

GoodRx Holdings (GDRX)

Оценка капитала | DCF

США | Цифровое здравоохранение

Потенциал роста: **33%**Целевая цена: **\$37,3**Диапазон размещения: **\$24-\$28**

оценка перед IPO

IPO GDRX: платформа для поиска лекарств

GoodRx

Выручка, 2Q2020 (млн USD)	257
EBIT, 2Q2020 (млн USD)	85
Прибыль, 2Q2020 (млн USD)	55
Чистый долг, 2Q2020 (млн USD)	563

P/E, 2020 (x)	—
P/S, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	33

Капитализация IPO (млрд USD)	9,9
Акций после IPO (млн шт)	384
Акций к размещению (млн шт)	34,6
Объем IPO (млн USD)	900
Минимальная цена IPO (USD)	24
Максимальная цена IPO (USD)	28
Целевая цена (USD)	37,3
Дата IPO	22 сентября

Динамика акций | биржа/тиккер **GDRX/NASDAQ**

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

22 сентября состоится IPO компании GoodRx Holdings. Компания является разработчиком платформы, которая собирает различные данные из 70 тысяч аптек и сравнивает цены на лекарства для поиска более дешевых. Андеррайтерами размещения выступают Morgan Stanley, Goldman Sachs, J.P. Morgan и Barclays.

Об IPO, акционерах и приобретении GoodRx. Среди акционеров компании числятся Silver Lake с долей в 35,3% (33,8% после IPO), Francisco Partners с долей в 23,7% (22,1% после IPO), Spectrum с долей в 15,4% (12,5% после IPO) и Idea Men с долей в 17,9% (15,6% после IPO). Компания Silver Lake на IPO приобретет акции класса A на сумму \$100 млн в ходе частного размещения, которое будет проходить одновременно с IPO. Всего компания размещает 34,615 млн акций, из которых 23,4 млн акций продает сама компания и 11,192 млн - акционеры компании. За свою историю компания сделала два приобретения - это Iodine (компания, которая помогает пациентам подбирать нужные лекарства) в январе 2017 года и HeyDoctor (поставщик телемедицины) в сентябре 2019 года.

Платформа GoodRx. Компания начала свою деятельность с создания инструмента для сравнения цен на рецептурные лекарства, предлагая потребителям поиск и возможность приобретения лекарств по более доступным ценам. На сегодняшний день через платформу можно получить различные услуги, такие как (1) Prescription Offering (сбор данных из аптек и предоставление данных по запросу пользователей), (2) Subscription Offerings (подписка на предоставление 1000 различных лекарств не дороже \$10 и совместная с компанией Kroger подписка на предоставление бесплатных генерических препаратов), (3) Pharmaceutical Manufacturer Solutions Offering (предоставление решений для производителей фармацевтических лекарственных препаратов) и (4) Telehealth Offerings (после приобретения HeyDoctor в 2019 году компания начала предоставлять свои услуги по телемедицине и создала площадку для привлечения сторонних поставщиков в экосистему компании).

Ключевые цифры. Приложение компании является самым загружаемым медицинским приложением на площадках Apple и Google Play. Во втором квартале 2020 года у компании было более 15 млн посетителей в месяц, совокупная экономия потребителей оценивается примерно в \$20 млрд.

Потенциальный рынок. Свой основной адресный рынок компания оценивает в \$800 млрд (\$524 млрд - рынок лекарств, \$30 млрд - рынок сотрудничества с производителями лекарств и \$250 млрд - рынок телездравоохранения).

Апсайд в 33% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$14,537 млрд при целевой цене в \$37,3 на 1 простую акцию с потенциалом роста 33%.

