РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Medallia, Inc (MLDA)

Потенциал роста: 34%
Целевая цена: $24
Диапазон размещения: $16-18

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Программное обеспечение

оценка перед IPO

Лидер в области управлением опыта работы с клиентами

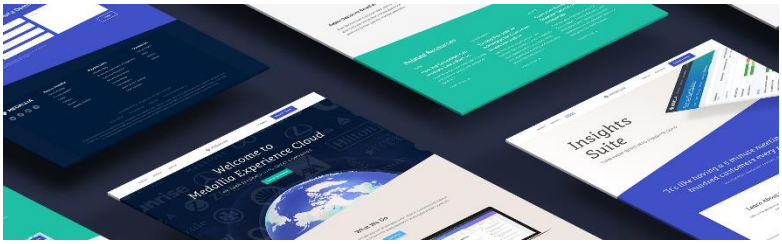
Medallia

Выручка, 2019 (млн USD)	**314**
EBIT, 2019 (млн USD)	**-80**
Прибыль, 2019 (млн USD)	**-82**
Чистый долг, 2019 (млн USD)	**0**
P/E, 2019 (x)	**—**
P/BV, 2019 (x)	**—**
EV/S, 2019 (x)	**—**
ROA (%)	**—**
ROIC (%)	**—**
ROE (%)	**—**
Маржа EBIT (%)	**-10**
Капитализация IPO (млн USD)	**2 067**
Акций после IPO (млн шт)	**121,6**
Акций к размещению (млн шт)	**14,5**
Объем IPO (млн USD)	**246,5**
Минимальная цена IPO (USD)	**16**
Максимальная цена IPO (USD)	**18**
Целевая цена (USD)	**24**
Дата IPO	**18 июля**
Динамика акций | биржа/тикер	**NYSE/MLDA**

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



18 июля состоится IPO компании Medallia, которая занимает 15 место в списке Forbes Cloud 100 и является разработчиком программного обеспечения для «управления опытом», чье решение помогает снизить отток клиентов и улучить продажи. Крупным акционером компании является Sequoia Capital (Airbnb, Apple, Cisco, Instagram) с долей в 40,7%.

Главным продуктом компании является SaaS-платформа под названием - Medallia Experience Cloud. Платформа собирает данные об опыте работы с клиентами и сотрудниками для анализа, которые в дальнейшем помогают клиентам принимать бизнес-решения. Данные собираются от клиентов и сотрудников в основном посредством опросов. Помимо этого, данные также собираются из колл-центров, цифровые платформы, социальные сети и другие источники. Платформа компании собирает и анализирует 4,9 млрд различных событий в год и выполняет более 8 трлн вычислений в день.

Бизнес-модель компании. Бизнес-модель Medallia представляет собой модель подписки. Основными клиентами являются – крупные компании с доходом свыше $1,5 млрд в год и средние компании с доходом от $150 млн до $1,5 млрд. На 30 апреля 2019 года, у компании было 565 клиентов из них 32 компнии из списка Fortune Global 100 (Airbnb, Comcast, Mercedes Benz, PayPal). При этом, ни 1 клиент не представлял более 10% выручки в 2019 финансовом году.

Ускорение выручки и движение к безубыточности. За последний финансовый год темпы роста Medallia составили 20%, но в 1 квартале 2020 года наблюдается ускорение выручки до 33% из-за новых приобретений и вовлечения их клиентской базы. За последние 2 года EBIT маржа была стабильна на уровне -27% и -26%, но в 1 квартале 2020 финансового года выросла до уровня в -2%, а показатель EBITDA в том же квартале показывает положительную динамику.

Потенциал в 34% по DCF и 51% по P/S к верхней границе IPO. По мультипликаторам, исходя из отраслевой зависимости темпов роста выручки и P/S, мы видим оценку в 10,5х годовых выручек в $3,3 млрд (потенциал - 51%). При этом DCF-модель дает оценку на уровне $2,9 млрд (потенциал - 34%).

Medallia, Inc: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	3M20
Выручка	**261**	**314**	**94**
Себестоимость	96	116	33
Валовая прибыль	**165**	**198**	**61**
R&D	86	86	20
S&M	110	139	34
G&A	40	53	10
EBITDA	**(49)**	**(53)**	**5**
Амортизация	22	27	7
EBIT	**(71)**	**(80)**	**(2)**
Прочие доходы	2	(0)	0
Доналоговая прибыль	**(69)**	**(80)**	**(2)**
Налог	2	2	1
Чистая прибыль	**(70)**	**(82)**	**(3)**

Рост и маржа (%)	2018	2019	3M20
Темпы роста выручки	–	20%	33%
Темпы роста EBITDA	–	–	–
Темпы роста EBIT	–	–	–
Темпы роста NOPLAT	–	–	–
Темпы роста инвестированного капитала	–	–	–
Валовая маржа	63%	63%	65%
EBITDA маржа	-19%	-17%	6%
EBIT маржа	-27%	-26%	-2%
NOPLAT маржа	–	–	–
Маржа чистой прибыли	-27%	-26%	-3%

Cash Flow, млн USD	2018	2019	3M20
CFO	**16**	**(15)**	**18**
D&A	22	27	7
CFI	**(9)**	**6**	**(70)**
CapEx	(39)	(11)	(2)
CFF	**6**	**11**	**71**
Денежный поток	**14**	**2**	**20**
Наличность на начало года	29	42	45
Наличность на конец года	42	45	64

