

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

# Buy

Cloudflare, Inc (NET)

 Потенциал роста: **35%**

 Целевая цена: **\$16,2**

 Диапазон размещения: **\$10-\$12**
**РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

США | Программное обеспечение

обзор перед IPO

## IPO Cloudflare: блокировка 44 млрд угроз в день



Выручка, 2018 (млн USD)	192,6
EBIT, 2018 (млн USD)	-84,9
Прибыль, 2018 (млн USD)	-87,2
Чистый долг, 2Q19 (млн USD)	0

P/E, 2019 (x)	—
P/S, 2019 (x)	18,3
EV/S, 2019 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-31

Капитализация IPO (млрд USD)	3,2
Акции после IPO (млн шт)	293,3
Акции к размещению (млн шт)	35
Объем IPO (млн USD)	385
Минимальная цена IPO (USD)	10
Максимальная цена IPO (USD)	12
Целевая цена (USD)	16,2
Дата IPO	12 сентября

 Динамика акций | биржа/тикер **NYSE/NET**

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



**12 сентября состоится IPO компании Cloudflare,** разработчика платформы, которая предоставляет услуги CDN, защиту от DDoS-атак, безопасный доступ к ресурсам и серверы DNS. Среди инвесторов компании числятся NEA (23%), Pelion Ventures (20,9%) и Venrock (19,5%). Cloudflare разместит 35 млн акций в диапазоне \$10-\$12, объем размещения составит \$385 млн при капитализации на IPO \$3,2 млрд.

**Главные бизнес-показатели компании.** У компании есть 193 центра в 90 странах, которые соединяются в более 8000 сетей по всему миру. Среди клиентов числятся крупные интернет-провайдеры, службы SaaS и различные компании. Компания обслуживает более 20 млн веб-сайтов, около 74,8 тыс. платных пользователей, из которых 408 платят более \$100 тыс. в год. Из всей клиентской базы компании около 10% составляют компании из списка Fortune 1000. Cloudflare многое делает для поддержки некоммерческих организаций, медиа и малого бизнеса с помощью бесплатных или очень дешёвых тарифных планов, которые защищают от DDoS-атак и повышают производительность веб-сайтов.

**Потенциальный рынок свыше \$47,1 млрд.** Компания работает на ключевых рынках, таких как VPN, занимается веб-безопасностью, обнаружением и предотвращением атак и др. По данным IDC, в 2018 году компании потратили на эти продукты \$31,6 млрд, а к 2022 году ожидается рост затрат до \$47,1 млрд.

**Ускорение выручки в 1ПГ19 до 48% при росте расходов на фоне подготовки компании к IPO.** В 2017 году Cloudflare продемонстрировала рост в 59%, в 2018 году было снижение до 43%, при этом за 6 месяцев наблюдается ускорение: рост составил 48%. Валовая маржа с 2016 года демонстрирует рост с 72% в 2016 году до 77% в 1ПГ19. При этом показатели EBIT-маржи демонстрируют снижение с -20% до -29% за этот же период.

**Мы видим апсайд в 35% по DCF и 48% по P/S к верхней границе IPO.** По мультипликаторам, исходя из отраслевой зависимости темпов роста и P/S, мы видим оценку в 27,1x годовых выручек, или в \$5,2 млрд, в то время как DCF-модель дает оценку на уровне \$4,8 млрд.

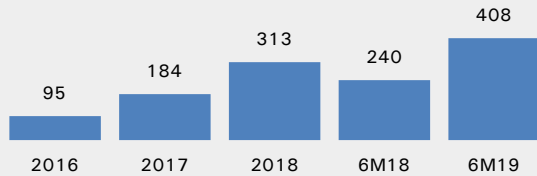
## Cloudflare: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2016	2017	2018	6M19
<b>Выручка</b>	<b>85</b>	<b>135</b>	<b>193</b>	<b>129</b>
Себестоимость	24	29	44	29
<b>Валовая прибыль</b>	<b>61</b>	<b>106</b>	<b>149</b>	<b>100</b>
S&M	40	62	94	67
R&D	24	34	54	37
G&A	14	20	85	34
<b>EBITDA</b>	<b>(7)</b>	<b>6</b>	<b>(59)</b>	<b>(19)</b>
Амортизация	10	16	26	18
<b>EBIT</b>	<b>(17)</b>	<b>(10)</b>	<b>(85)</b>	<b>(37)</b>
Процентные доходы	1	1	2	2
Процентные расходы	(1)	(1)	(1)	(1)
Прочие расходы	(0)	0	(2)	(0)
<b>Доходная прибыль</b>	<b>(16)</b>	<b>(9)</b>	<b>(83)</b>	<b>(35)</b>
Налог	0	1	1	1
<b>Чистая прибыль</b>	<b>(16)</b>	<b>(10)</b>	<b>(84)</b>	<b>(36)</b>
<b>Рост и маржа (%)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>6M19</b>
Темпы роста выручки	-	59%	43%	48%
Темпы роста EBITDA	-	-	-	-
Темпы роста EBIT	-	-	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	-
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	-
Валовая маржа	72%	79%	77%	77%
EBITDA маржа	-8%	5%	-31%	-15%
EBIT маржа	-20%	-7%	-44%	-29%
NOPLAT маржа	-	-	-	-
Маржа чистой прибыли	-19%	-7%	-44%	-28%
<b>Cash Flow, млн USD</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>6M19</b>
<b>CFO</b>	<b>(13)</b>	<b>3</b>	<b>(43)</b>	<b>(13)</b>
D&A	10	16	26	18
<b>CFI</b>	<b>(15)</b>	<b>10</b>	<b>(121)</b>	<b>28</b>
CapEx	(19)	(23)	(35)	(26)
<b>CFF</b>	<b>0</b>	<b>(0)</b>	<b>169</b>	<b>2</b>
<b>Денежный поток</b>	<b>(28)</b>	<b>13</b>	<b>5</b>	<b>17</b>
Наличность на начало года	42	14	27	31
Наличность на конец года	14	27	31	49
<b>Справочные данные</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>6M19</b>
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	-
EV, USD	-	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	19	23	35	26
Рабочий капитал, USD	-	-	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	-	-
BV, USD	-	-	-	-
Инвестированный капитал	-	-	-	-
EPS, USD на акцию	-	-	-	-
<b>Балансовый отчет, млн USD</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>6M19</b>	
Наличность	24	25	42	
ЦБ	49	136	82	
Дебиторская задолженность	11	25	30	
Контрактные активы	4	2	2	
Прочие активы	3	9	10	
<b>Текущие активы</b>	<b>92</b>	<b>197</b>	<b>166</b>	
ОС	51	73	85	
Гудвилл	4	4	4	
NMA	1	0	0	
Отложенные затраты	11	16	19	
Наличность с ограничением	2	6	6	
Прочие активы	2	2	6	
<b>Долгосрочные активы</b>	<b>71</b>	<b>102</b>	<b>121</b>	
<b>Активы</b>	<b>163</b>	<b>298</b>	<b>287</b>	
Кредиторская задолженность	5	14	17	
Начисленные расходы	9	16	19	
Примечание к оплате	0	0	0	
Опционы	1	14	15	
Отложенные доход	12	17	27	
<b>Текущие обязательства</b>	<b>27</b>	<b>61</b>	<b>77</b>	
Примечание к оплате	0	0	0	
Финансовые облигации	10	10	10	
Доходы будущих периодов	0	0	1	
Погашение конверт-х акций	0	2	2	
Прочие долгосрочные обязательства	3	7	10	
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>23</b>	
<b>Всего обязательства</b>	<b>41</b>	<b>80</b>	<b>101</b>	
<b>Конвертируемые акции</b>	<b>182</b>	<b>332</b>	<b>332</b>	
<b>Капитал</b>	<b>-60</b>	<b>-114</b>	<b>-145</b>	
<b>Обязательства и собственный капитал</b>	<b>163</b>	<b>298</b>	<b>287</b>	
<b>Поэлементный анализ ROIC</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>6M19</b>	
Маржа NOPLAT, %	-	-	-	
ICSTO, x	-	-	-	
AICSTO, x	-	-	-	
ROIC, %	-	-	-	
Себестоимость/выручка, %	-	-	-	
Операционные издержки/выручка, %	-120%	-107%	-144%	
WCSTO, x	-	-	-	
FATO, x	-	-	-	
<b>Ликвидность и структура капитала</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>6M19</b>	
EBIT/процентные платежи, x	-	-	-	
Текущая ликвидность, x	3,39	3,21	2,14	
Долг/общая капитализация, %	-	-	-	
Долг/активы, %	-	-	-	
Долг/собственные средства, x	-	-	-	
Долг/IC, %	-	-	-	
Собственные средства/активы, %	15%	8%	15%	
Активы/собственный капитал, x	-	-	-	
<b>Мультипликаторы</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>6M19</b>	
P/B, x	-	-	-	
P/E, x	-	-	-	
P/S, x	-	-	-	
EV/EBITDA, x	-	-	-	
EV/S, x	-	-	-	

