

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Bill.com Holdings (BILL)

 Потенциал роста: **33%**

 Целевая цена: **\$24**

 Диапазон размещения: **\$16-\$18**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Программное обеспечение

оценка перед IPO

IPO BILL: платформа по упрощению финансовых операций



Выручка, 2019 (млн USD)	108
EBIT, 2019 (млн USD)	-10
Прибыль, 2019 (млн USD)	-7
Чистый долг, 1Q20 (млн USD)	0

P/E, 2019 (x)	—
P/S, 2019 (x)	11,6
EV/S, 2019 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-9

Капитализация IPO (млрд USD)	1,182
Акции после IPO (млн шт)	69,6
Акции к размещению (млн шт)	8,8
Объем IPO (млн USD)	150
Минимальная цена IPO (USD)	16
Максимальная цена IPO (USD)	18
Целевая цена (USD)	24
Дата IPO	11 декабря

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

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

11 декабря состоится IPO компании Bill.com, поставщика платформы, которая упрощает и автоматизирует финансовые операции для малых и средних предприятий. Компания за всю историю привлекла более \$347,1 млн, а на последнем инвестраунде была оценена в \$1 млрд. Среди акционеров компании числятся DCM Affiliates Fund IV (Fortinet), August Capital (Fastly, Splunk, Stitch), Emergence Capital (Zoom Video, Box), Scale Venture Partners IV (Box, Datastax, DocuSign).

Чем занимается Bill.com. Компания предоставляет платформу с искусственным интеллектом, которая помогает клиентам обрабатывать счета, оптимизировать передачу и прием счетов и синхронизировать их со своей системой учета и управления денежными средствами. Платформа имеет интеграцию с различными бухгалтерскими программами, банковскими и платежными системами, что позволяет клиентам получать доступ к различным услугам через одну платформу. В результате платформа занимает важное место в операциях между кредиторской и дебиторской задолженностями.

Клиентская база компании. На сегодняшний день клиентская база компании составляет более 81 тысячи клиентов. По состоянию на 30 июня 2019 года, в платформе было более 1,8 млн учетных записей. Среди партнеров компании числятся 70 из 100 ведущих бухгалтерских фирм, ведущие банки США (Bank of America, JPMorgan Chase и American Express). Процент удержания в 2019 ФГ составил 110% и 106% - в 2018 ФГ.

Чем помогает платформа. Основным принципом платформы является отказ от бумажных и ручных расчетов. В 2016 году, согласно опросу SMB, 90% опрошенных полагались на бумажные чеки и расчеты. Согласно опросу Levvel Research, бумажные чеки или расчеты приводят к снижению качества работы и являются основной причиной просроченных платежей. Платформа Bill.com обрабатывает более 8 тысяч сообщений в день, обрабатывает и утверждает более 2,4 млн счетов в месяц и хранит более 45 млн документов в год на коллективной основе.

Сильные цифры для SaaS-компании: рост выше 50% при близости к безубыточности. За 2019 ФГ темпы роста составили +67%, а за 1 квартал 2020 ФГ темпы роста составили 57%. Валовая маржа демонстрирует рост с 70% в 2018 ФГ до 74% за 3М20 ФГ. Показатели EBIT выросли с -12% до -9% в 2019 ФГ, но снизились в 1 квартале 2020 ФГ до -18% из-за роста численности персонала.

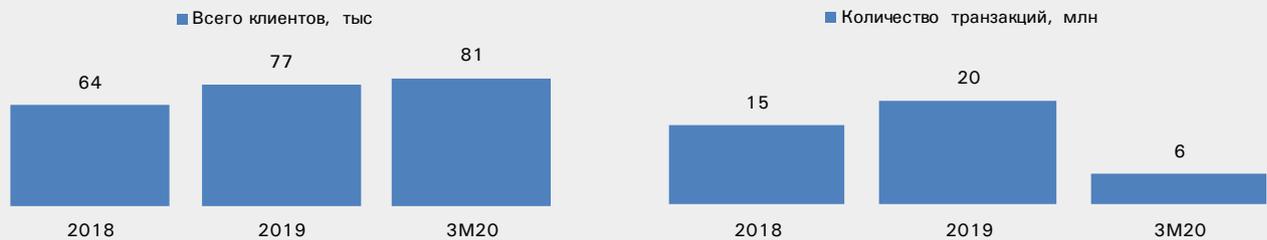
Мы видим апсайд в 33% по DCF и 48% по P/S к верхней границе IPO. По мультипликаторам, исходя из отраслевой зависимости валовой маржи и P/S, мы видим оценку в 17,1x годовых выручек, или в \$1,858 млрд, в то время как DCF-модель дает оценку на уровне \$1,7 млрд. На момент IPO компания оценивается в \$1,182 млрд.

