate® Core Hopping Diamond FEP+ Field-Based QSAR IGite FEP+ Induced Fit Jaguar LiveDesign Macrocytes Maestro Membrane Permeability QPLS3e WaterMap 	<ul style="list-style-type: none"> AutoQSAR Canvas Diamond LiveDesign MacroModel 	<ul style="list-style-type: none"> MS Curator MS Jaguar QPLS3e Quantum ESPRESSO

Внутренние разработки Schrodinger (5 программ)

PROGRAM	TARGET	INDICATION	DISCOVERY	IND ENABLING	PHASE 1	PHASE 2	PHASE 3
SDGR1 Replication Stress Response	CDC7 Inhibitor	Esophageal and lung cancers	▶				
SDGR2 DNA Damage Response	WEE1 Inhibitor	Ovarian, pancreatic, breast, and lung cancers	▶				
SDGR3 Chronic Activation of NF-κappaB	MALT1 Inhibitor	BTK-resistant / relapsed lymphomas	▶				
SDGR4 Mutant VHL activation of HIF-2 alpha	HIF-2α Inhibitor	Renal cell carcinoma	▶				
SDGR5 Aberrant activation of KRAS	SOS1 / KRAS Inhibitor	KRAS-driven cancers	▶				

Schrodinger: модель выручки и описание

Модель выручки из целевого рынка	2017	2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Клиенты	1042	1150	1257	1369	1484	1603	1724	1849	1976	2104	2235	2366
Темпы роста, %		10%	9%	9%	8%	8%	8%	7%	7%	7%	6%	6%
ARPU на 1 клиента, тыс USD	49	52	53	54	55	55	56	56	56	56	57	57
Темпы роста, %		7%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%
Выручка от ПО	51	60	67	74	81	88	96	103	111	119	126	134
Темпы роста, %		18%	11%	11%	10%	9%	8%	8%	7%	7%	7%	6%
Выручка от поиска лекарств, млн USD	5	7	19	43	85	143	216	296	375	449	514	568
Темпы роста, %		39%	178%	130%	95%	69%	51%	37%	27%	20%	14%	11%
Всего выручка, млн USD	56	67	86	117	165	231	312	399	486	568	641	702
Темпы роста, %		20%	28%	37%	41%	40%	35%	28%	22%	17%	13%	10%

Предположение по выручке: для прогноза выручки мы использовали количество клиентов, ARPU и выручку от поиска лекарств.

Прогноз клиентской базы: за последний год клиентская база выросла на 10%, с 1042 до 1150 клиентов. С учетом деятельности компании (платформа сокращает разработку лекарств в 2 раза с 5-6 лет до 2-3 лет) мы продолжили текущий тренд с незначительным замедлением, таким образом в течение 10 прогнозных лет база вырастет в 2 раза, с 1150 до 2366.

Прогноз ARPU: темпы роста за 2018 год составили 7%, или \$52 тысячи на 1 клиента. В 10-летнем прогнозном периоде мы замедлили текущие темпы роста с 7% до 0,3% к 2028 ПГ. ARPU на клиента вырастет с текущих \$52 тысяч до \$57 тысяч в течение 10 прогнозных лет.

Выручка от ПО: с учетом вводных данных (база клиентов и ARPU) в прогнозном периоде темпы роста снизятся с 18% в 2018 году до 6% к 2028 ПГ. Выручка от ПО вырастет с \$60 млн до \$134 млн в течение 10 прогнозных лет.

Выручка от поиска лекарств: компания получает доход за счет продвижения и открытия новых лекарств, а также их последующая продажа (Schrodinger получает роялти с продаж). На текущий момент компания сотрудничает в более 25 разработках с 10 компаниями. Также с 2018 года компания начала применять свои технологии внутри компании. В настоящее время есть 5 полностью находящихся в собственности программ на стадии разработки. Мы считаем, что это может стать триггером для роста выручки компании в целом, так как в случае одобрения продуктов компания будет получать полный доход с продаж. В 2019 году по предварительным данным, выручка может составить до \$19 млн (рост +178% к 2018 году), после чего мы замедлили темпы роста до 11% к 2026 прогнозному году, выручка вырастет с \$19 млн до \$568 млн.

С учетом текущих вводных данных темпы роста Schrodinger пройдут через приковый рост в 2021 ПГ на фоне роста сегмента выручки "поиска лекарств" и ускорения выручки в 2019 году, в 2021ПГ темпы роста достигнут 41% (\$165 млн) с дальнейшим замедлением до 10% к 2028 ПГ (\$702 млн).