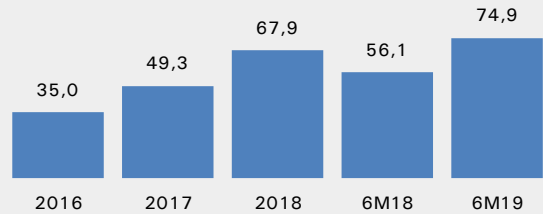
## Cloudflare: ключевые цифры

### Операционная метрика

■ Количество клиентов, чей контракт свыше \$100k

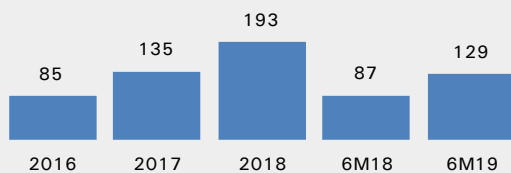


■ Количество платящих клиентов, тыс

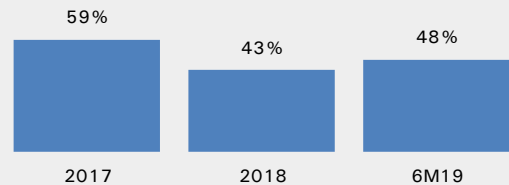


### Выручка и темпы роста

■ Выручка



■ Темпы роста выручки



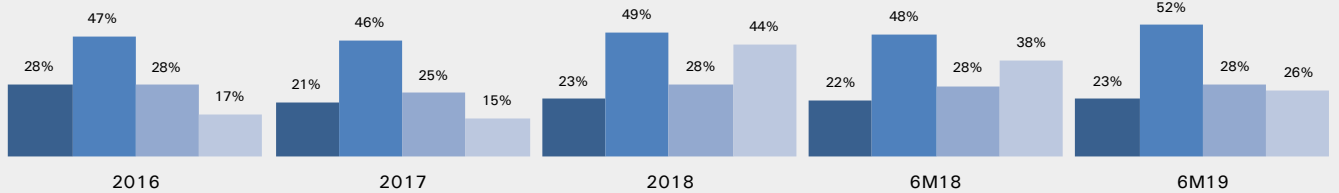
### Расходы и их структура

■ Себестоимость

■ S&M

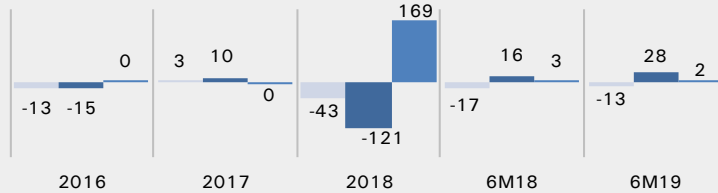
■ R&D

■ G&A

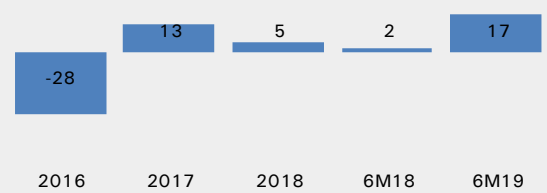


### Денежные потоки

■ CFO ■ CFI ■ CFF

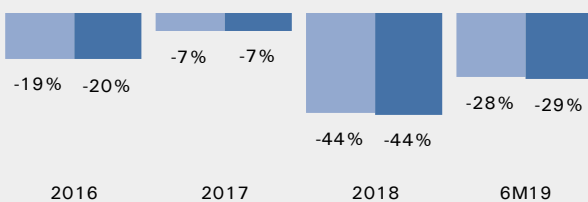


■ Изменение в наличности

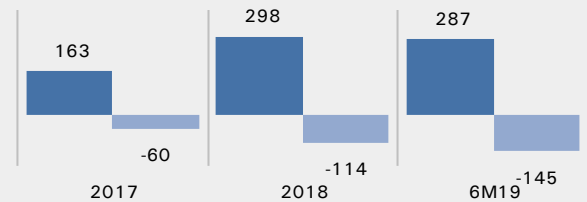


### Маржа и активы

■ Маржа чистой прибыли ■ EBIT маржа



■ Активы ■ Капитал



## Cloudflare: общее резюме привлекательности размещения

---

Cloudflare является одним из ведущих игроков на рынке, что делает данное размещение очень привлекательным. Компания имеет предсказуемую модель доходов с быстрорастущей базой клиентов, среди которых имеются и крупные компании со списка Fortune 1000. Оценка на IPO представляется привлекательной с учетом отзывов в СМИ, позиций на рынке и 12-м местом в Forbes Cloud 100. Имеются неплохие темпы роста для классической SaaS- «истории» с большим и неохваченным рынком и ускорением в 1ПГ19 г. Cloudflare имеет множество сильных тезисов, подтверждающих потенциал свыше 30%.

(+) Высокие темпы роста и их ускорение: +59% в 2017 году, +43% в 2018 году и +48% в 1 полугодии 2019 года.

(+) Хорошая работа над снижением расходов: в последнем полугодии маржа EBIT составила -29% против -44% в 2018 году.

(+) Крупный и неохваченный целевой рынок. Примерная оценка в \$47,1 млрд.

(+) Компания присутствует в списке Forbes Cloud 100 – 12 место.

(+) Крупные клиенты: компания обслуживает 10% компаний из списка Fortune 1000.