Справочные данные	2018	2019	3M20
Акции в обращении, млн штук	–	–	–
Балансовая стоимость акции, USD	–	–	–
Рыночная стоимость акции, USD	–	–	–
Рыночная капитализация, USD	–	–	–
EV, USD	–	–	–
Капитальные инвестиции, USD	39	11	2
Рабочий капитал, USD	–	–	–
Реинвестиции, USD	–	–	–
BV, USD	–	–	–
Инвестированный капитал	–	–	–
EPS, USD на акцию	–	–	–

Балансовый отчет, млн USD	2018	2019	3M20
Наличность	43	45	64
ЦБ	17	0	68
Дебиторская задолженность	91	106	51
Отложенные комиссии	12	16	17
Прочие активы	15	16	17
Текущие активы	**178**	**182**	**217**
ОС	43	43	23
Отложенные комиссии	26	36	37
Гудвил и НМА	17	17	17
Прочие активы	1	2	7
Долгосрочные активы	**87**	**98**	**84**
Активы	**265**	**280**	**301**
Кредиторская задолженность	1	1	2
Начисленные расходы	12	13	16
Начисленная компенсация	13	20	15
Отложенный доход	168	211	186
Текущие обязательства	**194**	**244**	**218**
Доходы будущих периодов	1	1	2
Аренда	35	37	2
Прочие	0	4	4
Долгосрочные обязательства	**36**	**43**	**9**
Всего обязательства	**230**	**287**	**227**
Конвертируемые акции	**0**	**0**	**0**
Капитал	**35**	**-7**	**74**
Обязательства и собственный капитал	**265**	**280**	**301**

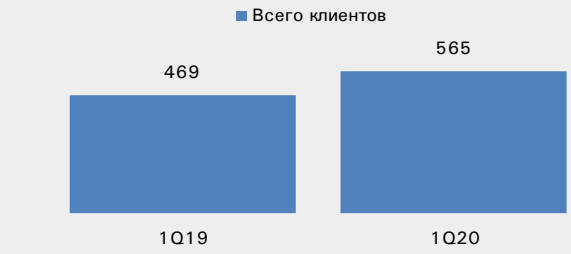
Поэлементный анализ ROIC	2018	2019	3M20
Маржа NOPLAT, %	–	–	–
ICTO, x	–	–	–
AICTO, x	–	–	–
ROIC, %	–	–	–
Себестоимость/выручка, %	-37%	-37%	-35%
Операционные издержки/выручка, %	-127%	-126%	-102%
WCTO, x	–	–	–
FATO, x	–	–	–

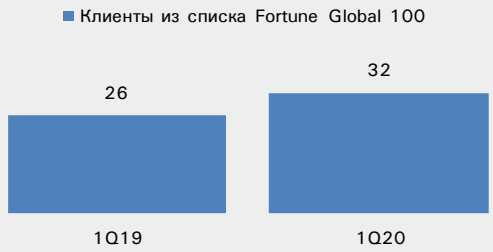
Ликвидность и структура капитала	2018	2019	3M20
EBIT/процентные платежи, x	–	–	–
Текущая ликвидность, x	0,92	0,75	0,99
Долг/общая капитализация, %	–	–	–
Долг/активы, %	–	–	–
Долг/собственные средства, x	–	–	–
Долг/IC, %	–	–	–
Собственные средства/активы, %	23%	16%	44%
Активы/собственный капитал, x	–	–	-

Мультипликаторы	2018	2018	3M20
P/B, x	–	–	–
P/E, x	–	–	–
P/S, x	–	–	–
EV/EBITDA, x	–	–	–
EV/S, x	–	–	–