Bill.com Holdings: финансовые показатели

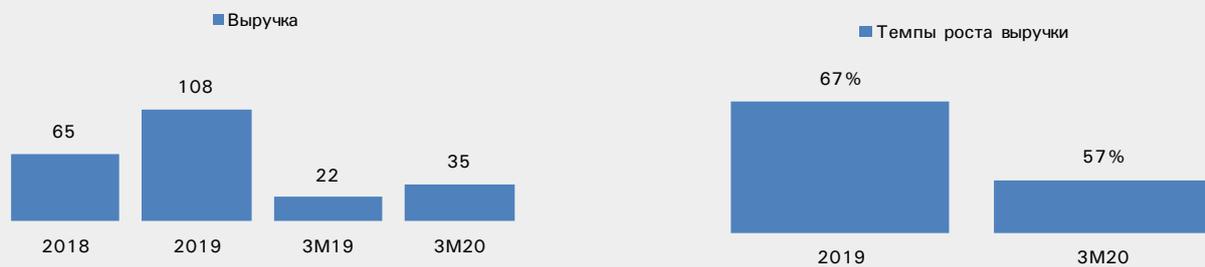
Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	3M20	Балансовый отчет, млн USD	2018	2019	3M20
Выручка	65	108	35	Наличность	22	90	86
Себестоимость	19	30	9	Инвестиции	70	72	71
Валовая прибыль	45	78	26	Дебиторская задолженность	2	4	4
R&D	18	29	12	Доход по невыставленным счетам	3	5	5
S&M	19	30	10	Прочие активы	6	12	14
G&A	16	29	11	Средства клиентов	915	1329	1466
EBITDA	(6)	(7)	(5)	Текущие активы	1019	1513	1647
Амортизация	2	3	1	ОС	6	7	8
EBIT	(8)	(10)	(6)	Прочие активы	5	7	7
Прочие доходы	1	2	1	Долгосрочные активы	11	13	15
Доналоговая прибыль	(7)	(7)	(6)	Активы	1029	1526	1662
Налог	0	0	0	Кредиторская задолженность	2	5	6
Чистая прибыль	(7)	(7)	(6)	Начисленные обязательства	3	4	4
				Прочие обязательства	3	7	8
				Конвертируемые облигации	1	1	1
				Отложенный доход	3	3	3
				Банковский займ	4	0	0
				Депозиты клиентов	915	1329	1466
				Текущие обязательства	931	1349	1489
				Отложенный доход	2	2	2
				Банковский займ	6	0	0
				Прочие обязательства	2	1	1
				Долгосрочные обязательства	9	3	3
				Всего обязательства	940	1353	1492
				Конвертируемые акции	191	276	276
				Капитал	-102	-103	-106
				Обязательства и собственный капитал	1029	1526	1662
				Поэлементный анализ ROIC	2018	2019	3M20
				Маржа NOPLAT, %	-	-	-
				ICTO, x	-	-	-
				AICTO, x	-	-	-
				ROIC, %	-	-	-
				Себестоимость/выручка, %	30%	28%	26%
				Операционные издержки/выручка, %	-112%	-109%	-118%
				WCTO, x	-	-	-
				FATO, x	-	-	-
				Ликвидность и структура капитала	2018	2019	3M20
				EBIT/процентные платежи, x	-	-	-
				Текущая ликвидность, x	1,09	1,12	1,11
				Долг/общая капитализация, %	-	-	-
				Долг/активы, %	-	-	-
				Долг/собственные средства, x	-	-	-
				Долг/IC, %	-	-	-
				Собственные средства/активы, %	2%	6%	5%
				Активы/собственный капитал, x	-	-	-
				Мультипликаторы	2018	2018	3M20
				P/B, x	-	-	-
				P/E, x	-	-	-
				P/S, x	-	-	-
				EV/EBITDA, x	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-
Рост и маржа (%)	2018	2019	3M20				
Темпы роста выручки	-	67%	57%				
Темпы роста EBITDA	-	-	-				
Темпы роста EBIT	-	-	-				
Темпы роста NOPLAT	-	-	-				
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-				
Валовая маржа	70%	72%	74%				
EBITDA маржа	-8%	-6%	-15%				
EBIT маржа	-12%	-9%	-18%				
NOPLAT маржа	-	-	-				
Маржа чистой прибыли	-11%	-7%	-16%				
Cash Flow, млн USD	2018	2019	3M20				
CFO	(8)	(4)	(2)				
D&A	2	3	1				
CFI	(335)	(420)	(138)				
CapEx	(2)	(4)	(2)				
CFF	326	492	136				
Денежный поток	(17)	68	(4)				
Наличность на начало года	40	22	90				
Наличность на конец года	22	90	86				
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	2	4	2				
Рабочий капитал, USD	-	-	-				
Реинвестиции, USD	-	-	-				
BV, USD	-	-	-				
Инвестированный капитал	-	-	-				
EPS, USD на акцию	-	-	-				

Bill.com Holdings: ключевые цифры

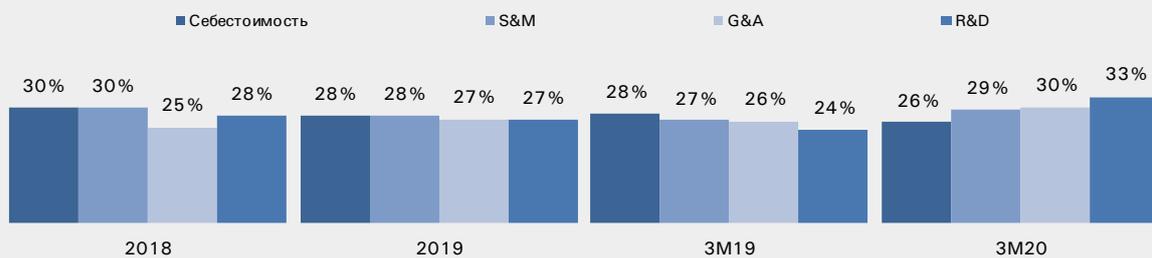
Операционная метрика



Выручка и темпы роста



Расходы и их структура



Денежные потоки



Маржа и активы



Bill.com: общее резюме привлекательности размещения

Размещение Bill.com является одним из самых ожидаемых IPO из сектора SaaS в 2019 году. Компания является одним из лидеров рынка, подтверждением является быстрый рост базы клиентов, крупная партнёрская сеть и в течение 2019 ФГ компания обработала платежи на сумму более \$70 млрд. Оценка на IPO представляется привлекательной с учетом отзывов в СМИ, позиций на рынке, роста рынка, на котором работает компания, и финансовых показателей, что подтверждает потенциал свыше 30%.

