

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Recursion Pharmaceuticals (RXRX)

 Потенциал роста: **38%**

 Целевая цена: **\$24,8**

 Диапазон размещения: **\$17-19**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Биопрепараты

Оценка перед IPO

IPO RXRX: ИИ в сфере разработки лекарств



Выручка, 2020 (млн USD)	4
EBIT, 2020 (млн USD)	-85
Чистая прибыль, 2020 (млн USD)	-87
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)	2 650
Акции после IPO (млн шт.)	155,9
Акции к размещению (млн шт.)	18
Объем IPO (млн USD)	306
Диапазон IPO (USD)	16-18
Дата IPO	15 апреля
Целевая цена (USD)	24,8

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

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

15 апреля состоится IPO Recursion Pharmaceuticals.

Компания использует машинное обучение для разработки методов лечения по различным показаниям.

Андеррайтерами размещения выступают Goldman Sachs, J.P. Morgan, BofA Securities, SVB Leerink, Allen & Co и KeyBanc Capital Markets.

О компании. Компания разработала рекурсивную операционную систему, которая использует алгоритмы и инструменты машинного обучения для изучения фундаментальной биологии, при этом изучение не ограничено человеческими предубеждениями. Операционная система Recursion используется для: (1) развития 37 программ собственной разработки и (2) стратегического партнерства с ведущими биофармацевтическими компаниями. Количество разрабатываемых программ увеличилось вдвое с 2019 года. Акционеры компании – Lux Ventures, DCVC, MDC Capital Partners, Scottish Mortgage Investment Trust plc, Obvious Ventures и Bayer Aktiengesellschaft. Всего компания привлекла \$465,4 млн. На конец 2020 года на балансе компании было \$262,126 млн наличности.

Изменение метода разработки и ключевые программы. В середине 2020 года компания начала переход от физического теста каждой потенциальной комбинации к автоматизированной лаборатории. Теперь платформа компании профилирует тысячи моделей болезней и сотни тысяч потенциальных кандидатов в лекарственные препараты, а затем выводит десятки миллиардов биологических и химических взаимосвязей in silico (компьютерное моделирование эксперимента), отдавая приоритет наиболее перспективным кандидатам для дальнейшей проверки. При таком подходе компания ускоряет анализ, на который ранее потребовалось бы около 1000 лет, а теперь можно найти потенциальные лекарства методом перебора за считанные месяцы. Сейчас компания выделяет 10 ключевых разработок. Разработки компании нацелены на заболевания из нескольких областей: (1) причина заболеваний четко определена и (2) существует высокая неудовлетворенная потребность (отсутствие одобренных методов лечения). На текущий момент компания готовит четыре программы для перехода на стадию 2 клинических испытаний.

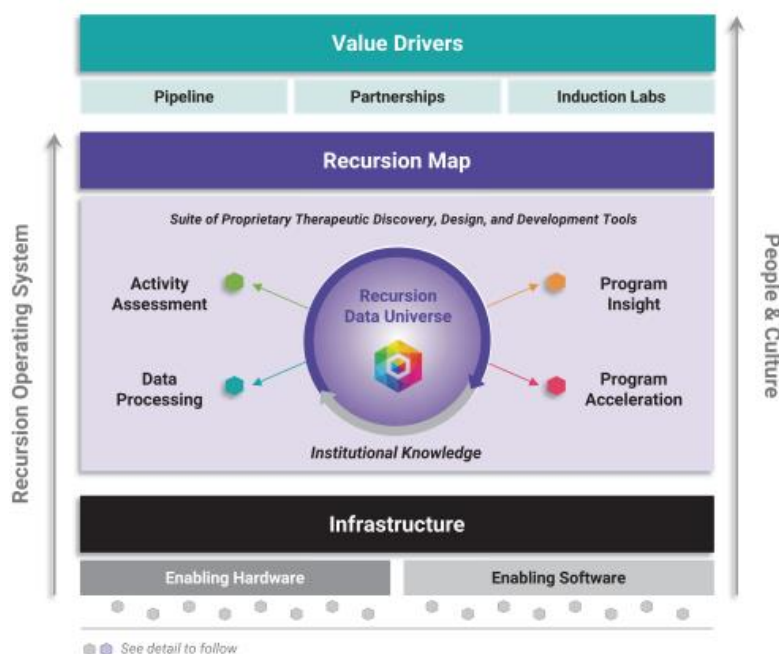
Апсайд в 38% с учетом вероятности коммерциализации. По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$3,866 млрд, что на 38% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$2,806 млрд. Наша целевая цена, таким образом, составила \$24,8 за акцию.