(+) Известные инвестфонды с крупными долями: NEA с долей 23% (инвестиции в Robinhood, Desktop Metal и другие), Pelion Ventures с долей 20,9% (инвестиции в Domo, RedHat и другие) и Venrock с долей 19,5% (инвестиции в Shockwave, Intel и другие)

(+) Мощный рост базы крупных клиентов: в 2017 году - в 94%, в 2018 году - в 70% и 1ПГ19 - в 70%.

(+) Комфортная оценка на IPO, потенциал по DCF свыше 30%.

(-) Наличие довольно высокой конкуренции. Среди конкурентов есть довольно сильные игроки – Cisco Systems, F5 Networks, Check Point Software Technologies, FireEye, Imperva, Palo Alto Networks, Juniper Networks и Riverbed Technology.

(+) Отсутствие долга.

## Cloudflare: ключевые факты

### Cloudflare – это американский CDN-сервис по защите сайтов.

Разработки компании в области DNS имеют решающее значение для всех, потому что шифрование DNS-трафика защищает пользователей от прослушивания трафика со стороны спецслужб и злоумышленников.

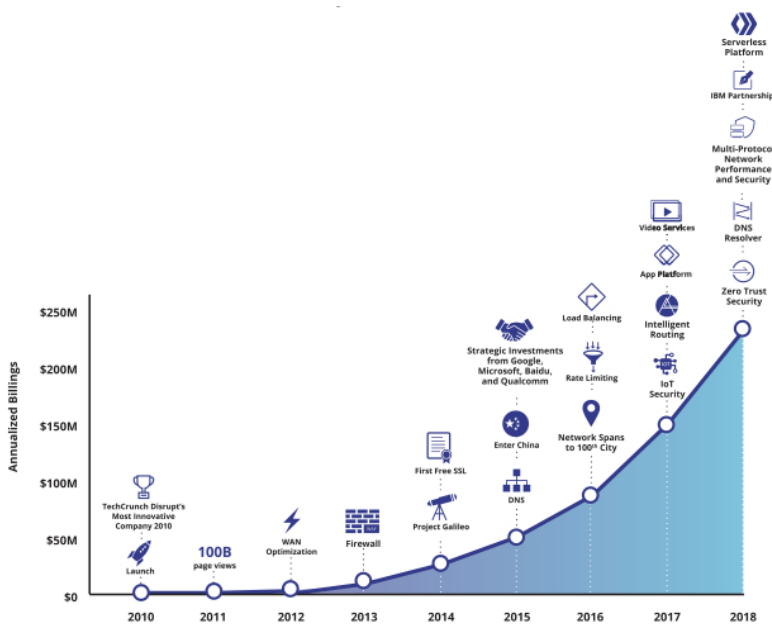
Компания была основана в 2009 году, и это одна из немногих технологических компаний с женщиной-основателем. Основателями являются Мишель Затлин (главный операционный директор), Мэтью Принс (исполнительный директор) и Ли Холлоуэй, последний покинул компанию из-за состояния здоровья.

На последнем инвестраунде компанию оценили в \$3,2 млрд. Компания привлекла \$332,1 млн в шести раундах венчурного финансирования; последний был проведён в марте 2019 года с объёмом \$150 млн.

Среди инвесторов компании числятся NEA (23%), Pelion Ventures (20,9%) и Venrock (19,5%).

**Главные бизнес-показатели компании.** У компании есть 193 центра в 90 странах, которые соединяются в более 8000 сетей по всему миру. Среди клиентов числятся крупные интернет-провайдеры, службы SaaS и различные компании. Компания обслуживает более 20 млн веб-сайтов.

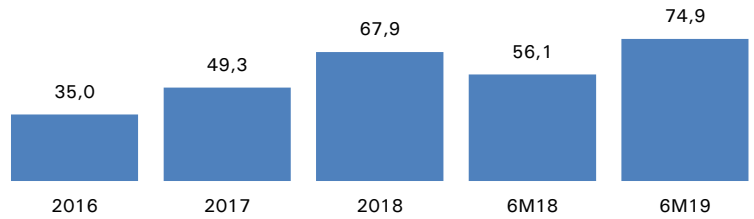
### Иллюстрация 1. Хронология Cloudflare