(+) Высокие темпы роста: +67% в 2019 ФГ и +57% в 1 квартале 2020 ФГ.

(+) Компания близка к безубыточности по показателям EBIT-маржи: -12% в 2018 ФГ и -9% в 2019 ФГ.

(+) Крупный целевой рынок. Примерная оценка в \$39 млрд ежегодно (\$9 млрд - США и \$30 млрд - в мире).

(+) Платформа Bill.com обрабатывает более 8 тысяч сообщений в день, обрабатывает и утверждает более 2,4 млн счетов в месяц и хранит более 45 млн документов в год на коллективной основе.

(+) Известные инвестфонды с крупными долями: DCM Affiliates Fund IV (14,2%), August Capital (11,1%), Emergence Capital (7,1%), Scale Venture Partners IV (5,4%).

(+) Устойчивый рост общей базы: +21% в 2019 ФГ и +21% в 1 квартале 2020 ФГ.

(+) Отсутствие крупных конкурентов на рынке.

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

(+) Отсутствие долга.

(+) Крупная партнерская сеть: среди партнеров компании числятся 70 из 100 ведущих бухгалтерских фирм и ведущие банки США (Bank of America, JPMorgan Chase и American Express).

Bill.com Holdings: ключевые факты

Bill.com Holdings является одним из ведущих поставщиков облачного ПО, которое упрощает и автоматизирует сложные финансовые операции для малых и средних предприятий. Компания предоставляет платформу с искусственным интеллектом, которая помогает клиентам обрабатывать счета, оптимизировать передачу и прием счетов и синхронизировать их со своей системой учета и управления денежными средствами. Платформа имеет интеграцию с различными бухгалтерскими программами, банковскими и платежными системами, что позволяет клиентам получать доступ к различным услугам через одну платформу. В результате платформа занимает важное место в операциях между кредиторской и дебиторской задолженностями.

Компания за всю историю привлекла более \$347,1 млн, а на последнем инвестраунде была оценена в \$1 млрд. Среди акционеров компании числятся DCM Affiliates Fund IV (BitAuto, BitTorrent, Fortinet, musical.ly), August Capital (Fastly, Splunk, Stitch), Emergence Capital (Crunchbase, Zoom Video, Box), Scale Venture Partners IV (Box, Datastax, DocuSign).

Иллюстрация 1. Отзывы клиентов компании Bill.com

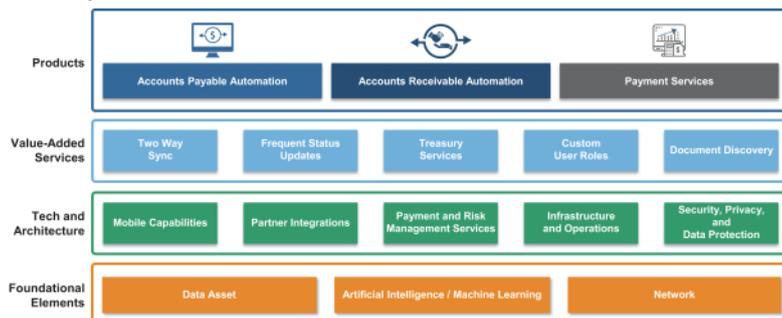
	<p>"Bill.com gave me my life back!" Jeremy Pyles, Founder and CEO of Niche, a modern lighting company</p>		<p>"I like Bill.com because it's much, much easier for me to see our cash on hand." Keeley Tillotson, Founder and CEO of Wild Friends Foods, a clean-food company</p>
<p>"Bill.com is like an extra partner in the office... it helps me be more productive." Mark Lindsay, Managing Director at Lindsay Leasing, a property management company</p>		<p>"Bill.com is reliable, dependable, trustworthy, and secure—all the things you want to see in your finance chain." Andy Clarda, Partner at The Secret Chocolatier, a boutique chocolate business</p>	
		<p>"Bill.com has made a huge difference to our operations... freeing up precious time to focus on more important initiatives." Diana Westrop, Controller at Atlanta Humane Society</p>	
<p>"Without Bill.com we would have had to hire at least one more full-time accounts payable person." Jarlie Victor, Finance Manager at Spikeball, a sports equipment company</p>	<p>"Bill.com saved us from having to outsource our accounts payable. By not handing it over to an outside firm we saved about \$150,000 last year." David Ostrowe, President of D&M Restaurant Group, a Burger King, Taco Bell and Blaze Pizza franchisee</p>	<p>"Bill.com is the cornerstone of our business. The success of our clients, and our company, depends on it." Laura Redmond, Founder of Redmond Accounting</p>	
			

Источник: на основе данных компании

Решение компании Bill.com. Платформа построена на основе «облачной» структуры, которая автоматизирует бэк-офис и позволяет клиентам Bill.com оплачивать задолженности своим поставщикам или получать платежи от своих клиентов. Платформа выступает в качестве «системы контроля» кредиторской и дебиторской задолженности.

Платформа построена так, чтобы видеть «обе стороны» и способствовать быстрому обмену информацией (так как одна транзакция может рассматриваться по-разному: в зависимости от стороны, дебет одной компании — это кредит другой).

Иллюстрация 2. Решение компании Bill.com



Источник: на основе данных компании

Основные функции платформы. Автоматизация кредиторской задолженности: оптимизация всего процесса, начиная с получения счета, заканчивая оплатой и внесением в бухгалтерскую программу.