Recursion Pharmaceuticals Inc.: ключевые факты

Recursion Pharmaceuticals – компания использует машинное обучение для разработки методов лечения по различным показаниям. Компания разработала рекурсивную операционную систему, которая использует алгоритмы и инструменты машинного обучения для изучения фундаментальной биологии, при этом изучение не ограничено человеческими предубеждениями.

Операционная система Recursion используется для: (1) развития 37 программ собственной разработки и (2) стратегического партнерства с ведущими биофармацевтическими компаниями. Количество разрабатываемых программ увеличилось вдвое с 2019 года.

Иллюстрация 1. Рекурсивная операционная система (ОС) для поиска и разработки потенциальных лекарств



Источник: на основе данных компании

Компания является биотехнологической, но благодаря своему подходу в разработках имеет определенные признаки технологической компании.

Акционеры компании – Lux Ventures, DCVC, MDC Capital Partners, Scottish Mortgage Investment Trust plc, Obvious Ventures и Bayer Aktiengesellschaft. Всего компания привлекла \$465,4 млн. На конец 2020 года на балансе компании было \$262,126 млн наличности.

Изменение метода разработки. В середине 2020 года компания начала переход от физического теста каждой потенциальной комбинации к автоматизированной лаборатории.

Теперь платформа компании профилирует тысячи моделей болезней и сотни тысяч потенциальных кандидатов в лекарственные препараты, а затем выводит десятки миллиардов биологических и химических взаимосвязей *in silico* (компьютерное моделирование эксперимента), отдавая приоритет наиболее перспективным кандидатам для дальнейшей проверки.

При таком подходе компания ускоряет анализ, на выполнение которого ранее потребовалось бы около 1000 лет, а теперь можно найти потенциальные лекарства методом перебора за считанные месяцы.

Иллюстрация 2. Изменение результатов после перехода

Year	2017	2018	2019	2020
Total Phenomic Experiments (Millions)	2.2	7.6	23.9	55.6
Data (PB)	0.5	1.8	4.3	6.8
Cell Types	7	12	25	36
Unique Perturbations ¹ (Millions)	0.02	0.1	0.5	1.3
Total Chemical Library (Thousands)	3	24	106	706 ²
<i>In Silico</i> Chemistry Library (Billions)	0	0	0.015	3
Inferential Relationships ³ (Billions)	NA	NA	NA	13
Clinical Assets	0	1	2	4
Cost Per Experiment ⁴ (\$)	0.63	0.45	0.36	0.33

Источник: на основе данных компании

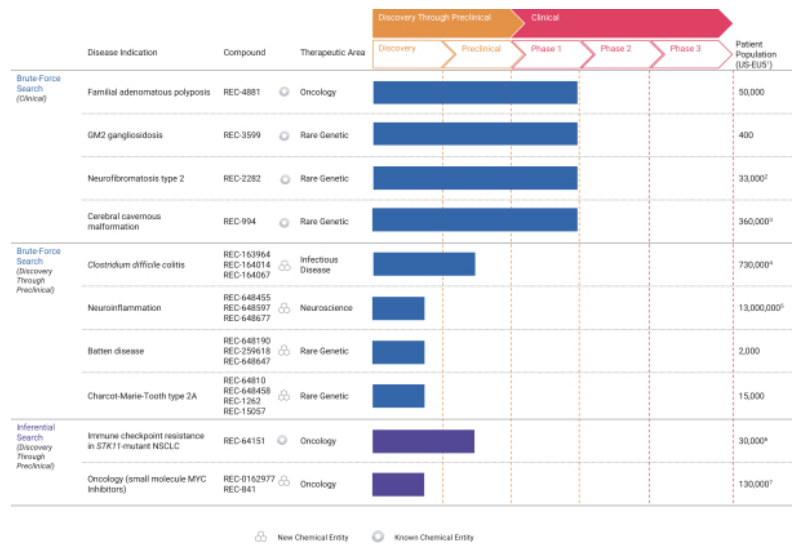
Потенциал разработок компании. Сейчас компания продвигает 37 программ и из них выделяет 10 ключевых разработок.