Источник: на основе данных компании

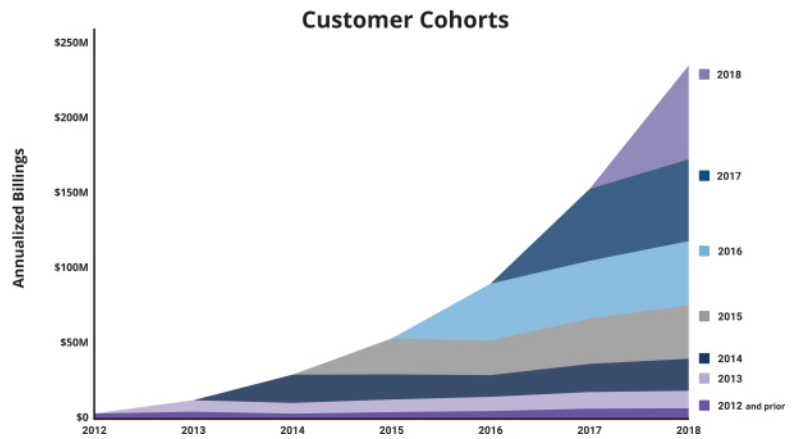
**Ключевые показатели бизнеса.** У Cloudflare около 74,8 тыс. платных пользователей, из которых 408 платят более \$100 тыс. в год. Услугами компании пользуются в том числе DigitalOcean, IBM, Discord, Marketo и Zendesk. Из всей клиентской базы компании около 10% составляют компании из списка Fortune 1000.

График 1. Количество платящих пользователей



Источник: на основе данных компании

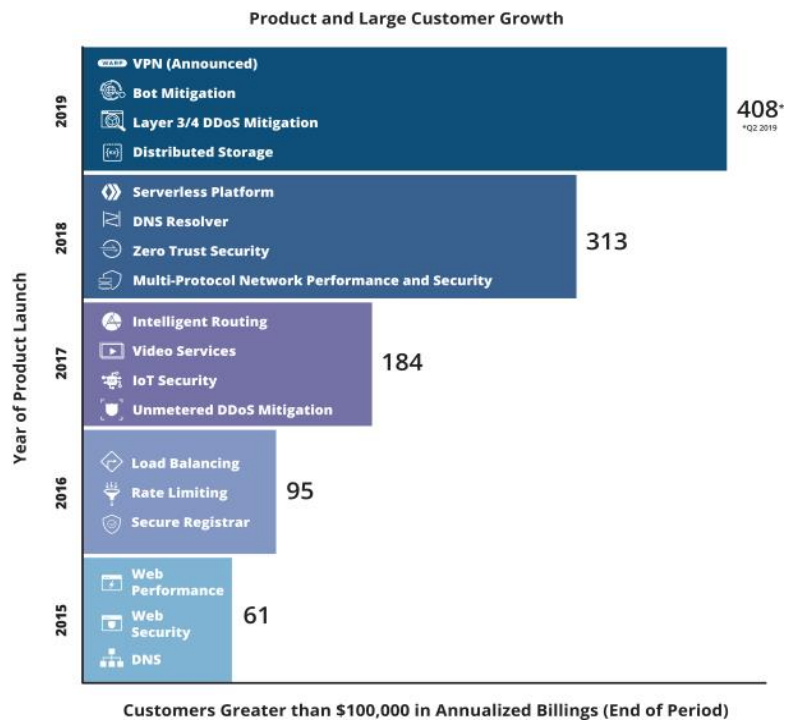
Иллюстрация 2. Когорта клиентов Cloudflare



Источник: на основе данных компании

С 2016 года количество клиентов, чей контракт превышает \$100к, выросло на 429% за 1ПГ2019 года, с 95 до 408.

Иллюстрация 3. Запуск новых продуктов и рост клиентов с контрактом свыше \$100к



Источник: на основе данных компании

**Бизнес-модель Cloudflare.** Компания обслуживает широкий круг клиентов от индивидуальных разработчиков до крупных компаний. В основном Cloudflare получает доход от продажи подписки на платформу компании. Компания предлагает различных виды подписки: от бесплатной до бизнес.

Cloudflare многое делает для поддержки некоммерческих организаций, медиа и малого бизнеса с помощью бесплатных или очень дешёвых тарифных планов, которые защищают от DDoS-атак и повышают производительность веб-сайтов. Компания также запустила бесплатный VPN-сервис наряду с бесплатными DNS-серверами, к тому же недавно стала регистратором доменных имён по минимально возможной цене.

**Иллюстрация 4. Виды услуг Cloudflare**

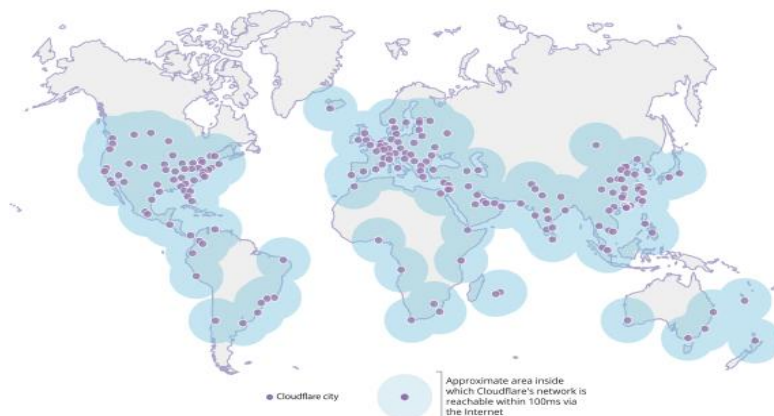
	FREE	PRO	BUSINESS	ENTERPRISE
SSL	Shared SSL certificates	Shared SSL certificates	Custom SSL certificates	Multiple custom SSL certificate uploads
DDoS	Unmetered DDoS	Unmetered DDoS	Unmetered DDoS	Enterprise-grade DDoS protection
Content Delivery	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
DNSSEC	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
AMP	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Firewall Rules	5	20	100	Unlimited
Page Rules	5	20	50	100
Network Prioritization		Good	Better	Best
Cloud Firewall		<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Image and Mobile Optimization		<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Image Resizing			<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Dynamic Content Acceleration			<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
CNAME Setup			<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Role Based Account Access				<input checked="" type="checkbox"/>
Single Sign On Support				<input checked="" type="checkbox"/>
Access to Raw Logs				<input checked="" type="checkbox"/>
Access to China Data Centers (Additional Cost)				<input checked="" type="checkbox"/>
SLA			100% uptime SLA	2500% uptime SLA
Support	Email only	Prioritized email only	24x7x365 chat support	24x7x365 phone support w/ named solution engineer

Источник: на основе данных компании

**Платформа Cloudflare.** Компания создала платформу, которая включает в себя различные функции.

**Network Flywheel** – масштабирование платформы для обслуживания «всего интернета». Компания, вместо того чтобы устанавливать различное оборудование для каждого продукта, создала свою собственную сеть, которая позволяет платформе работать на любом сервере города. Данная «архитектура» делает компанию привлекательным партнером для интернет-провайдеров по всему миру.