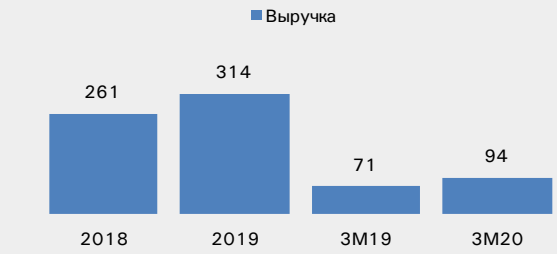
Medallia, Inc: ключевые цифры

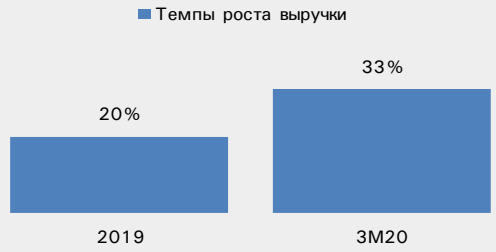
Операционная метрика



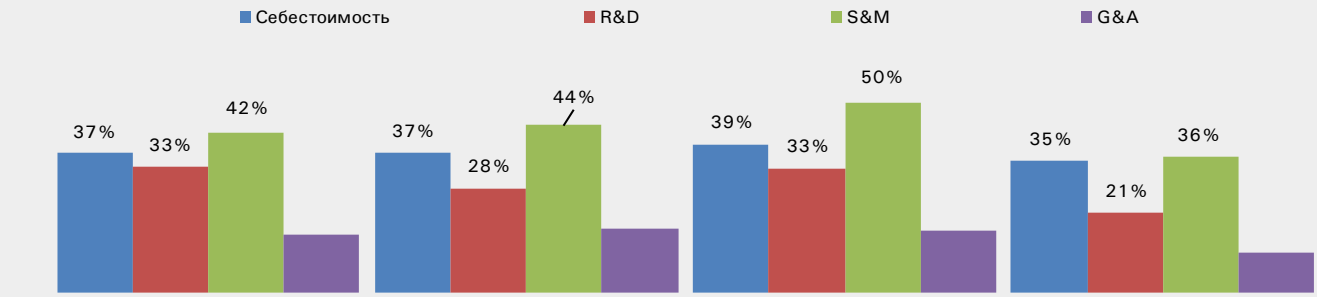


Выручка и темпы роста

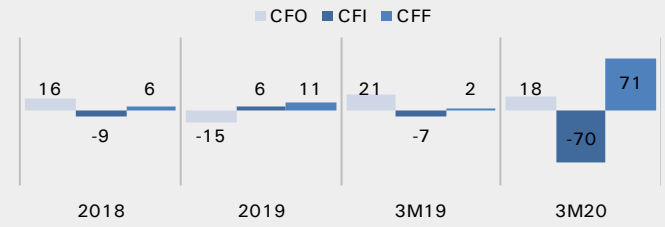




Расходы и их структура

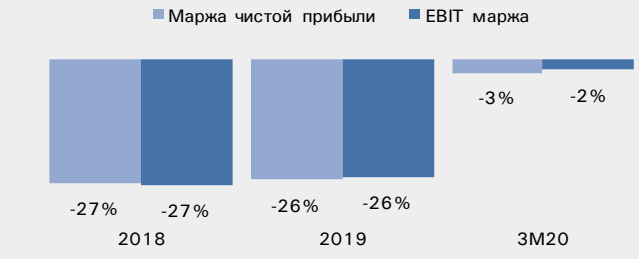


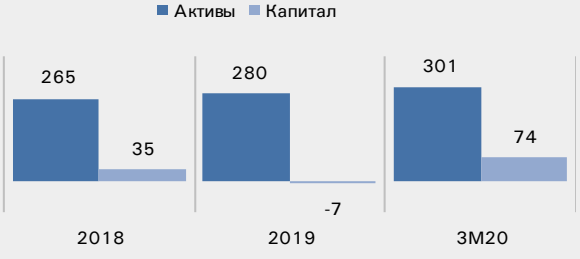
Денежные потоки





Маржа и активы





Medallia, Inc: общее резюме привлекательности размещения

В целом, размещение является классической SaaS "историей", которые очень неплохо показывали себя в прошлом - B2B бизнес с предсказуемой моделью доходов с крупными клиентами, приносящий реальную добавленную стоимость своим клиентам. Оценка представляется разумной, компания имеет очень теплые отзывы в СМИ и 15 место в рейтинге Forbes Cloud 100. Темпы роста не самые высокие, однако имеется большой неохваченный целевой рынок и ускорение в последнем квартале. Medallia обладает целым рядом сильных тезисов, подтверждающих потенциал роста свыше 30%.

(+) "Хорошая" отрасль и модель бизнеса - SaaS по подписной модели, такие IPO имели очень хороший перформанс в прошлом; инвесторы любят такие размещения за технологическую дифференциацию, предсказуемость доходов, темпы роста и большие неохваченные целевые рынки.

(+) Неплохие темпы роста и их ускорение - +20% в 2019 ФГ и их ускорение до +33% в последнем квартале.

(+) Позитивная траектория по выходу в безубыточность - в последнем квартале маржа EBIT составила -2% против -26% в 2019 ФГ.

(+) Крупный целевой рынок по оценкам различных источников и по ненасыщенности услугами компании. Адресный рынок в $68 млрд.

(+) Наличие стандартных для SaaS "регалий": 15 место в Forbes Cloud 100.

(+) Крупные клиенты, наличие сетевого эффекта среди сотрудников и высокое удержание. 32 клиента из 565 из Fortune Global 100 (Airbnb, Comcast, Mercedes Benz, PayPal); основные клиенты – крупные компании (доход свыше $1,5 млрд в год) и средние компании (от $150 млн до $1,5 млрд). Средний срок контракта на клиента составляет 2,5 года на 30 апреля 2019 года. Контракты не подлежат отмене.

(+) Авторитетные фонды в акционерах - Sequoia, TriplePoint Venture Growth и Saints Capital.

(+) Рост в том числе за счет приобретений - Strikedeck $11 млн, разработчики ПО для автоматизации работы с клиентами и в июне 2019 года Cooladata Ltd за $7,6 млн. Cooladata Ltd – разработчик облачной платформы для поведенческой аналитики клиентов.

(+) Оценка оставляет потенциал роста как по мультипликаторам (апсайд 51%) так и по DCF модели (34%).

(-) Наличие довольно высокой конкуренции. Среди конкурентов есть довольно сильные игроки - Qualtrics (приобретенный компанией SAP) и SurveyMonkey.

(-) Темпы роста пограничны для SaaS, 20% рост достаточен, но тем не менее не самый высокий темп в индустрии. Однако, этот фактор частично перекрывается высоким темпом роста в последнем квартале и большим целевым рынком.

Medallia, Inc: ключевые факты

Компания Medallia – разработчик программного обеспечения для «управления опытом», путем сбора и анализа обратной связи с клиентами и сотрудниками. Главным продуктом компании является SaaS-платформа под названием - Medallia Experience Cloud. Medallia занимает 15 место в списке Forbes Cloud 100.

На последнем инвестраунде компанию оценили в $2,4 млрд. Всего было привлечено $325 млн. Среди инвесторов были Sequoia, TriplePoint Venture Growth и Saints Capital. На момент IPO, Sequoia Capital считается самым крупным акционером в 40,7%. Стоит отметить, что Sequoia Capital также владела акциями конкурента – Qualtrics, который перед IPO был приобретен компанией SAP.
У компании есть 8 патентов и еще 13 находится на стадии рассмотрения.