GoodRx Holdings: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	6M20
Выручка	250	388	257
Себестоимость	6	14	13
Валовая выручка	243	374	244
Отдел разработки и продукта	44	29	22
S&M	104	177	115
G&A	8	15	12
D&A	10	14	9
EBIT	77	140	85
Прочие расходы/доходы	0	3	-0
Погашение долга	3	5	0
Процентный доход	-0	-1	-0
Процентный расход	22	50	15
Доналоговая прибыль	52	83	70
Налог	-9	-17	-15
Чистая прибыль	44	66	55
Рост и маржа (%)	2018	2019	6M20
Темпы роста выручки	59%	56%	48%
Темпы роста EBITDA	-	-	-
Темпы роста EBIT	-	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-
Валовая маржа	98%	96%	95%
EBITDA маржа	-	-	-
EBIT маржа	31%	36%	33%
NOPLAT маржа	-	-	-
Маржа чистой прибыли	18%	17%	21%
Cash Flow, млн USD	2018	2019	6M20
CFO	45	83	84
D&A	10	14	9
CFI	(3)	(37)	(8)
CapEx	(3)	(6)	(8)
CFF	(25)	(55)	25
Денежный поток	17	(9)	101
Наличность на начало года	18	35	26
Наличность на конец года	35	26	127
Справочные данные	2018	2019	6M20
Акции в обращении, млн штук	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-
EV, USD	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	3	6	8
Рабочий капитал, USD	-	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	-
BV, USD	-	-	-
Инвестированный капитал	-	-	-
EPS, USD на акцию	-	-	-

Балансовый отчет, млн USD	2018	2019	6M20
Наличность	35	26	127
Дебиторская задолженность	33	48	59
Прочие активы	5	12	15
Текущие активы	73	87	200
ОС	1	2	5
Гудвилл	220	236	236
НМА	16	21	15
ПО	2	5	11
Активы в аренду	0	32	30
Отложенный налог	1	2	2
Прочие активы	1	1	3
Активы	315	387	502
Кредиторская задолженность	7	8	9
Начисленные расходы	4	16	41
Долг	5	7	7
Аренда	0	3	3
Текущие обязательства	17	33	60
Долг	717	664	690
Аренда	0	37	36
Отложенный налог	3	0	2
Прочие обязательства	3	3	4
Всего обязательства	740	737	792
Конвертируемые акции	737	737	737
Капитал	-1 162	-1 088	-1 027
Обязательства и собственный капитал	315	387	502
Поэлементный анализ ROIC	2018	2019	6M20
Маржа NOPLAT, %	-	-	-
ICTO, x	-	-	-
AICTO, x	-	-	-
ROIC, %	-	-	-
Себестоимость/выручка, %	-	-	-
Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
WCFO, x	-	-	-
FATO, x	-	-	-
Ликвидность и структура капитала	2018	2019	6M20
EBIT/процентные платежи, x	-	-	-
Текущая ликвидность, x	4,40	2,59	3,34
Долг/общая капитализация, %	-	-	-
Долг/активы, %	228%	172%	137%
Долг/собственные средства, x	-	-	-
Долг/IC, %	-	-	-
Собственные средства/активы, %	11%	7%	25%
Активы/собственный капитал, x	-	-	-
Мультипликаторы	2018	2019	6M20
P/B, x	-	-	-
P/E, x	-	-	-
P/S, x	-	-	-
EV/EBITDA, x	-	-	-
EV/S, x	-	-	-

GoodRx Holdings: ключевые факты

О компании GoodRx Holdings. Компания является разработчиком платформы, которая собирает различные данные из 70 тысяч аптек и сравнивает цены на лекарства для поиска более дешевых.

Среди акционеров компании числятся Silver Lake с долей в 35,3% (33,8% после IPO), Francisco Partners с долей в 23,7% (22,1% после IPO), Spectrum с долей в 15,4% (12,5% после IPO) и Idea Men с долей в 17,9% (15,6% после IPO).

Компания Silver Lake на IPO приобретет акции класса A на сумму \$100 млн в ходе частного размещения, которое будет проходить одновременно с IPO.

Всего компания размещает 34,615 млн акций, из которых 23,4 млн акций продает сама компания и 11,192 млн - акционеры компании.