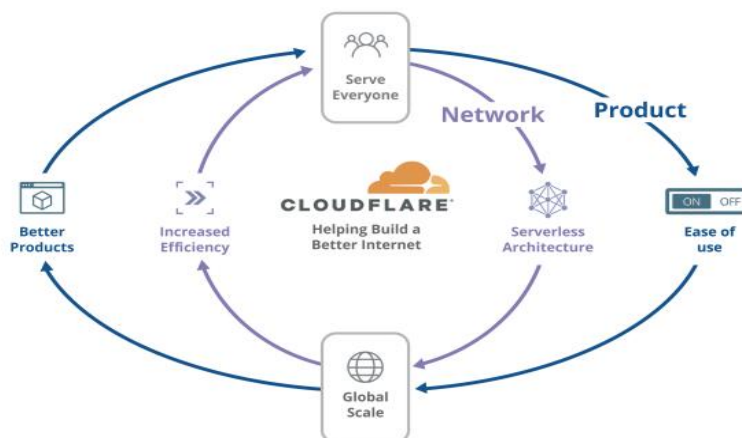
**Иллюстрация 5. Глобальная сеть платформы Cloudflare**  
Cloudflare's Global Network Coverage



Источник: на основе данных компании

Второй важной функцией платформы является Product Flywheel. Это продукты и услуги компании, такие как VPN, брандмауэр, маршрутизация, оптимизация трафика и другие. По данным компании, Cloudflare блокирует 44 млрд киберугроз в день.

**Иллюстрация 6. Платформа Cloudflare**  
Cloudflare's Network and Product Flywheels



Источник: на основе данных компании

**Потенциальный рынок свыше \$47,1 млрд.** Компания работает на ключевых рынках: VPN, внутренние и внешние брандмауэры, занимается веб-безопасностью, обнаружением и предотвращением атак и др. По данным IDC, в 2018 году компании потратили на эти продукты \$31,6 млрд, а к 2022 году ожидается рост затрат до \$47,1 млрд.

Компания также разрабатывает новые продукты для смежных рынков, включая рынок IoT-вещей, 5G и различные вычисления.

**Стратегия роста.**

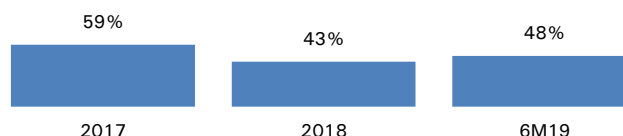
- Привлечение новых клиентов
- Расширение отношений с текущими клиентами
- Разработка новых продуктов
- Расширение стратегии для безсерверных платформ



## Cloudflare: ускорение выручки в 1ПГ19 до 48% при росте расходов на фоне подготовки компании к IPO

**В 1ПГ19 наблюдается ускорение доходов.** В 2017 году Cloudflare продемонстрировала рост в 59%, в 2018 году было снижение до 43%, при этом за 6 месяцев наблюдается ускорение: рост составил 48%.

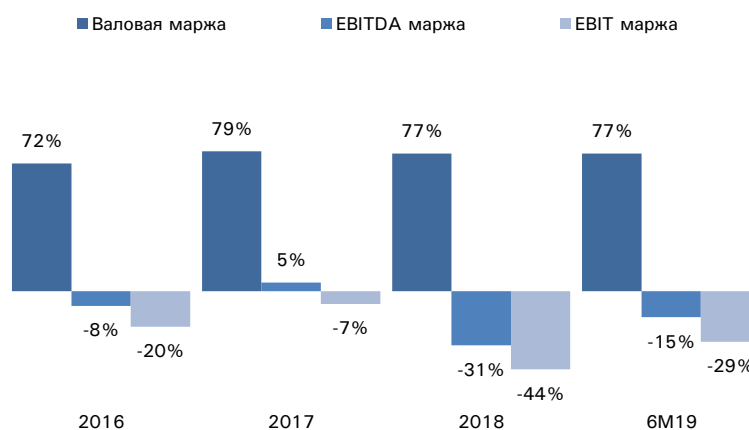
График 2. Темпы роста, %



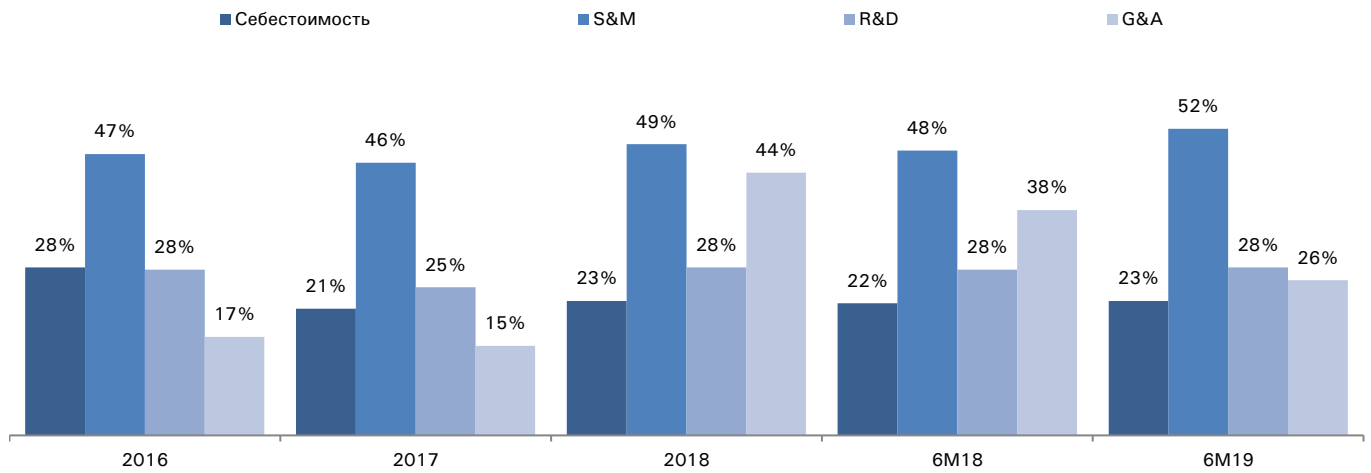
Источник: на основе данных компании

**Основные показатели маржи.** Валовая маржа с 2016 года демонстрирует рост с 72% в 2016 году до 77% в 1ПГ19. При этом показатели EBIT-маржи демонстрируют снижение с -20% до -29% за этот же период. При этом в 2017 году компания была близка к безубыточности с показателем -7%, но основными причинами роста расходов с 2018 года стали расходы на маркетинг (увеличение персонала на 57%, увеличение расходов на маркетинговые программы для увеличения узнаваемости бренда) и административные расходы (расходы на компенсацию на основе акций с увеличением численности персонала на 63% для подготовки компании к IPO).