Основными клиентами являются – крупные компании с доходом свыше $1,5 млрд в год и средние компании с доходом от $150 млн до $1,5 млрд.

Продукт компании - Medallia Experience Cloud. Платформа собирает данные об опыте работы с клиентами и сотрудниками для анализа, которые в дальнейшем помогают клиентам принимать бизнес-решения. Данные собираются от клиентов и сотрудников в основном посредством опросов. Помимо этого, данные также собираются из колл-центров, цифровые платформы, социальные сети и другие источники. Платформа компании собирает и анализирует 4,9 млрд различных событий в год и выполняет более 8 трлн вычислений в день.

Решение компании позволяет клиентам, улучшать продажи, снижать отток клиентов, получить обратную связь по своим продуктам.

Также платформа включается в себя 4 отдельных пакета услуг - Customer Experience (CX) – повышение лояльности клиента, снижение оттока), Business Experience (BX) – ориентир B2B, повышение ценности со стороны клиентов и партнеров, Employee Experience (EX) – повышение вовлеченности сотрудников, персонализация опыта сотрудников и Product Experience (PX) – предоставление о всех этапах жизненного цикла продукта.

Помимо этого, компания предоставляет дополнительные модули: Medallia Athena Text Analytics (превращает неструктурированные отзывы клиентов и сотрудников в действенные идеи), Medallia Social(сбор отзывов и составление рейтингов компании в социальных сетях для управления «социальной репутацией»), Medallia Digital (оптимизация взаимодействия по цифровым каналам), Medallia Conversations (вовлечение клиентов и сотрудников на платформах обмена сообщениями в режиме реального времени) и мобильные приложения (обеспечение понимания рабочего процесса и оповещения на мобильных устройствах).

Иллюстрация 1. Платформа Medallia



Источник: на основе данных компании

У платформы Medallia Experience Cloud присутствует двунаправленная интеграция с различными корпоративными приложениями.

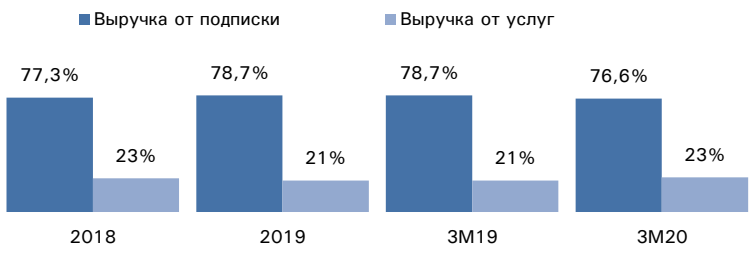
Иллюстрация 2. Интеграции платформы



Источник: на основе данных компании

Бизнес-модель компании. Бизнес-модель Medallia представляет собой модель подписки. За последние 2 финансовых года, доход от подписки составлял более 76%.

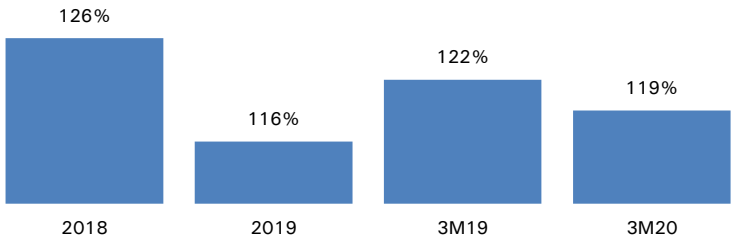
График 1. Соотношение выручки, %



Источник: на основе данных компании

При этом, у компании очень высокая ставка удержания. Средний срок контракта на клиента составляет 2,5 года на 30 апреля 2019 года. Контракты не подлежат отмене.

График 2. Ставка удержания, %



Источник: на основе данных компании

На 30 апреля 2019 года, у компании было 565 клиентов, из них: 8 из 10 крупнейших компаний в области коммуникаций, 7 из 10 крупнейших компаний в области гостиничного бизнеса, 6 из 10 крупнейших банков, 5 из 10 ведущих страховых компаний и 5 из 10 крупнейших автомобильных компаний.

При этом, ни 1 клиент не представлял более 10% выручки в 2019 финансовом году.

Иллюстрация 3. Клиенты компании



Источник: на основе данных компании

История приобретений. За всю историю было сделано 2 приобретения и оба в 2019 году. Первая компания была приобретена в мае примерно за $11 млн – Strikedeck, разработчики ПО для автоматизации работы с клиентами. В июне 2019 года была приобретена израильская компания - Cooladata Ltd за $7,6 млн. Cooladata Ltd – разработчик облачной платформы для поведенческой аналитики, то есть определение и прогноз «настроения» клиентов.

Потенциальный адресный рынок в более $68 млрд. Компания оценивает свой адресный рынок в 68 млрд, а основными клиентами считают компании из индекса S&P с годовым доходом от $150 млн.

Одним из основных факторов роста рынка является растущая потребность в персонализации опыта взаимодействия клиентов с заинтересованными сторонами.

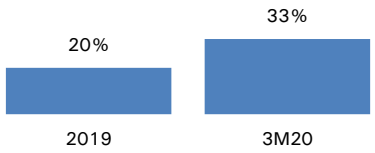
Стратегия роста.