За свою историю компания сделала два приобретения – это Iodine (компания, которая помогает пациентам подбирать нужные лекарства) в январе 2017 года и HeyDoctor (поставщик телемедицины) в сентябре 2019 года.

Платформа GoodRx Holdings. Компания начала свою деятельность с создания инструмента для сравнения цен на рецептурные лекарства, предлагая потребителям поиск и возможность приобретения лекарств по более доступным ценам.

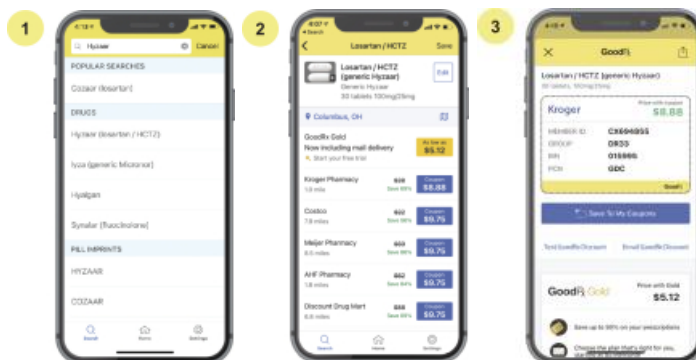
На сегодняшний день через платформу можно получить различные услуги, такие как Prescription Offering, Subscription Offerings, Pharmaceutical Manufacturer Solutions Offering и Telehealth Offerings.

Prescription Offering – технология компании, собирающая данные о более 150 млрд лекарств, после чего данные структурируются для предоставления потребителям информации о ценах, расположении аптек через приложение и веб-сайты компании бесплатно.

Потребители могут бесплатно выбрать самые низкие цены из ряда ближайших аптек, сохранить код GoodRx и предоставить данный код в аптеке для получения лекарств по низкой цене. Данный код остается в базе данных аптеки.

Компания получает доход, когда потребитель впервые использует код и во время последующих покупок в данной аптеке.

Иллюстрация 1. Пример работы приложения: (1) поиск лекарства, (2) поиск цен и (3) код GoodRX



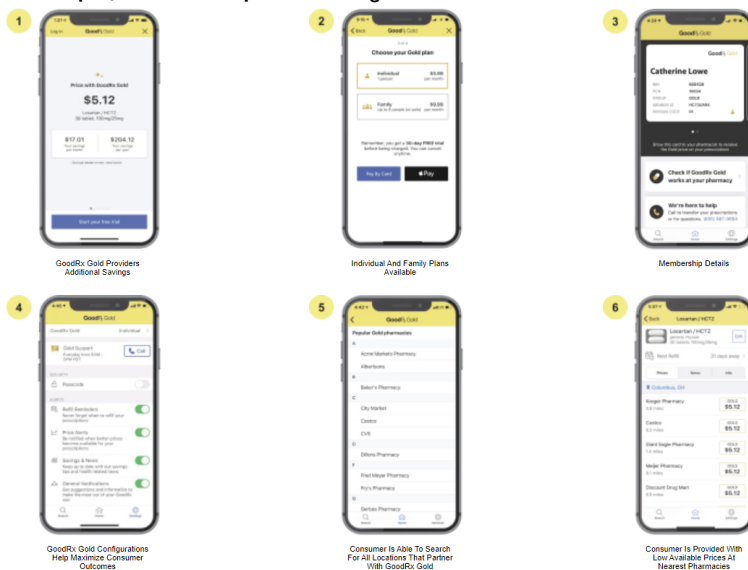
Источник: на основе данных компании

Subscription Offerings – предложение по подписке компании, включающее в себя два типа подписки: Gold (была запущена в 2017 году) и Kroger Savings (была запущена в 2018 году).

Подписка GoodRx Gold: пользователи вносят ежемесячную плату от \$5,99 для физических лиц и \$9,99 для семей до 5 человек за доступ к более низким ценам в некоторых аптеках. По данной подписке доступно более 1000 различных лекарств по цене не дороже \$10, что дает экономию до 90% от стандартных цен. Также компания недавно добавила доставку по почте.