График 3. Основные индикаторы маржинальности бизнеса, %

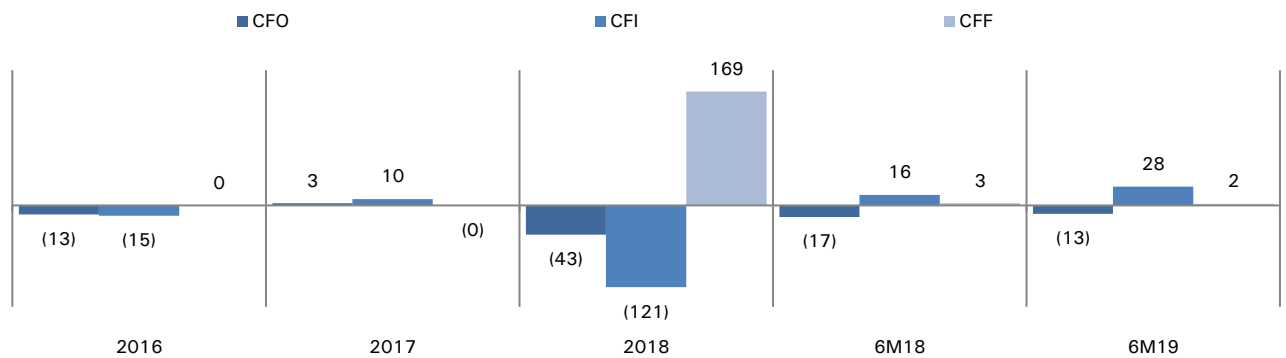


Источник: на основе данных компании

**График 4. Структура расходов Cloudflare за 2016-6M19 гг.**


Источник: на основе данных компании

**Денежный поток.** За последние 3,5 года компания генерирует наличность за счет своей финансовой деятельности, в которую входят инвестраунды.

**График 7. Денежный поток Cloudflare 2016 по 6M19 гг.**


Источник: на основе данных компании

## Оценка Cloudflare: потенциал свыше 30% при доле рынка в 4% в течение 10 лет

### 1. Лидирующие позиции могут помочь занять довольно неплохую

**долю рынка.** Продукт Cloudflare пользуется большой популярностью, этот тренд мы можем наблюдать через платящих клиентов, база которых за последние 3,5 года растет свыше 30%: база платных клиентов в 2016 году составила 35 тысяч, в 2017 году - 49,3 тысячи (рост - 41%), в 2018 году - 67,9 тысячи (рост - 38%) и за 1ПГ19 - 74,9 тысячи (рост - 33% г/г).

На данный момент более 70% корпоративных клиентов используют 4 или более продуктов компании. Этот тренд можно наблюдать на быстром росте клиентов с крупным контрактом (свыше \$100 тыс.): в 2016 году было 95 клиентов, в 2017 году - 184 клиента (рост - 94%), в 2018 году - 313 клиентов (рост - 70%) и в 1ПГ19 - 408 клиентов (рост - 70% г/г).

Cloudflare на сегодняшний день имеет 193 центра в 90 странах, обслуживает уже более 20 млн сайтов и блокирует 44 млрд киберугроз в день. Cloudflare имеет хорошую репутацию у крупных компаний, обслуживая около 10% из списка Fortune 1000 (Adobe, Okta, SAP, Broadcom, Walmart, Zendesk).

При этом компания активно развивает продукты в направлении смежных рынков (рынок IoT-вещей, 5G, различные вычисления), что может в дальнейшем продолжать наращивать выручку и базу клиентов.

Учитывая масштаб охвата Cloudflare (в июле 2019 года DNS-сервис компании перестал работать, что привело к сбою большей части веб-сайтов) и будущее развитие, мы считаем, что доля рынка может вырасти с 0,6% в 2018 году до 4,1% в течение 10 лет. Выручка компании может вырасти с \$193 млн до \$2,76 млрд к 2028 прогнозируемому году.

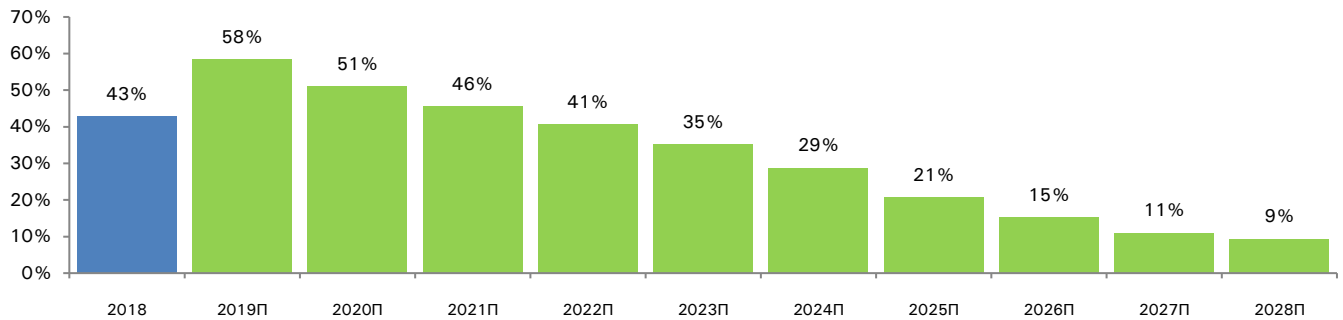
Текущая оценка прогнозируется на основе ускорения темпов роста в 2019 прогнозируемом году, основываясь на вышеперечисленных тезисах и ускорении выручки в 1ПГ2019 года.