- **Visibility at a Glance:** полная видимость потоков и оттоков денежных средств, также их количество.
- **Document Management:** большинство счетов доставляются Bill.com напрямую через почту. Например: (1) клиент регистрируется на сервисе компании, (2) сервис автоматически присваивает ему адрес электронной почты, (3) клиент может предоставить данный адрес своим поставщикам, (4) поставщики отправляют на данный адрес счета на оплату, (5) затем все документы хранятся в базе Bill.com. Самым главным преимуществом для клиентов является то, что все документы хранятся и их можно найти через поисковую систему.
- **Intelligent bill capture:** поступающие счета считываются автоматически, затем предварительно заполняются, после чего сотрудники получают готовый документ для оплаты.
- **Digital workflows and approvals:** данная функция помогает клиентам не получить штраф по просрочке платежей, так как платформа сама предлагает даты.
- **Collaboration and engagement:** возможности обмена сообщениями между клиентами, сотрудниками и их поставщиками. Например, поставщики могут напоминать своим должникам об оплате.

Автоматизация дебиторской задолженности: создание счетов-фактур, доставка их клиентам, сбор и подсчет средств с внесением изменений в бухгалтерские программы.

- Easy invoicing: создание электронных счетов-фактур с внесением своих значений, логотипов и с установкой времени отправки.
- Digital workflows and visibility: пользователь платформы может отслеживать, когда были доставлены, открыты или оплачены счета-фактуры, а какие ждут оплаты.

Платежные услуги: клиенты с кредиторской задолженностью могут оплачивать счета через платформу Bill разными способами:

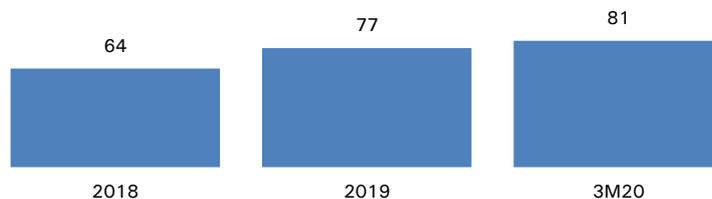
- оплата по картам.
- чеки.
- международные платежи.

Чем помогает платформа Bill.com. Основным принципом платформы является отказ от бумажных и ручных расчетов. В 2016 году, согласно опросу SMB, 90% опрошенных полагались на бумажные чеки и расчёты. Согласно опросу Levvel Research, бумажные чеки или расчеты приводят к снижению качества работы и являются основной причиной просроченных платежей. Платформа Bill.com обрабатывает более 8 тысяч сообщений в день, обрабатывает и утверждает более 2,4 млн счетов в месяц и хранит более 45 млн документов в год на коллективной основе.

Бизнес-кейсы. Компания Wild Friends Foods при расширении бизнеса наняла удаленного бухгалтера, но это создало проблемы при заполнении счетов. Решение компания нашла в платформе Bill.com. Wild Friends Foods смогла оптимизировать свои процессы, повысить эффективность и снизить затрачиваемое время на заполнение счетов с 15 часов в месяц до 4-5 часов.

O&M Restaurant Group управляет 40 ресторанами быстрого обслуживания, имеет более 1000 сотрудников и множество разных поставщиков. Компания затрачивала много времени на сканирование каждого счета, ввода информации в учетную систему и прочее. Результаты использования платформы Bill.com: увеличение выручки с \$30 до \$65 млн (при этом численность сотрудников не увеличилась), сокращение времени на обучение сотрудников, возможность для аудиторов получения полного доступа к информации через платформу.

Клиентская база компании. На сегодняшний день клиентская база компании составляет более 81 тысячи клиентов. По состоянию на 30 июня 2019 года, в платформе было более 1,8 млн учетных записей. Среди партнеров компании числятся 70 из 100 ведущих бухгалтерских фирм, ведущие банки США (Bank of America, JPMorgan Chase и American Express). Процент удержания в 2019 ФГ составил 110% и 106% - в 2018 ФГ.

График 1. Клиентская база

Источник: на основе данных компании

Потенциальный рынок свыше \$39 млрд. Согласно данным Финансового форума за 2019 год, в мире зарегистрировано около 20 млн малых и средних предприятий.

По оценкам компании, адресный рынок компании составляет \$39 млрд ежегодно (\$9 млрд - США и \$30 млрд - в мире).

По прогнозам IDC, в 2019 году малые и средние предприятия потратят около \$65 млрд на программное обеспечение.

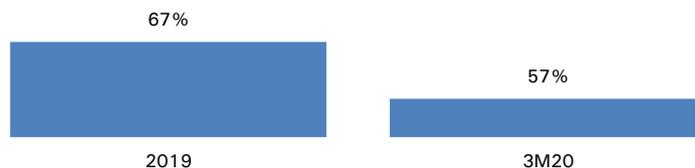
Стратегия роста.

- Привлечение новых клиентов.
- Расширение возможностей платформы.
- Выход на новые международные рынки.

Bill.com Holdings: стандартные цифры для SaaS-компании

Выручка компании. За 2019 ФГ темпы роста составили +67%, а за 1 квартал 2020 ФГ темпы роста составили 57%. Главными драйверами роста стали рост числа клиентов и средний доход на клиента.

График 2. Темпы роста, %



Источник: на основе данных компании

Основные показатели маржинальности бизнеса. Валовая маржа демонстрирует рост с 70% в 2018 ФГ до 74% за 3М20 ФГ, главным драйвером роста продаж стало увеличение выручки за счет внедрения новых продуктов.