Подписка Kroger Rx Savings Club: компания сотрудничает с Kroger, чтобы предложить подписку для потребителей Kroger за годовую плату в \$36 для физических лиц или \$72 для семьи до 6 человек. По подписке потребители получают доступ к более 100 распространённым генерическим препаратам бесплатно или по цене от \$3 до \$6, также имеется доступ к 1000 других генерических препаратов. Генерические препараты - лекарственные препараты с доказанной фармацевтической, биологической и терапевтической эквивалентностью оригиналу, то есть это лекарственные средства, имеющие такой же состав действующих веществ, лекарственную форму и эффективность, как и оригинальные препараты, но не обладающие патентной защитой. Выручку от подписки компании делят между собой.

Иллюстрация 2. Subscription Offerings

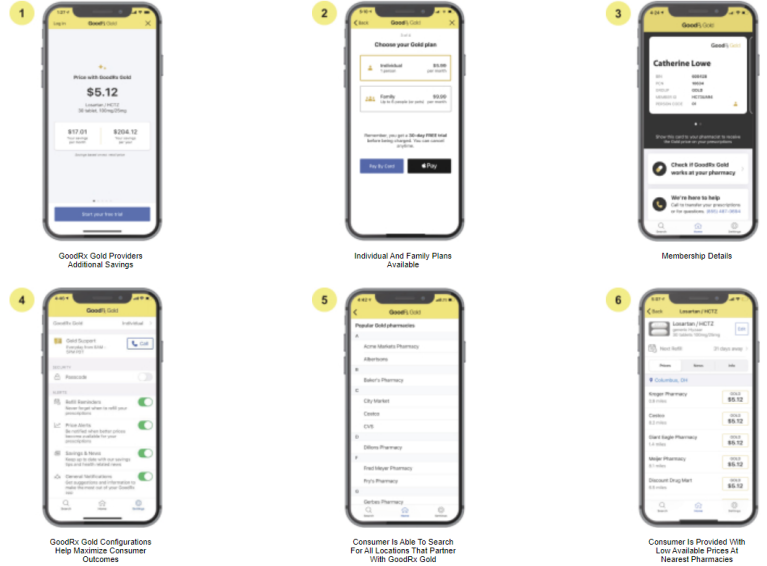


Источник: на основе данных компании

Pharmaceutical Manufacturer Solutions Offering: компания сотрудничает с производителями фармацевтических препаратов, чтобы рекламировать и интегрировать их решения в платформу компании. Так как многие потребители не могут приобрести нужные лекарства известных брендов, производители фармацевтических препаратов предлагают различные решения, такие как помощь пациентам, карты доплаты.

Например, пользователь, который ищет лекарства от бренда на платформе GoodRx, может выбрать свой страховой статус и нужные критерии, после чего платформа автоматически определяет возможные решения от производителя и предоставляет варианты.

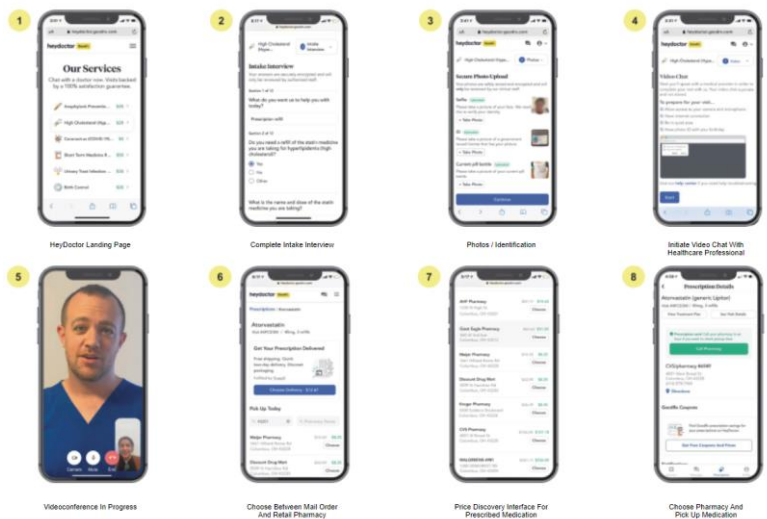
Иллюстрация 3. Pharmaceutical Manufacturer Solutions Offering