- Улучшение платформы
- Увеличение продаж путем увеличения клиентской базы
- Международный рост

Medallia, Inc: ускорение выручки и приближение к точки безубыточности

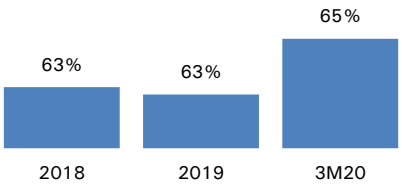
Ускорение темпов роста в 1 квартале. За последний финансовый год темпы роста Medallia составили 20%, но в 1 квартале 2020 года наблюдается ускорение выручки до 33% из-за новых приобретений и вовлечения их клиентской базы. При этом, у компании стабильная валовая маржа в 63-65%.

График 3. Темпы роста, %



Источник: на основе данных компании

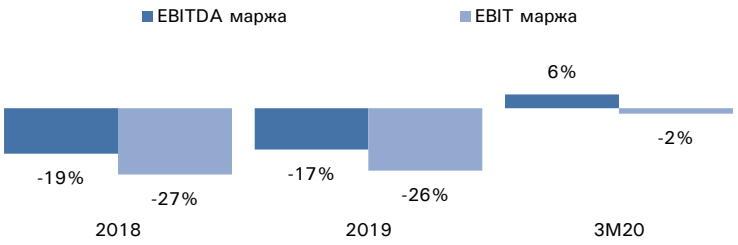
График 4. Валовая маржа, %



Источник: на основе данных компании

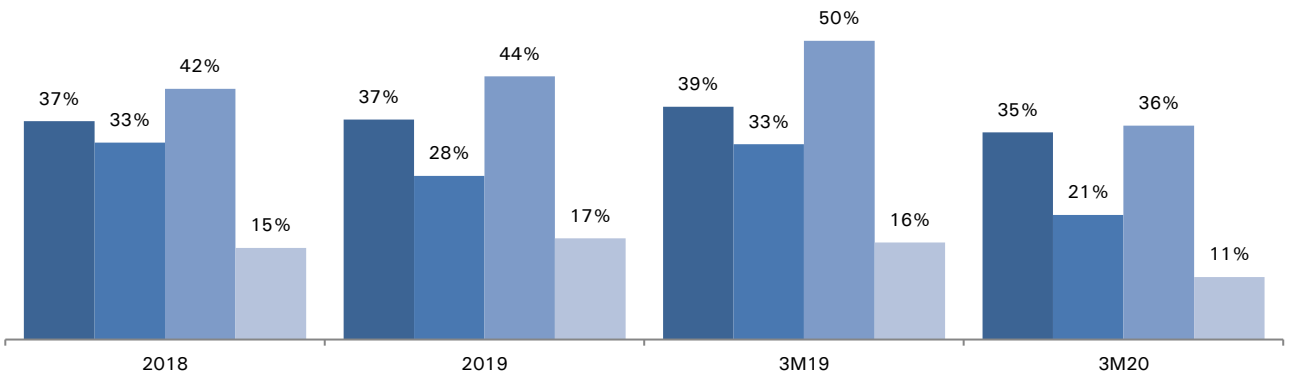
EBIT маржа. За последние 2 года EBIT маржа была стабильна на уровне -27% и -26%. Но при этом, в 1 квартале 2020 финансового года выросла до уровня в -2%. Также стоит отметить, что EBITDA маржа в 1 квартале 2020 финансового года показывает положительную динамику.

График 5. Основные индикаторы маржинальности бизнеса, %



Источник: на основе данных компании

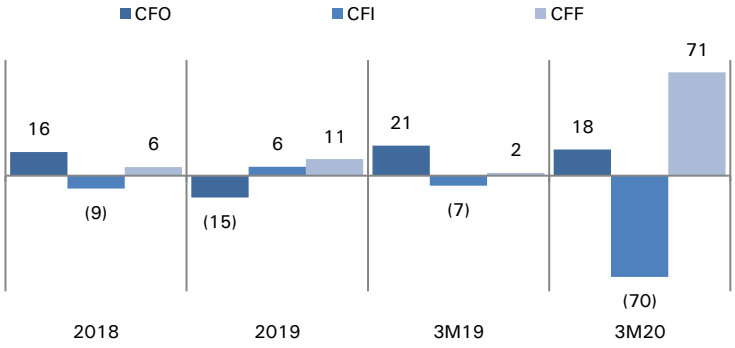
График 6. Структура расходов Medallia за 2018-3М20 гг.



Источник: на основе данных компании

В 2018 году компании удалось сгенерировать наличность. В 2018 финансовом году, в 1 квартале 2019 ФГ и 1 квартале 2020 ФГ у компании был положительный операционный денежный поток.

График 7. Денежный поток Medallia с 2018 по 3М20 гг.



Источник: на основе данных компании

Оценка Medallia: сохранение импульса роста и приближение к безубыточности дает потенциал свыше 30%

1. Прогноз выручки Medallia. Для прогноза выручки мы использовали количество клиентов и APRU.

Количество клиентов: в первом прогнозном году мы ожидаем ускорения роста базы за счет новых приобретений в 2019 году (Strikedeck и Cooladata Ltd) и расширении возможности платформы. Компания постепенно получает узнаваемость за пределами США, что говорит рост международной выручки. Мы предполагаем, что в 1 прогнозном году рост базы составит в пределах 30% с дальнейшим снижением до 7%. Сама же база вырастет с 565 клиентов до 2,5 тысяч клиентов в течение 10 прогнозных лет.