Schrodinger: модель DCF и описание

Модель прогнозного периода, млн USD	2017	2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	зрелый
темпа роста выручки, %		20%	28%	37%	41%	40%	35%	28%	22%	17%	13%	10%	3,0%
(+) Выручка	56	67	86	117	165	231	312	399	486	568	641	702	723
(x) Операционная маржа	-34%	-27%	-27%	-15%	-7%	-1%	4%	7%	12%	15%	21%	25%	25%
(=) EBIT	-19	-18	-23	-18	-12	-2	12	28	58	85	135	176	184
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	0	0	0	0	0	0	3	12	17	27	35	37
(=) NOPLAT	-19	-18	-23	-18	-12	-2	12	25	47	68	108	140	148
(-) чистые реинвестиции	30	9	11	14	18	23	28	32	34	34	32	28	66
(=) FCFF	(49)	(27)	(34)	(31)	(30)	(25)	(15)	(6)	13	34	76	112	82
FCFF маржа, %	-87,5%	-41,0%	-39,9%	-26,9%	-17,9%	-10,9%	-4,9%	-1,6%	2,6%	6,0%	11,8%	16,0%	
(x) фактор дисконтирования			0,93x	0,86x	0,80x	0,75x	0,69x	0,65x	0,60x	0,56x	0,53x	0,49x	
PV FCF			(32)	(27)	(24)	(19)	(11)	(4)	8	19	40	56	2 196
Терминальная стоимость													1 086
PV Терминальной стоимости													1 086
Имплицированные переменные модели	2017	2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	
Выручка/капитал, x	1,85x	1,82x	1,92x	2,10x	2,27x	2,40x	2,47x	2,49x	2,48x	2,46x	2,43x		
Инвестированный капитал	36	47	61	79	102	130	161	195	229	261	289		
Чистое реинвестирование, %	-51%	-48%	-79%	-155%	-990%	223%	126%	72%	50%	30%	20%		45%
Реинвестирование к выручке, %	13,8%	12,9%	11,9%	10,9%	9,9%	8,9%	7,9%	7,0%	6,0%	5,0%	4,0%		
ROIC, %	-50%	-49%	-29%	-15%	-2%	10%	16%	24%	30%	41%	49%		6,7%
Маржа NOPLAT, %	-27%	-27%	-15%	-7%	-1%	4%	6%	10%	12%	17%	20%		
Расчет WACC			2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	
Безрисковая ставка			1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	
Бета послерыноговая			1,21	1,19	1,17	1,14	1,12	1,10	1,08	1,06	1,04	1,00	
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			7,8%	7,7%	7,6%	7,5%	7,4%	7,3%	7,2%	7,1%	7,0%	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			7,8%	7,7%	7,6%	7,5%	7,4%	7,3%	7,1%	7,0%	6,9%	6,7%	
Кумулятивная стоимость капитала			0,9x	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	
Оценка капитала, млн USD													
(=) Стоимость в прогножном периоде													7
(+) Стоимость в терминальном периоде													1 086
(x) Коэффициент на дату оценки													1,01x
(=) EV													1 101
(-) Долг (вкл. операционную аренду)													9
(+) Наличность													98
(+) Поступления от IPO													150
(-) Стоимость выпущенных опционов													58
(=) Оценка собственного капитала													1 282
Рыночная капитализация													953
Целевая цена на акцию, USD													21,0
Максимум диапазона на IPO, USD													16
Потенциал роста, %													31%

Описание предположений модели оценки

Прогнозирование операционной маржи. В 2018 году показатели EBIT-маржи после корректировок были равны -42% (рост расходов связан на фоне увеличения инвестиций в НИОКР и G&A, а также подготовка к IPO. После корректировок и амортизации показатели EBIT составили -27%. В дальнейшем мы предполагаем, что показатели достигнут среднеотраслевых значений в 25% в течение прогнозных 10 лет. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 13,8% до 4%, что равняется среднеотраслевым показателям. Исходя из нашего прогноза в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$253 млн.

Наша оценка фирмы достигает \$1,282 млрд. EV, или сумма стоимости прогнозного (\$7 млн) и зрелого (\$1,086 млрд) периода, составит \$1,101 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды в \$9 млн, поступления от IPO в \$150 млн, наличность на счетах в \$98 млн и стоимость опционов в \$58 млн, собственный капитал Schrodinger можно оценить в \$1,282 млрд.

Учитывая 59,5 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$21. Потенциал к верхней границе IPO в \$16 составляет 31%.

WACC в 6,1%. При коэффициенте бета 1,21, безрисковой ставке 1,54% и премии за риск инвестирования в акции 5,22% затраты на капитал равны 7,8%.

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.