**Иллюстрация 7. Модель выручки Cloudflare**

Модель выручки из целевого рынка	2017	2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Потенциальный рынок	27	32	35	39	43	47	51	55	58	62	65	68
Темпы роста, %		17%	12%	11%	10%	9%	8%	7%	7%	6%	5%	5%
Доля рынка Cloudflare, %	0,5%	0,6%	0,9%	1,2%	1,6%	2,0%	2,5%	3,0%	3,4%	3,7%	3,9%	4,1%
Темпы роста, %		22%	41%	36%	32%	29%	25%	20%	13%	9%	5%	4%
Всего выручка, млн USD	135	193	305	460	670	942	1 273	1 638	1 978	2 279	2 529	2 765
Темпы роста, %		43%	58%	51%	46%	41%	35%	29%	21%	15%	11%	9%

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

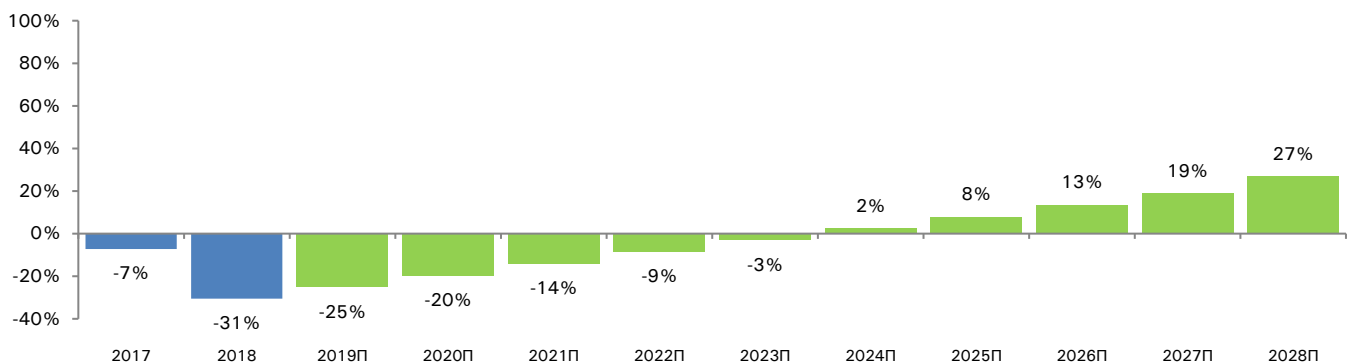
График 8. Прогноз темпов роста Cloudflare



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

**2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений.** В 2017 году компания была близка к безубыточности (ЕВИТ -7%), но из-за подготовки к IPO и развития бренда расходы выросли (ЕВИТ -44%). В 1ПГ19 показатели ЕВИТ маржи выросли до -29%. Мы продолжили тренд роста ЕВИТ-маржи с -31% в 2018 до 27% к 2028 году, что равняется среднеотраслевым значениям. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 15,2% до 4%, что равняется среднеотраслевым показателям. Исходя из нашего прогноза в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$1,071 млрд.

График 9. Прогноз ЕВИТ-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 приравнивали к затратам на капитал в 6,8%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 44% от NOPLAT.

**4. Финальный расчет стоимости и потенциала.** EV, или сумма стоимости прогнозного (-\$248 млн) и зрелого (\$4,619 млрд) периода, составит \$4,582 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды в \$44 млн, поступления от IPO в \$385 млн, наличность на счетах в \$125 млн и стоимость опционов в \$216 млн, собственный капитал Cloudflare можно оценить в \$4,831 млрд.

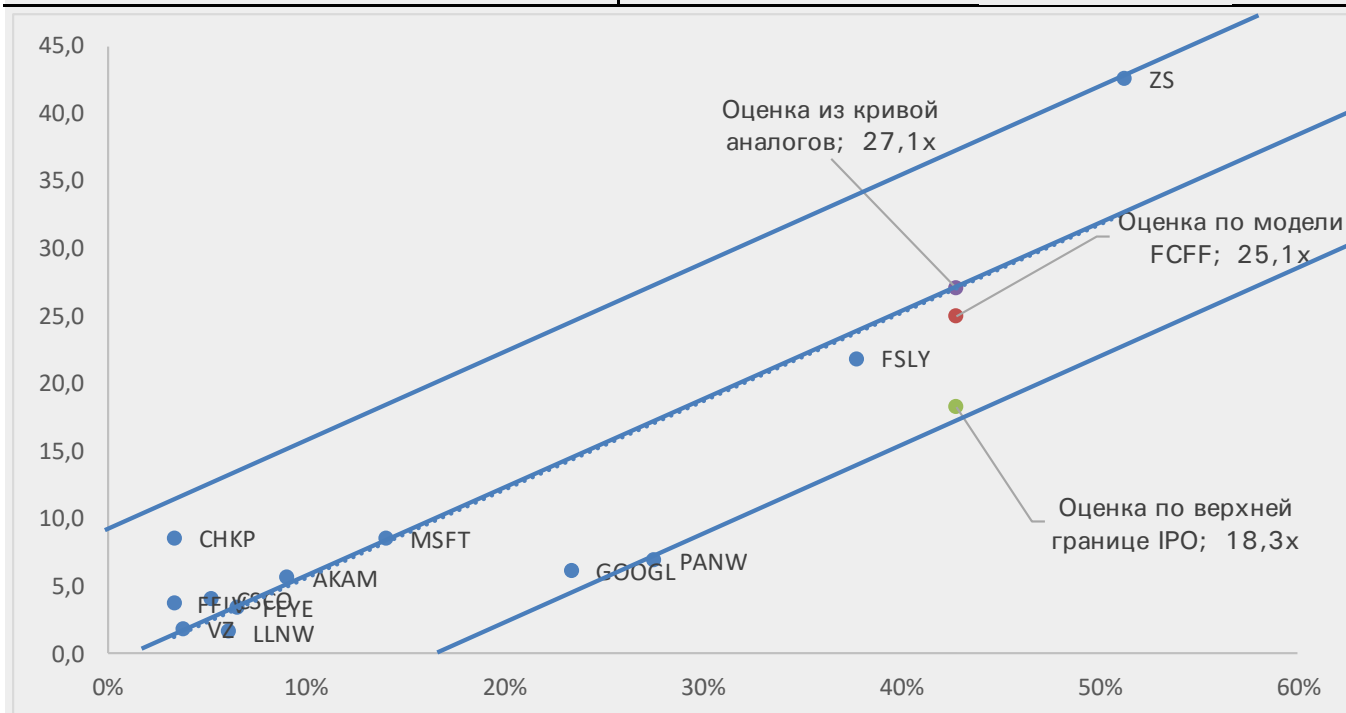
Учитывая 293,3 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$16,2. Потенциал к верхней границе IPO в \$12 составляет 35%.