Средний доход на клиента: рост ARPU на 1 клиента составит в пределах 3%, с учетом роста возможностей платформы и приобретения клиентами дополнительных модулей.

Доход от подписки: в прогнозе дохода от подписки мы сохранили импульс роста, который наблюдается в 1 квартале. Таким образом, по нашему прогнозу, темпы роста дохода от подписки пройдут через пиковый год в 2020 прогнозном году до 35% с последующим снижением до 11%. Выручка вырастет с $247 млн до $1,5 млрд в течение 10 лет.

Доход от услуг: для прогноза дохода от услуг, мы замедлили темпы роста с 13% до 2% в течение 10 лет. Выручка через 10 лет составит $116 млн против текущих $67 млн.

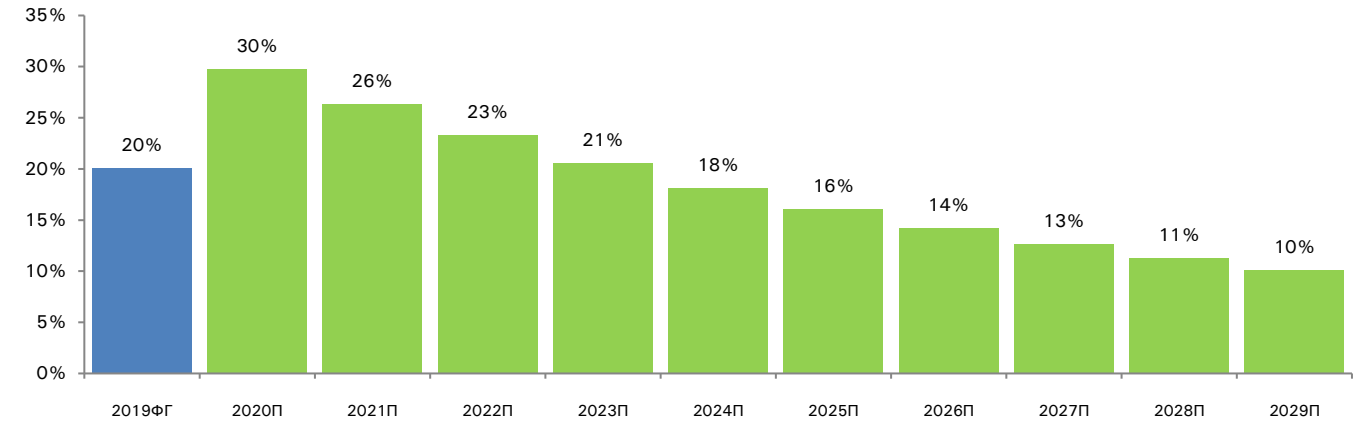
Итоговая выручка Medallia. Текущие темпы роста Medallia пройдут через пиковый рост в 2020 прогнозном году в 30% с дальнейшим замедлением до 10% в течение 10 лет. Выручка в 2029 прогнозному году составит $1,6 млрд.

Иллюстрация 4. Модель выручки Medallia

Модель выручки из целевого рынка	2018ФГ	2019ФГ	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Количество клиетнов	469	565	737	927	1 131	1 342	1 555	1 765	1 967	2 159	2 337	2 502
Темпы роста, %		20%	30%	26%	22%	19%	16%	13%	11%	10%	8%	7%
Средний доход на клиента, тыс USD	430	437	452	468	484	501	519	537	555	575	595	616
Темпы роста, %		2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Доход от подписки, млн USD	202	247	333	434	547	672	806	947	1 092	1 241	1 390	1 540
Темпы роста, %		22%	35%	30%	26%	23%	20%	17%	15%	14%	12%	11%
Доход от подписки, млн USD	59	67	74	81	87	93	98	102	106	110	113	116
Темпы роста, %		13%	11%	9%	8%	7%	6%	5%	4%	3%	3%	2%
Всего выручка, млн USD	**261**	**314**	**407**	**514**	**634**	**765**	**904**	**1 049**	**1 199**	**1 351**	**1 504**	**1 656**
Темпы роста, %		20%	30%	26%	23%	21%	18%	16%	14%	13%	11%	10%