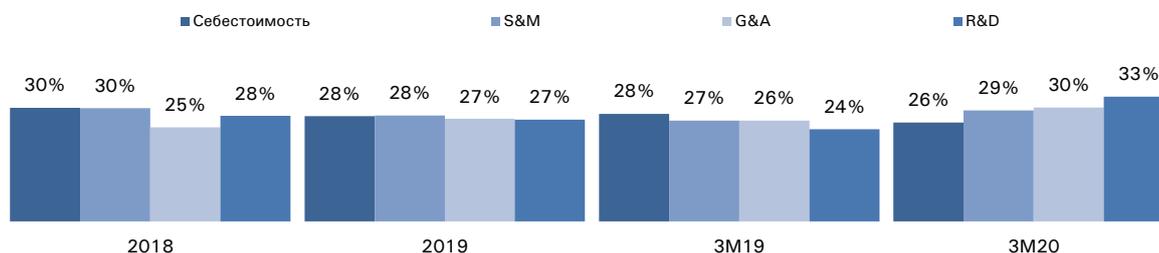
Показатели EBIT выросли с -12% до -9% в 2019 ФГ, при этом в 1 квартале 2020 ФГ выросли расходы, а маржа снизилась до -18%, R&D - с 27% от выручки в 2019 ФГ до 33% и G&A - с 25% до 30% за тот же период. Главной причиной роста расходов стал рост численности персонала.

График 3. Основные индикаторы маржинальности бизнеса, %



Источник: на основе данных компании

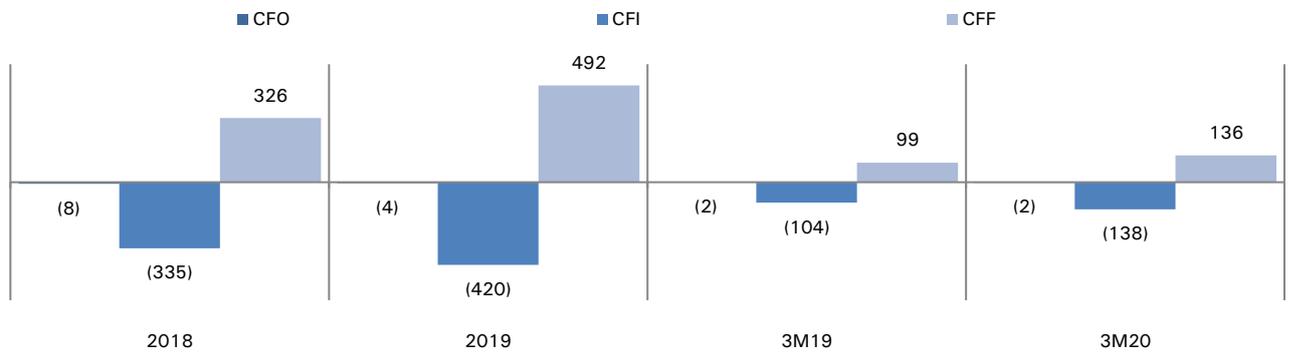
График 4. Структура расходов Bill.com Holdings за 2018-3М20 гг.



Источник: на основе данных компании

Денежный поток. В 2019 ФГ компания сгенерировала наличность за счет своей финансовой деятельности.

График 6. Денежный поток Bill.com Holdings с 2018 по 3М20 гг.



Источник: на основе данных компании

Оценка Bill.com: потенциал рынка и текущие тренды проецируют оценку в \$1,7 млрд

1. Компания заняла свою нишу, так как не имеет крупных конкурентов, это позволит дальше наращивать клиентскую базу.

Компания имеет довольно сильные рыночные позиции для продолжения наращивания базы клиентов: (1) помощь малому и среднему бизнесу, (2) интеграция с крупными бухгалтерскими программами (среди партнеров компании числятся 70 из 100 ведущих бухгалтерских фирм), (3) рост базы клиентов с 63,7 тыс. в 2018 ФГ до 81,4 тысячи за 1 квартал 2020 ФГ (+21% в 2019 ФГ и +21% за 1 квартал 2020 ФГ), (4) высокая ставка удержания свыше 110% в 2019 ФГ, (5) все больше компаний отказываются от бумажных и ручных расчетов и (6) в течение 2019 ФГ компания обработала платежи на сумму более \$70 млрд.

Компания получает выручку за счет подписки и транзакций и от управления средствами клиентов. Для прогнозирования выручки от подписки мы использовали следующие метрики: клиентская база и ARPU на 1 клиента, для прогнозирования выручки от транзакций - количество транзакций и доходы от 1 транзакции.

Прогноз клиентской базы Bill.com. За последние 2 года общая база компании выросла с 64 тысяч до 77 тысяч (рост +21% г/г), и в 1 квартале база составила 81,4 тысячи (рост +21% кв/кв). С учетом рода деятельности компании (упрощение финансовых операций) и растущего адресного рынка Bill.com (по прогнозам IDC, в 2019 году малые и средние предприятия потратят около \$65 млрд на программное обеспечение) мы продолжили текущий тренд роста базы клиентов с замедлением роста. По нашему прогнозу, темпы роста базы снизятся с 21% в 2019 ФГ до 17% в 2020 прогнозном году, а к 2028 прогнозному году темпы роста составят 2%, а общее количество клиентов вырастет с 81,4 тысячи до 155 тысяч.

ARPU на 1 клиента. Темпы роста за 2019 ФГ составили 18%, или \$776 на 1 клиента. В 10-летнем прогнозном периоде мы замедлили текущие темпы роста с 17% до 0,5% к 2029 ПГ. ARPU на клиента вырастет с текущих \$776 до \$1141 в течение 10 прогнозных лет.

Выручка от подписки. С учетом вводных данных (база клиентов и ARPU) в прогнозном периоде темпы роста снизятся с текущих 42% до 31% в 2020 ПГ и до 3% к 2029 ПГ. Выручка от подписки вырастет с \$60 млн до \$177 млн в течение 10 прогнозных лет.