Разработки компании нацелены на заболевания из нескольких областей: (1) причина заболеваний четко определена и (2) существует высокая неудовлетворенная потребность (отсутствие одобренных методов лечения). На текущий момент компания готовит четыре программы для перехода на стадию 2 клинических испытаний.

Из 10 ключевых разработок восемь программ были обнаружены с помощью нового метода перебора:

- REC-4881 – разработка для лечения семейного аденоматозного полипоза (наследственное заболевание, при котором развиваются множественные образования на слизистой оболочке толстой кишки). Начало фазы 2 через четыре-пять кварталов.
- REC-3599 – для лечения ганглиозидоза (редкие наследственные заболевания из группы лизосомных болезней накопления). Начало фазы 2 через четыре-пять кварталов.
- REC-2282 – для лечения нейрофиброматоза (самое распространенное наследственное заболевание, предрасполагающее к возникновению опухолей у человека). Начало фазы 2/3 через четыре-пять кварталов.
- REC-994 – для лечения кавернозных мальформаций головного мозга (представляют собой наиболее часто встречающиеся сосудистые новообразования головного мозга). Начало фазы 2 через четыре-пять кварталов.

Иллюстрация 3. Разработки компании



Источник: на основе данных компании

Партнерства. В августе 2020 года компания заключила стратегическое партнерство с Bayer в области фиброза.

В рамках партнерства стороны договорились инициировать около 10 исследовательских проектов в течение пятилетнего периода с целью выявления новых методов лечения тяжелых и сложных фиброзных заболеваний во многих системах и органах, включая легкие, печень и сердце. Компания Bayer предоставила около 500 тысяч соединений из своей собственной библиотеки и будет передавать глубокие научные знания на протяжении всего партнерства.

В сентябре компания получила первый транш в 30 млн, также компания может претендовать на сумму до 120 млн в случае достижения определенных этапов.

В мае 2020 года компания также заключила лицензированное соглашение с Takeda Pharmaceutical.

Модель с учетом вероятности в 24% дает оценку в \$3,866 млрд

Предположение по выручке: начало продаж с 2028 года. Мы предполагаем, что компания может начать продажи своего продукта к 2028 году с учетом текущих стадий (фаза 1) и потенциальный переход к фазе 2 в середине 2022 года.

Для прогноза на 10 лет мы использовали данные потенциальных рынков для четырех основных разработок компании. **Рынок нейрофиброза** оценивается в \$8,801 млрд в 2020 году, к 2027 году прогнозируется рост до \$21,223 млрд. Основными игроками на данном рынке являются: AstraZeneca, Novartis, Genentech, Takeda, **Recursion Pharmaceuticals** и Pfizer.

Основные игроки на рынке лечения **кавернозных мальформаций головного мозга** – BioAxone, **Recursion Pharmaceuticals Inc**, GlaxoSmithKline plc, Sanofi, Pfizer Inc, Novartis AG, Abbott и Sumitomo Dainippon Pharma Co.

На рынке **семейного аденоматозного полипоза** основными игроками считаются Cancer Prevention Pharmaceuticals Inc, Marina Biotech Inc и Thetis Pharmaceuticals LLC.

Среднегодовой темп роста рынка **ганглиозидоза** в период 2021–2028 годов составит 26,5%, сам рынок оценивается в десятки миллиардов в прогнозном периоде. Основные игроки на рынке – AOxovant Gene Therapies Ltd, Passage Bio и Lysoge.

Исходя из прогноза, совокупный рынок может составить до \$33,1 млрд к 2030 году.

Мы предполагаем, что доля рынка компании может составить до 4% в первый год коммерциализации продукта с дальнейшим ростом до 17,3% к 2030 году. Компания может занять довольно значимую долю на рынке, так как ее разработки нацелены на рынки, где нет одобренных методов лечения или текущие методы не сильно эффективны. На фоне данного подхода к разработкам получение такой доли рынка вполне достижимо.