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

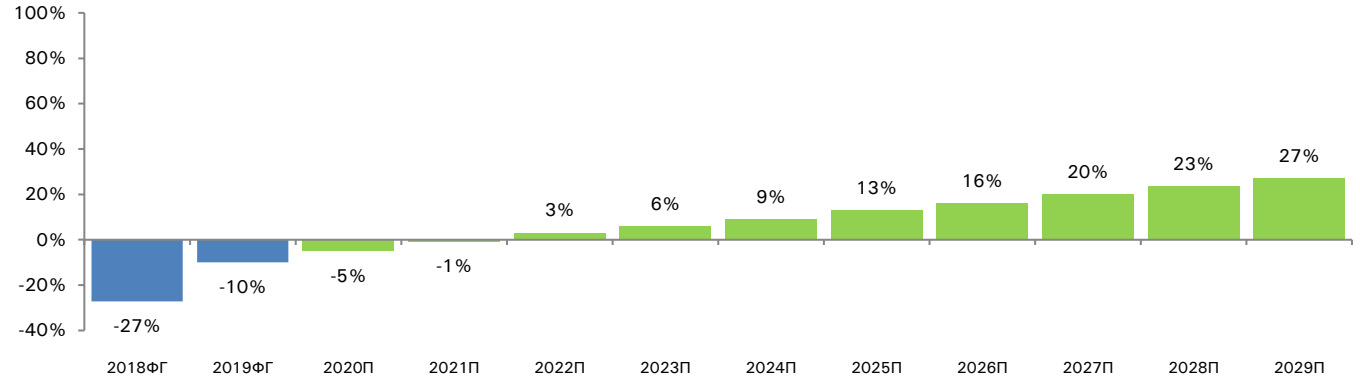
График 8. Прогноз темпов роста Medallia



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

2. Достижение прибыльности к 2022 прогнозному году. Мы заложили продолжение тренда сокращения убытков и роста EBIT маржи с -10% в 2018 до -1% г 2021 году. При текущих исходных данных мы предполагаем, что к 2022 прогнозному году компания достигнет прибыльности, а в течение 10 лет (2028 ПГ) достигнет среднеотраслевых значений в 27%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 8,7% до 4% что равняется среднеотраслевым показателям. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят $583 млн.

График 9. Прогноз EBIT маржи



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

3. Предположения для зрелого периода. В зрелом возрасте мы заложили 3% роста. ROIC в зрелом периоде мы консервативно приравняли к затратам на капитал в 7,4%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 41% от NOPLAT.

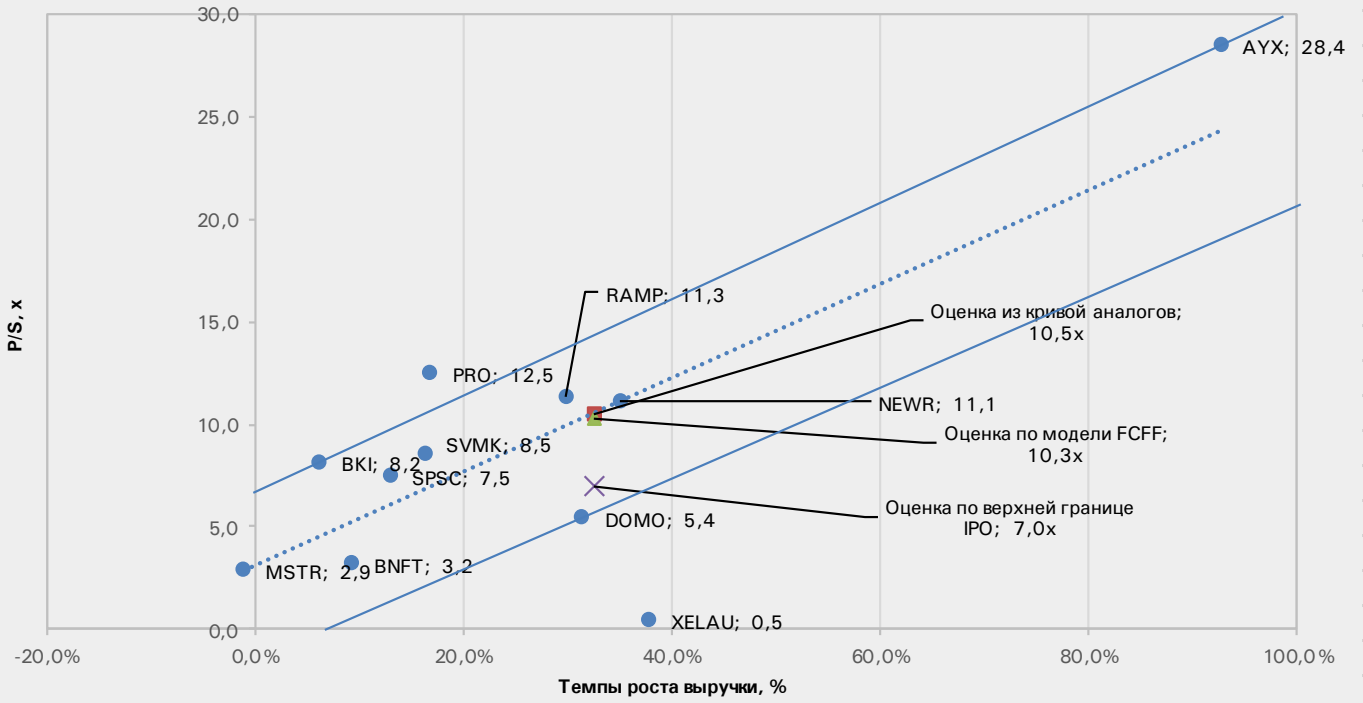
4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного ($313 млн) и зрелого ($2,505 млрд) периода, составит $2,920 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды $30 млн, поступления от IPO в $247 млн, наличность на счетах в $133 млн и стоимость опционов в $294 млн, собственный капитал Medallia можно оценить в $2,976 млрд.

Учитывая 121,6 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна $24. Потенциал к верхней границе IPO в $18 составляет 34%.

5. Оценка из отраслевой зависимости между темпами роста и P/S.
Наиболее близкие аналоги Medallia из выборки Bloomberg Fit иллюстрируют связь между темпами роста и уровнем мультипликатора: чем выше темпы роста, тем выше P/S. Оценка по линии тренда аналогов проецирует оценку в 10,5x годовых выручек или $3,3 млрд. При этом близкий аналог, как SurveyMonkey, торгуется по P/S в 8,5x при темпах роста в 16%.

Иллюстрация 5. Оценка Medallia по мультипликаторам.