Количество транзакций. Темпы роста замедлятся с 30% в 2019 ФГ до 0,9% к 2029 прогнозному году, при этом количество транзакций составит 38 млн против 20 млн в 2019 ФГ.

Выручка от 1 транзакции. Темпы роста замедлятся с 35% в 2019 ФГ до 1% к 2029 прогнозному году, выручка от 1 транзакции вырастет с \$1,3 до \$2,8 в течение 10 прогнозных лет.

Выручка от транзакций. С учетом вводных данных (количество транзакций и выручка от 1 транзакции) темпы роста в прогнозном периоде замедлятся с 76% до 2% в течение 10 лет. Выручка от транзакций вырастет с \$26 млн в 2019 ФГ до \$105 млн к 2029 ПГ.

Темпы роста выручки от подписки и транзакций Bill.com замедлятся с текущих 51% до 2% к 2029 прогнозному году, при этом выручка в

2029 ПГ составит \$282 млн против \$86 млн в 2019 ФГ.

Выручка от управления средствами клиентов. Bill.com имеет у себя на балансе средства клиентов, которые предназначены для их платежей поставщикам, при этом компания инвестирует их в процентные инвестиционные бумаги и казначейские бумаги США, где они удерживаются до тех пор, пока не поступит счет на оплату. В 2019 ФГ темпы роста от управления средствами составили 185%, при прогнозировании мы замедлили их до 129% в 2020 ПГ и до 5% к 2029 ПГ. Выручка от управления средствами клиентов вырастет с 22 млн в 2019 ФГ до 529 млн к 2029 ПГ, главными драйверами роста станут увеличение базы клиентов и количество денежных средств клиентов на балансе компании.

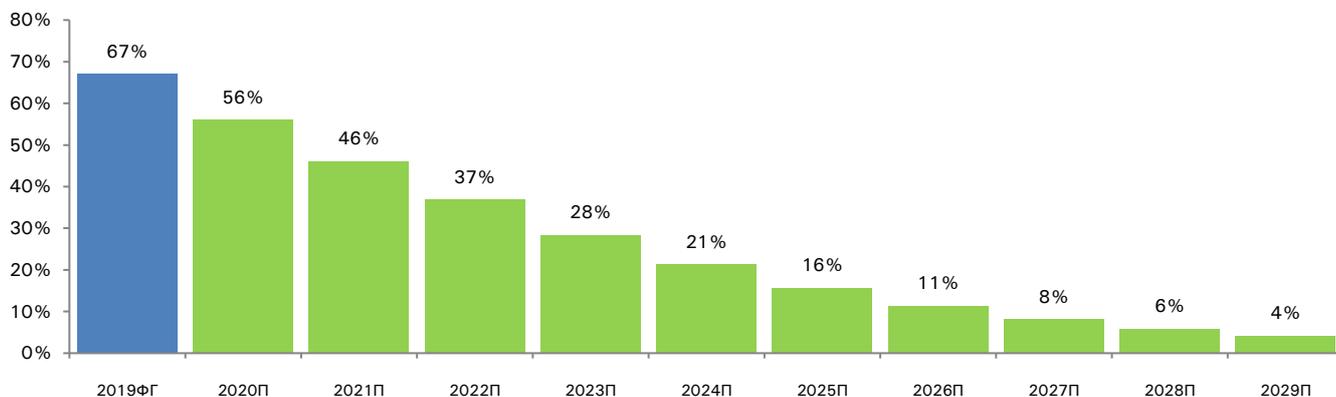
Общая выручка компании вырастет с \$108 млн в 2019 ФГ до \$811 млн к 2029 ПГ, а темпы роста снизятся с 67% до 4%.

Иллюстрация 3. Модель выручки Bill.com

Модель выручки из целевого рынка	2018ФГ	2019ФГ	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Клиентская база, тыс	64	77	89	101	112	121	130	137	143	148	152	155
Темпы роста, %		21%	17%	13%	11%	8%	7%	5%	4%	3%	3%	2%
ARPU на 1 клиента, USD	660	776	872	947	1005	1047	1078	1100	1116	1128	1136	1141
Темпы роста, %		18%	12,3%	8,6%	6,0%	4,2%	3,0%	2,1%	1,5%	1,0%	0,7%	0,5%
Выручка от подписки, млн USD	42	60	78	96	112	127	140	150	159	166	172	177
Темпы роста, %		42%	31%	23%	17%	13%	10%	8%	6%	5%	4%	3%
Количество транзакций, млн	15	20	24	28	30	33	34	36	36	37	38	38
Темпы роста, %		30%	21%	15%	10%	7%	5%	4%	2%	2%	1%	1%
Выручка от 1 транзакции, USD	1,0	1,3	1,7	1,9	2,2	2,4	2,5	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8
Темпы роста, %		35%	25%	17%	12%	8%	6%	4%	3%	2%	1%	1%
Выручка от транзакций, млн USD	15	26	40	53	66	77	85	92	97	101	104	105
Темпы роста, %		76%	51%	34%	24%	16%	11%	8%	5%	4%	3%	2%
Выручка от подписки и транзакций, млн USD	57	86	118	149	179	204	225	243	256	267	276	282
Темпы роста, %		51%	37%	27%	20%	14%	10%	8%	6%	4%	3%	2%
Выручка от управления средствами клиентов, млн USD	8	22	51	98	160	230	302	367	423	468	503	529
Темпы роста, %		185%	129%	90%	63%	44%	31%	22%	15%	11%	7%	5%
Всего выручка, млн USD	65	108	169	247	338	434	527	610	679	735	779	811
Темпы роста, %		67%	56%	46%	37%	28%	21%	16%	11%	8%	6%	4%