В итоге наша модель прогнозирует начало получения доходов к 2028 году в \$1,156 млрд с дальнейшим ростом до \$5,725 млрд к 2030 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 в 15%, что нам кажется вполне достижимым результатом, учитывая новый подход компании к разработке лекарств.

WACC в 5,3%. При коэффициенте бета 0,88, безрисковой ставке 1,659% и премии за риск инвестирования в акции в 4,14% затраты на капитал равны 5,3%.

Наша оценка фирмы достигает \$3,866 млрд. Так как компания находится на 1 клинической стадии разработок и есть вероятность неодобрения препаратов, мы используем «вероятность выживания». Поскольку компания находится на 1 клинической стадии исследований, риск неудачи составляет 76%. С каждой последующей фазой риск неудачи будет уменьшаться, а стоимость компании – увеличиваться. По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$3,866 млрд, что на 38% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$2,806 млрд. **Наша целевая цена, таким образом, составила \$24,8 за акцию.**

Иллюстрация 4. Модель выручки от препаратов

Модель выручки от препаратов	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Совокупный рынок потенциальных препаратов, млрд USD	18,0	19,3	20,6	22,1	23,6	25,2	27,0	28,9	30,9	33,1
темп роста, %		7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Доля рынка Recursion Pharmaceuticals Inc, %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,00%	9,00%	17,30%
Выручка от продаж, млн USD	0	0	0	0	0	0	0	1156	2783	5725

Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

Иллюстрация 5. Модель оценки Recursion Pharmaceuticals Inc.

Модель прогнозного периода	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	зрелый
Выручка, млн USD	0	0	0	0	0	0	0	1156	2783	5725	5 897
темп роста, %									141%	106%	3,0%
Маржа ЕБИТ, %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	15%	15%	15%	15%
ЕБИТ	-103	-120	-137	-151	-165	-176	-186	173	418	859	885
RR, %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	40%	40%	40%	10%
CapEx	0	0	0	0	0	0	0	69	167	343	88
FCFF	-103	-120	-137	-151	-165	-176	-186	104	251	515	796
PV FCFF	-97	-108	-117	-123	-126	-128	-128	68	154	300	
Стоимость в зрелом периоде, млн USD											28 503
PV стоимости в зрелом периоде, млн USD											16 611
ROIC в зрелом периоде, %											5,8%
Расчет WACC	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Безрисковая ставка	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Бета послерычаговая	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Премия за риск инвестирования	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Стоимость собственного капитала	5,3%	5,4%	5,4%	5,5%	5,5%	5,6%	5,6%	5,7%	5,7%	5,8%	5,8%
Ставка долга, до налогов	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	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	5,3%	5,4%	5,4%	5,5%	5,5%	5,6%	5,6%	5,7%	5,7%	5,8%	5,8%
Кумулятивная стоимость капитала	0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x
Оценка капитала, млн USD											
(=) Стоимость в прогножном периоде	(305)										
(+) Стоимость в зрелом периоде	16 611										
(x) Коэффициент на дату оценки	0,96x										
(=) EV	15 713										
(-) Долг (вкл. операционную аренду)	17										
(+) Наличность	262										
(+) Поступления от IPO	306										
(-) Стоимость выпущенных опционов	154										
(=) Оценка в сценарии полной коммерциализации основных продуктов, млн USD	16 110										
Капитализация по верхней границе IPO, млн USD	2 806										
Вероятность выживания (исходя из текущей фазы)	24,0%										
Стоимость капитала с учетом вероятности выживания, млн USD	3 866										
Целевая цена на акцию, USD	24,8										
Максимум диапазона на IPO, USD	18,0										
Потенциал роста, %	38%										
Предполагаемая оценка, исходя из фаз FDA											
	Фаза	I	II	III	IV - одобрение FDA						
Вероятность		15%	30%	60%	90%						
Оценка		2 417	4 833	9 666	14 499						
На акцию		15,5	31,0	62,0	93,0						

Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

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 Recursion Pharmaceuticals Inc.

Дополнительный капитал. После проведения IPO в будущем компания может столкнуться с проблемой наличности на балансе для дальнейшего развития продукта, и, возможно, потребуются дополнительный капитал. Если компания не сможет привлечь дополнительный капитал, это способно 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.