Источник: на основе данных компании

Telehealth Offerings: после приобретения HeyDoctor в 2019 году компания представила своего собственного поставщика телемедицины, а также площадку GoodRx Telehealth Marketplace (данная площадка предназначена для привлечения сторонних поставщиков в экосистему компании).

Иллюстрация 4. Telehealth Offerings



Источник: на основе данных компании

Ключевые цифры. Приложение компании является самым загружаемым медицинским приложением на площадках Apple и Google Play.

Во втором квартале 2020 года у компании было более 15 млн посетителей в месяц, совокупная экономия потребителей оценивается примерно в \$20 млрд.

Потенциальный рынок. Свой основной адресный рынок компания оценивает в \$800 млрд (\$524 млрд - рынок лекарств, \$30 млрд - рынок сотрудничества с производителями лекарств и \$250 млрд - рынок телездравоохранения).

Оценка GoodRx Holdings: потенциал роста свыше 33% с учетом консервативного прогноза

1. Прогноз выручки. Для построения модели мы использовали данные по выручке по рецептам и прочую выручку (доход от подписки, доход от рекламы).

Выручка по рецептам. В 2019 году темпы роста выручки от рецептов выросли на 50% за счет роста ежемесячных активных пользователей. За 1ПГ 2020 года наблюдается замедление до 42%, так как пандемия повлияла на результаты 2-го квартала, поскольку многие пользователи избегали личного посещения аптек. Мы ожидаем, что в 2020 прогнозном году темпы роста могут составить до 40% с дальнейшим замедлением до 5% к 2029 прогнозному году. Таким образом, выручка по рецептам вырастет с \$365 млн до \$1,807 млрд.

Прочая выручка. В 2019 году темпы роста прочей выручки составили 258%. Основными драйверами роста выручки были увеличение количества пользователей по подписке, рост доходов от рекламы и запуск предложений телемедицины. В 1ПГ 2020 года темпы роста замедлились до 171%. Мы ожидаем, что темпы роста в 2020 прогнозном году могут составить до 160% с дальнейшим замедлением до 7% к 2029 прогнозному году. Прочая выручка вырастет с \$23,6 млн до \$1,232 млрд к 2029 прогнозному году.

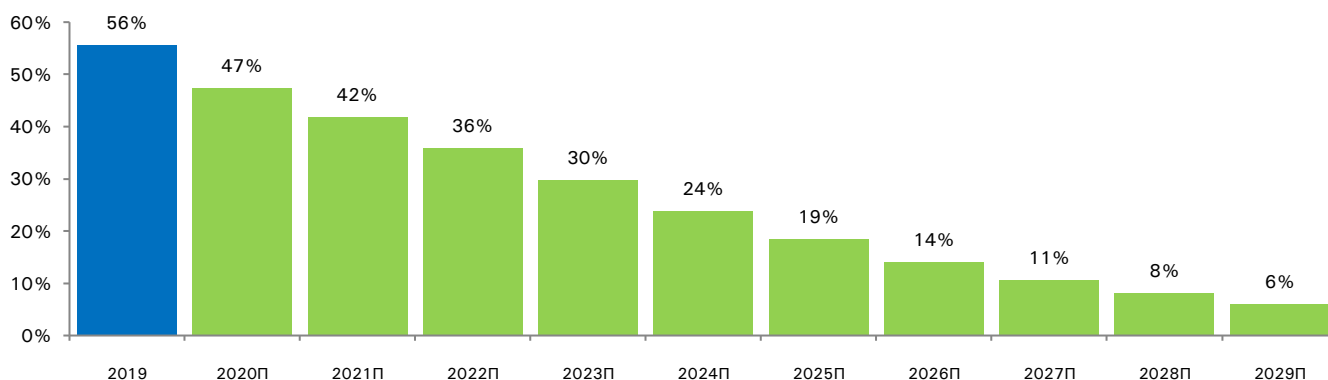
С учетом всех вводных данных мы заложили замедление темпов роста выручки с 56% в 2019 году до 47% в 2020 прогнозном году с дальнейшим замедлением до 6% к 2029 прогнозному году, общая выручка компании вырастет с \$388 млн до \$3,039 млрд.