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

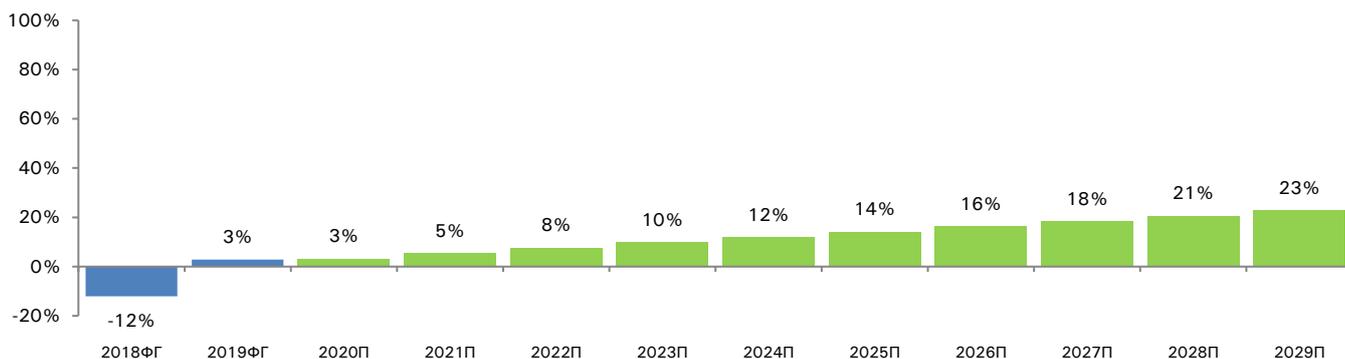
График 7. Прогноз темпов роста Bill.com



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

2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений. В 2019 ФГ показатели EBIT-маржи были равны -9%. После корректировок и амортизации показатели EBIT составили 3%. В дальнейшем мы предполагаем, что показатели достигнут среднеотраслевых значений в 23% в течение прогнозных 10 лет. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 11,2% до 4%, что равняется среднеотраслевым показателям. Исходя из нашего прогноза в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$341 млн.

График 8. 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 приравнивали к затратам на капитал в 6,7%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 45% от NOPLAT.

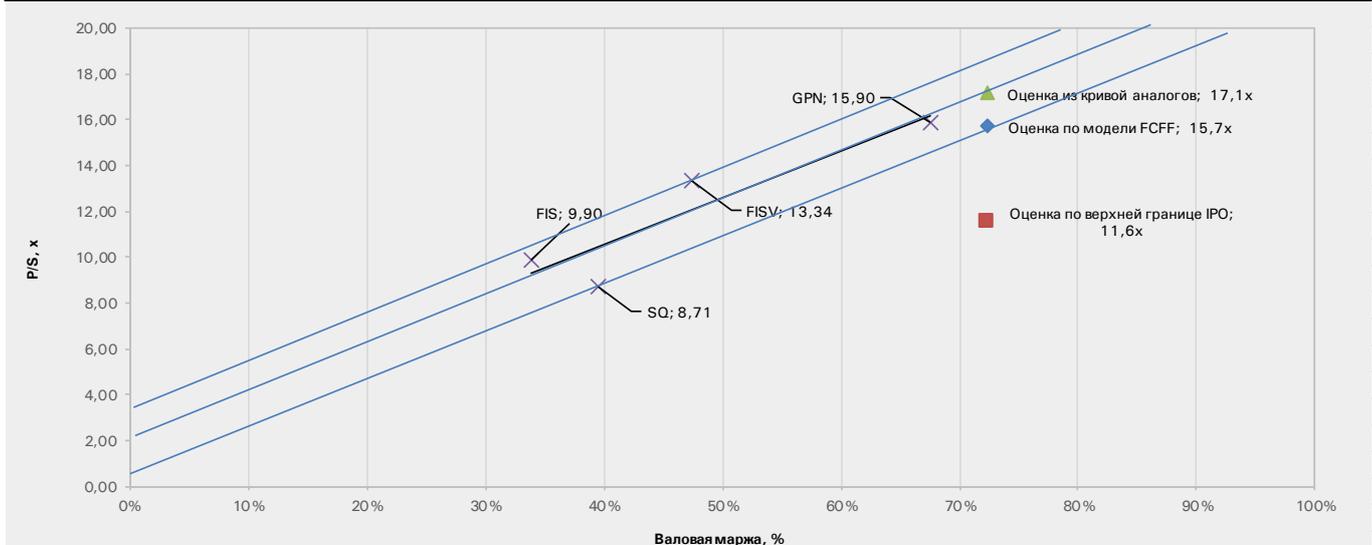
4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (\$170 млн) и зрелого (\$1,187 млрд) периода, составит \$1,444 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды в \$3 млн, поступления от IPO в \$150 млн, наличность на счетах в \$158 млн и стоимость опционов в \$48 млн, собственный капитал Bill.com можно оценить в \$1,701 млрд.

Учитывая 69,6 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$24. Потенциал к верхней границе IPO в \$18 составляет 33%.

5. Оценка из отраслевой зависимости между показателями валовой маржи и P/S. Наиболее близкие аналоги Bill.com из выборки Bloomberg Fit иллюстрируют связь между показателями валовой маржи и уровнем мультипликатора: чем выше валовая маржа, тем выше P/S. Оценка по линии тренда аналогов проецирует оценку в 17,5x годовых выручек, или \$1,858 млрд.

Иллюстрация 4. Оценка Bill.com по мультипликаторам.