Оценка по мультипликаторам	
Темпы роста Medallia в 1 квартале 2020 ФГ, %	33%
Выручка PagerDuty в 2019 ФГ, млн USD	314
Имплицированный P/S, x	10,5x
Оценка, млн USD	3 306



Аналоги из подборки Bloomberg Fit

SVMK	SVMK Inc
MSTR	MicroStrategy Inc
NEWR	New Relic Inc
AYX	Alteryx Inc
BKI	Black Knight Inc
SPSC	SPS Commerce Inc
PRO	PROS Holdings Inc
RAMP	LiveRamp Holdings Inc
BNFT	Benefitfocus Inc
DOMO	Domo Inc
XELAU	Exela Technologies Inc

Источник: данные компании, оценка АО «Фридом Финанс»

Иллюстрация 6. Модель оценки Medallia методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2018ФГ	2019ФГ	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
темп роста выручки, %		*20%*	*30%*	*26%*	*23%*	*21%*	*18%*	*16%*	*14%*	*13%*	*11%*	*10%*	*3,0%*
(+) Выручка	**261**	**314**	**407**	**514**	**634**	**765**	**904**	**1 049**	**1 199**	**1 351**	**1 504**	**1 656**	**1 706**
(x) Операционная маржа	-27%	-10%	-5%	-1%	3%	6%	9%	13%	16%	20%	23%	27%	27%
(=) EBIT	**-71**	**-31**	**-20**	**-5**	**19**	**46**	**81**	**136**	**192**	**270**	**352**	**447**	**461**
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(−) Налог на EBIT	0	0	0	0	3	9	16	27	38	54	70	89	92
(=) NOPLAT	**-71**	**-31**	**-20**	**-5**	**17**	**37**	**65**	**109**	**153**	**216**	**281**	**358**	**368**
(−) чистые реинвестиции	102	27	34	40	46	52	57	62	65	67	67	66	150
(=) FCFF	**(174)**	**(58)**	**(54)**	**(45)**	**(30)**	**(15)**	**8**	**47**	**89**	**149**	**214**	**291**	**218**
FCFF маржа, %	-66,5%	-18,6%	-13,2%	-8,8%	-4,7%	-2,0%	0,8%	4,5%	7,4%	11,1%	14,2%	17,6%	
(x) фактор дисконтирования			0,93x	0,87x	0,82x	0,76x	0,71x	0,66x	0,62x	0,58x	0,54x	0,50x	
PV FCF			(50)	(39)	(24)	(12)	5	31	55	86	115	146	
Терминальная стоимость													5 002
PV Терминальной стоимости													**2 505**

Имплицированные переменные модели	2018ФГ	2019ФГ	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	
Выручка/капитал, x		1,28x	1,46x	1,61x	1,74x	1,83x	1,90x	1,95x	1,99x	2,02x	2,04x	2,07x	
Инвестированный капитал		246	279	319	365	418	475	537	602	668	736	802	
Чистое реинвестирование, %		-88%	-165%	-776%	280%	142%	88%	57%	42%	31%	24%	19%	41%
Реинвестирование к выручке, %		**8,7%**	**8,2%**	**7,8%**	**7,3%**	**6,8%**	**6,4%**	**5,9%**	**5,4%**	**4,9%**	**4,5%**	**4,0%**	
ROIC, %		-13%	-7%	-2%	5%	9%	14%	20%	26%	32%	38%	45%	7,4%
Маржа NOPLAT, %		-10%	-5%	-1%	3%	5%	7%	10%	13%	16%	19%	22%	

Расчет WACC	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	
Безрисковая ставка	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	
Бета послерычаговая	0,93	0,93	0,94	0,95	0,96	0,96	0,97	0,98	0,99	1,00	
Премия за риск инвестирования	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	
Стоимость собственного капитала	**7,1%**	**7,1%**	**7,1%**	**7,2%**	**7,2%**	**7,2%**	**7,3%**	**7,3%**	**7,4%**	**7,4%**	
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	**7,0%**	**7,0%**	**7,1%**	**7,1%**	**7,1%**	**7,2%**	**7,2%**	**7,3%**	**7,3%**	**7,4%**	
Кумулятивная стоимость капитала	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	

Оценка капитала, млн USD	
(=) Стоимость в прогнозном периоде	313
(+) Стоимость в терминальном периоде	2 505
(x) Коэффициент на дату оценки	1,04x
(=) EV	**2 920**
(−) Долг (вкл. операционную аренду)	30
(+) Наличность	133
(+) Поступления от IPO	247
(−) Стоимость выпущенных опционов	294
(=) Оценка собственного капитала	**2 976**
Рыночная капитализация	2 189
Целевая цена на акцию, USD	**24,0**
Максимум диапазона на IPO, USD	18
Потенциал роста, %	34%

Уровни оценки по P/S	2019	F20П	F21П
Оценка по модели FCFF	9,5x	7,3x	5,8x
Оценка по верхней границе IPO	7,0x	5,4x	4,3x
Оценка из кривой аналогов	10,5x		

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

Риски: конкуренция, удовлетворение клиентов и усовершенствование платформы

Конкуренция. Рынок решений управления «опытом» является высококонкурентным. Среди конкурентов компании, можно выделить Qualtrics (недавно приобретенный компанией SAP),SurveyMonkey, Nice Ltd, Verint Systems Inc, MaritzCX и Towers Watson.

Удовлетворение клиентов. Компания получает значительную выручку с доходов от подписки на платформу. В случае если клиенты будут недовольны работой платформы, то в дальнейшем это может привести к оттоку базы и снижению выручки.

Усовершенствование платформы. Если компания не сможет усовершенствовать платформу, вводить новые продукты и «идти в ногу» с технологиями на рынке, то это может негативно повлиять на бизнес компании.

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.