Иллюстрация 5. Модель выручки GoodRx Holdings

Модель выручки из целевого рынка	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Выручка по рецептам, млн USD	243	365	510	674	846	1020	1187	1342	1483	1607	1715	1807
Темпы роста, %		50%	40%	32%	26%	20%	16%	13%	10%	8%	7%	5%
Прочая выручка	7	24	61	137	256	410	583	755	912	1044	1150	1232
Темпы роста, %		258%	160%	123%	86%	60%	42%	30%	21%	14%	10%	7%
Всего выручка, млн USD	250	388	572	811	1 102	1 429	1 770	2 097	2 395	2 651	2 865	3 039
Темпы роста, %		56%	47%	42%	36%	30%	24%	19%	14%	11%	8%	6%

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

График 1. Прогноз темпов роста GoodRx Holdings

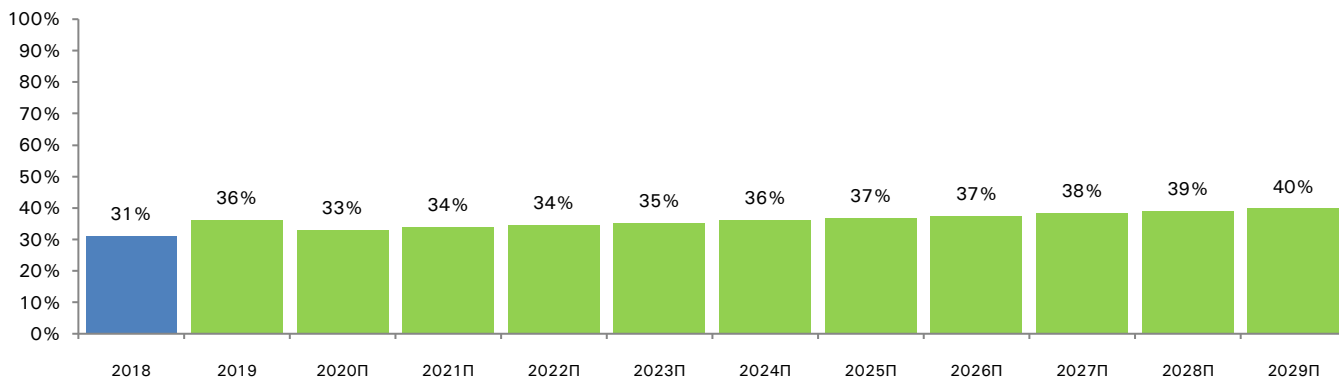


Источник: на основе данных компании и прогноза ООО ИК «Фридом Финанс»

2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений в 40%.

В 2019 году показатели EBIT-маржи были равны 36%. Мы сделали консервативный прогноз маржи и приравнивали к среднеотраслевым значениям в 40%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 9% до среднеотраслевых в 5%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$1,180 млрд.

График 2. Прогноз EBIT-маржи



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

3. Предположения для зрелого периода. В зрелом возрасте мы заложили 3% роста. ROIC в зрелом периоде мы консервативно приравнивали к затратам на капитал в 5,6%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 54% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (\$2,987 млрд) и зрелого (\$10,773 млрд) периода, составит \$14,377 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга в \$738 млн, наличность на счетах в \$185 млн и поступления от IPO в \$709 млн, собственный капитал GoodRx Holdings можно оценить в \$14,533 млрд.