Оценка по мультипликаторам	
Валовая маржа Bill.com	72%
Выручка Bill.com за 2019 ФГ	108
Имплицитный P/S, x	17,1x
Оценка, млн USD	1 858



Аналоги из подборки Bloomberg Fit

FIS	Fidelity National Information Services — это платежная система, которая обрабатывает операции по кредитным и дебетовым картам, предоставляет услуги электронного банка, обналичивания чеков для финансовых организаций и торговых компаний.
FISV	Fiserv - компания предоставляет услуги комплексного управления информацией и системы электронной торговли, такие как: обработка транзакций, электронная оплата счетов и представлений к оплате, аутсорсинг бизнес-процессов, службы распределения документов и программное обеспечение.
GPN	Global Payments - компания предоставляет обработку электронных транзакций, информационные системы и сопутствующие услуги финансовым, коммерческим, правительственным и торговым организациям по всему миру. Компания предлагает денежные переводы, обслуживание торговых точек, бухгалтерские, электронные и прочие услуги.
SQ	Square - компания разрабатывает ПО для кассовых терминалов, которое предоставляет цифровые чеки, отчеты о запасах и продажах, а также предлагает аналитику и функцию обратной связи.

Источник: данные компании, оценка АО «Фридом Финанс»

Иллюстрация 5. Модель оценки Bill.com методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2018ФГ	2019ФГ	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
темпа роста выручки, %		67%	56%	46%	37%	28%	21%	16%	11%	8%	6%	4%	3,0%
(+) Выручка	65	108	169	247	338	434	527	610	679	735	779	811	836
(x) Операционная маржа	-12%	3%	3%	5%	8%	10%	12%	14%	16%	18%	21%	23%	23%
(=) EBIT	-8	3	5	13	26	42	63	86	110	135	160	184	192
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	0	1	3	5	8	13	17	22	27	32	37	38
(=) NOPLAT	-8	3	4	11	20	34	50	69	88	108	128	147	153
(-) чистые реинвестиции	18	12	18	24	30	36	40	42	42	40	37	32	69
(=) FCFF	(26)	(9)	(13)	(13)	(10)	(2)	10	27	46	68	91	115	84
FCFF маржа, %	-39,4%	-8,3%	-7,8%	-5,4%	-3,0%	-0,5%	1,9%	4,4%	6,8%	9,3%	11,7%	14,2%	
(x) фактор дисконтирования			0,93x	0,87x	0,82x	0,77x	0,72x	0,67x	0,63x	0,59x	0,55x	0,52x	
PV FCF			(12)	(12)	(8)	(2)	7	18	29	40	50	59	
Терминальная стоимость													2 298
PV Терминальной стоимости													1 187
Имплицированные переменные модели	2018ФГ	2019ФГ	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	
Выручка/капитал, x	2,62x	2,87x	2,98x	2,98x	2,91x	2,78x	2,64x	2,49x	2,35x	2,23x	2,12x	2,12x	
Инвестированный капитал	41	59	83	113	149	189	231	273	313	350	382	382	
Чистое реинвестирование, %	386%	403%	225%	149%	107%	80%	61%	47%	37%	29%	22%	22%	45%
Реинвестирование к выручке, %	11,2%	10,4%	9,7%	9,0%	8,3%	7,6%	6,9%	6,1%	5,4%	4,7%	4,0%	4,0%	
ROIC, %	8%	7%	13%	18%	23%	26%	30%	32%	35%	37%	39%	39%	6,7%
Маржа NOPLAT, %	3%	3%	4%	6%	8%	10%	11%	13%	15%	16%	18%	18%	
Расчет WACC			2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	
Безрисковая ставка			1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	
Бета послерыноговая			1,06	1,05	1,05	1,04	1,04	1,03	1,02	1,02	1,01	1,00	
Премия за риск инвестирования			4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	
Стоимость собственного капитала			7,0%	7,0%	6,9%	6,9%	6,9%	6,8%	6,8%	6,8%	6,7%	6,7%	
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			100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
Долг/Стоимость компании			0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Средневзвешенная стоимость капитала			7,0%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,8%	6,8%	6,8%	6,7%	6,7%	
Кумулятивная стоимость капитала			0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x	
Оценка капитала, млн USD													
(=) Стоимость в прогнозном периоде			170										
(+) Стоимость в терминальном периоде													1 187
(x) Коэффициент на дату оценки													1,06x
(=) EV													1 444
(-) Долг (вкл. операционную аренду)													3
(+) Наличность													158
(+) Поступления от IPO													150
(-) Стоимость выпущенных опционов													48
(=) Оценка собственного капитала													1 701
Рыночная капитализация													1 252
Целевая цена на акцию, USD													24,0
Максимум диапазона на IPO, USD													18
Потенциал роста, %													33%
Уровни оценки по P/S	2019	F20П	F21П										
Оценка по модели FCFF	15,7x	10,1x	6,9x										
Оценка по верхней границе IPO	11,6x	7,4x	5,1x										
Оценка из кривой аналогов	17,1x												

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

Риски: ошибки, клиенты и интеграция

Риски ошибок. Компания ежедневно переводит большие суммы средств клиентов, на фоне этого Bill.com подвержена риску ошибки при переводе, которая может привести к финансовым потерям, потере доверия к бренду компании со стороны клиентов.

Привлечение новых клиентов. Если компания не сможет привлечь новых клиентов или привлечь клиентов, использующих пробную платформу, то это может значительно повлиять на рост доходов компании.

Интеграция. Если компания не сможет поддержать совместимость платформы с популярными бухгалтерскими программными решениями, то доходы Bill.com могут снизиться на фоне оттока клиентов.

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.