**5. Оценка из отраслевой зависимости между показателями темпов роста и P/S.** Наиболее близкие аналоги Cloudflare из выборки Bloomberg Fit иллюстрируют связь между показателями темпов роста и уровнем мультипликатора: чем выше темпы роста, тем выше P/S. Оценка по линии тренда аналогов проецирует оценку в 27,1x годовых выручек, или 5,2 млрд.

**Иллюстрация 8. Оценка Cloudflare по мультипликаторам.**

**Оценка по мультипликаторам**

Темпы роста Cloudflare, %	43%
Выручка Cloudflare, млн USD	193
Имплицированный P/S, x	27,1x
Оценка, млн USD	5 214



**Аналоги из подборки Bloomberg Fit**

CSCO	Cisco Systems Inc
FFIV	F5 Networks Inc
CHKP	Check Point Software Technologies Ltd
FEYE	FireEye Inc
FSLY	Fastly Inc
PANW	Palo Alto Networks Inc
JNPR	Juniper Networks Inc
ZS	Zscaler Inc
AKAM	Akamai Technologies Inc
LLNW	Limelight Networks Inc
VZ	Verizon Communications Inc
GOOGL	Alphabet Inc
MSFT	Microsoft Corp

## Иллюстрация 9. Модель оценки Cloudflare методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2017	2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	зрелый
темпа роста выручки, %		43%	58%	51%	46%	41%	35%	29%	21%	15%	11%	9%	3,0%
(+) Выручка	135	193	305	460	670	942	1 273	1 638	1 978	2 279	2 529	2 765	2 848
(x) Операционная маржа	-7%	-31%	-25%	-20%	-14%	-9%	-3%	2%	8%	13%	19%	27%	27%
(=) EBIT	-10	-59	-77	-90	-95	-81	-39	40	157	307	480	747	769
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	0	0	61	96	149	154
(=) NOPLAT	-10	-59	-77	-90	-95	-81	-39	40	157	246	384	597	615
(-) чистые реинвестиции	39	29	43	60	79	101	122	139	145	142	129	111	272
(=) FCFF	(49)	(88)	(120)	(150)	(174)	(182)	(161)	(99)	12	104	255	487	343
FCFF маржа, %	-36,3%	-45,7%	-39,2%	-32,6%	-25,9%	-19,3%	-12,7%	-6,0%	0,6%	4,5%	10,1%	17,6%	
(x) фактор дисконтирования			0,93x	0,87x	0,81x	0,76x	0,71x	0,66x	0,62x	0,58x	0,54x	0,51x	
PV FCF			(112)	(131)	(142)	(138)	(115)	(66)	7	60	139	248	
Терминальная стоимость													9 059
PV Терминальной стоимости													4 619
<b>Имплицированные переменные модели</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019П</b>	<b>2020П</b>	<b>2021П</b>	<b>2022П</b>	<b>2023П</b>	<b>2024П</b>	<b>2025П</b>	<b>2026П</b>	<b>2027П</b>	<b>2028П</b>	
Выручка/капитал, x	1,09x	1,39x	1,65x	1,87x	2,05x	2,19x	2,27x	2,28x	2,26x	2,22x	2,22x		
Инвестированный капитал	177	220	279	358	459	581	720	866	1 008	1 137	1 248		
Чистое реинвестирование, %	-50%	-56%	-66%	-84%	-125%	-311%	347%	92%	58%	34%	19%	44%	
Реинвестирование к выручке, %	15,2%	14,1%	12,9%	11,8%	10,7%	9,6%	8,5%	7,4%	6,2%	5,1%	4,0%		
ROIC, %	-33%	-35%	-32%	-26%	-18%	-7%	6%	18%	24%	34%	48%	6,8%	
Маржа NOPLAT, %	-31%	-25%	-20%	-14%	-9%	-3%	2%	8%	11%	15%	22%		
<b>Расчет WACC</b>			<b>2019П</b>	<b>2020П</b>	<b>2021П</b>	<b>2022П</b>	<b>2023П</b>	<b>2024П</b>	<b>2025П</b>	<b>2026П</b>	<b>2027П</b>	<b>2028П</b>	
Безрисковая ставка			1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	
Бета послерыноговая			1,06	1,06	1,05	1,04	1,04	1,03	1,03	1,02	1,01	1,00	
Премия за риск инвестирования			5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	
Стоимость собственного капитала			7,2%	7,2%	7,1%	7,1%	7,1%	7,0%	7,0%	7,0%	6,9%	6,9%	
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			7,1%	7,1%	7,1%	7,0%	7,0%	7,0%	6,9%	6,9%	6,9%	6,8%	
Кумулятивная стоимость капитала			0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	
<b>Оценка капитала, млн USD</b>													
(=) Стоимость в прогнозируемом периоде													(248)
(+) Стоимость в терминальном периоде													4 619
(x) Коэффициент на дату оценки													1,05x
(=) EV													4 582
(-) Долг (вкл. операционную аренду)													44
(+) Наличность													125
(+) Поступления от IPO													385
(-) Стоимость выпущенных опционов													216
(=) Оценка собственного капитала													4 831
Рыночная капитализация													3 520
<b>Целевая цена на акцию, USD</b>													16,2
Максимум диапазона на IPO, USD													12
Потенциал роста, %													35%
<b>Уровни оценки по P/S</b>	<b>2019</b>	<b>F20П</b>	<b>F21П</b>										
Оценка по модели FCFF	25,1x	15,8x	10,5x										
Оценка по верхней границе IPO	18,3x	11,5x	7,6x										
Оценка из кривой аналогов	27,1x												

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

## Риски: клиенты, кибератаки и производительность платформы

**Привлечение новых клиентов.** В случае, если компания не сможет привлечь новых клиентов, то выручка может снизиться, компания не сможет достичь прибыльности.

**Кибератаки.** Cloudflare сталкивается с угрозами безопасности со стороны третьих лиц, которые могут получить несанкционированный доступ к данным компании. В случае, если злоумышленники получат доступ к серверам компании, то это может отрицательно повлиять на бизнес и репутацию.

**Снижение производительности платформы.** Любое прерывание или задержка доступа для клиентов компании может негативно сказаться на репутации продуктов компании, которые рассчитаны на 100% бесперебойную работу.

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.

---