Учитывая 384 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$37,3. Потенциал к верхней границе IPO в \$28 составляет 33%.

Компания продает 23,42 млн акций, а акционеры - 11,19 млн. Выручка от IPO составит \$609 млн, \$100 млн - выручка в рамках частного размещения, где покупателем выступает компания Silver Lake.

Иллюстрация 6. Модель оценки GoodRx Holdings методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
темпа роста выручки, %		56%	47%	42%	36%	30%	24%	19%	14%	11%	8%	6%	3,0%
(+) Выручка	250	388	572	811	1 102	1 429	1 770	2 097	2 395	2 651	2 865	3 039	3 130
(х) Операционная маржа	31%	36%	33%	34%	34%	35%	36%	37%	37%	38%	39%	40%	40%
(=) EBIT	77	140	189	274	380	504	637	771	898	1 014	1 117	1 208	1 267
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	28	38	55	76	101	127	154	180	203	223	242	253
(=) NOPLAT	77	112	151	219	304	403	510	617	718	811	894	966	1 014
(-) чистые реинвестиции	-9	35	49	67	86	106	124	139	149	154	155	152	543
(=) FCFF	86	77	102	152	218	297	385	478	570	657	739	814	471
FCFF маржа, %		20%	18%	19%	20%	20,8%	21,8%	22,8%	23,8%	24,8%	25,8%	26,8%	
(х) фактор дисконтирования			0,94x	0,89x	0,84x	0,79x	0,74x	0,70x	0,66x	0,63x	0,60x	0,60x	
PV FCF			96	135	182	234	287	336	379	413	440	485	
Терминальная стоимость													18 092
PV Терминальной стоимости													10 773
Имплицированные переменные модели		2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	
Выручка/капитал, х		1,01x	1,32x	1,62x	1,88x	2,06x	2,17x	2,20x	2,17x	2,11x	2,03x	2,16x	
Инвестированный капитал		384	434	500	586	692	816	955	1 104	1 258	1 413	1 410	
Чистое реинвестирование, %		31%	33%	30%	28%	26%	24%	22%	21%	19%	17%	16%	54%
Реинвестирование к выручке, %		9,0%	8,6%	8,2%	7,8%	7,4%	7,0%	6,6%	6,2%	5,8%	5,4%	5,0%	
ROIC, %		29%	35%	44%	52%	58%	62%	65%	65%	64%	63%	69%	5,6%
Маржа NOPLAT, %		29%	26%	27%	28%	28%	29%	29%	30%	31%	31%	32%	
Расчет WACC		2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П		
Безрисковая ставка		0,68%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	
Бета послерыноговая		1,14	1,13	1,11	1,10	1,08	1,07	1,06	1,04	1,03	1,03	1,00	
Премия за риск инвестирования		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Стоимость собственного капитала		6,4%	6,3%	6,2%	6,2%	6,1%	6,0%	6,0%	5,9%	5,8%	5,7%		
Ставка долга, до налогов		5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	
Ставка долга, после налогов		4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	
СК/Стоимость компании		95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	
Долг/Стоимость компании		5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	
Средневзвешенная стоимость капитала		6,3%	6,2%	6,1%	6,1%	6,0%	5,9%	5,9%	5,8%	5,7%	5,6%		
Кумулятивная стоимость капитала		0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x		
Оценка капитала, млн USD													
(=) Стоимость в прогнозном периоде													2 987
(+) Стоимость в терминальном периоде													10 773
(х) Коэффициент на дату оценки													1,04x
(=) EV													14 377
(-) Долг (вкл. операционную аренду)													738
(+) Наличность													185
(+) Поступления от IPO													709
(-) Стоимость выпущенных опционов													0
(=) Оценка собственного капитала													14 533
Рыночная капитализация													10 753
Целевая цена на акцию, USD													37,3
Максимум диапазона на IPO, USD													28
Потенциал роста, %													33%

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