

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

MongoDB Inc (MDB)

 Потенциал роста: **22%**

 Целевая цена: **\$25,3**

 Диапазон размещения: **\$18-20**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | DBaaS

оценка перед IPO

MongoDB: технология, рост и умеренная оценка



Выручка, 12М (млн USD)	124
EBIT, 12М (млн USD)	(87)
Чистая прибыль, 12М (млн USD)	(87)
Чистый долг, 1П17 (млн USD)	0

P/S, 12М (x)	7,9x
P/BV, 1П17 (x)	—
EV/S, 12М (x)	7,6x
ROA (%)	—
ROIC (%)	-147%
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-68%

Капитализация IPO (млн USD)	979,4
Акций после IPO (млн шт)	49
Акций к размещению (млн шт)	8
Объем IPO/доля, (млн USD/%)	152/16,3%
Диапазон IPO (USD)	18-20
Дата IPO	18 окт
Потенциал роста (%)	26%

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


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



18 октября на NASDAQ состоится IPO MongoDB, которая развивает и является отраслевым лидером в очень перспективной технологии NoSQL баз данных. Основанная в 2007 году компания из Нью-Йорка, растет по 50% в год, помогая обойти ограничения реляционных баз данных, что очень востребовано в растущих отраслях где важна гибкость и быстрота масштабирования в реальном времени.

Рост на 55% в 2016 году и на 51% в 1ПГ 2017 года.

У компании растущая на 88% в год база из более чем 4 тысяч клиентов среди которых Adobe, банк Barclays, Bosch, CERN, Cisco, eBay, Expedia, Facebook, Forbes, Google, KPMG, MTV, Nokia и The New York Times.

По версии Forrester компания является лидером растущего сегмента. За время своего существования MongoDB Inc. получила инвестиции в общем размере свыше \$300 млн, среди её известных инвесторов Sequoia Capital, Intel Capital и NEA. По данным оценки компании на инвестраунде 2015 года ее стоимость составила 1,6 млрд.

Большой целевой рынок и хорошие конкурентные позиции.

Согласно IDC мировой рынок программного обеспечения для баз данных в 2016 году составил \$44 млрд, а к 2020 году его размер составит \$61 млрд, причем доля NoSQL на этом рынке достигнет уже \$4,2 млрд что.

Целевая цена в \$25 при консервативных вводных данных.

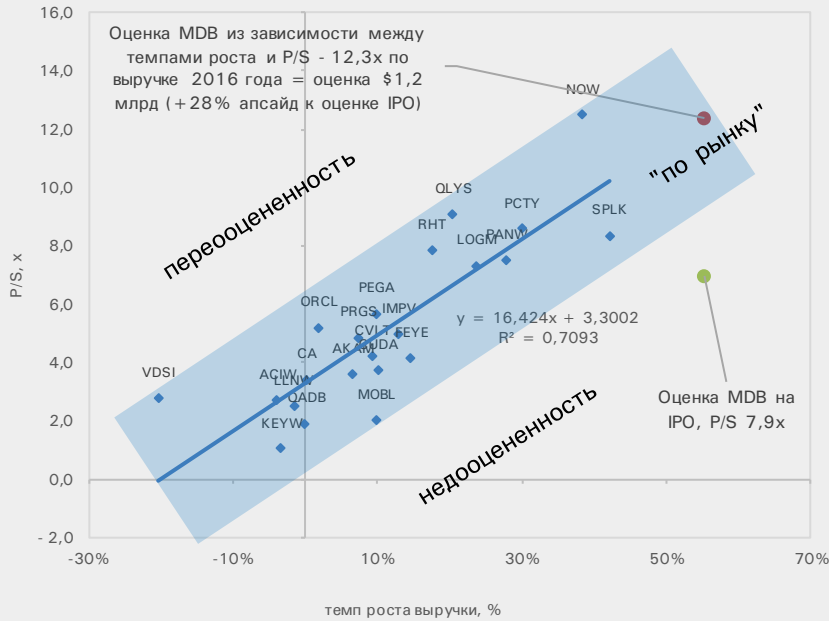
Мы заложили только 10% проникновение технологии NoSQL на совокупном рынке баз данных и всего 8,6% долю Mongo DB от этого целевого рынка. Выход в прибыль к 2021 году и среднеотраслевая рентабельность проецирует целевую цену в \$25 с потенциалом 26% к верхней границе IPO. Сравнительная оценка по мультипликатору P/S в 12,3x дает потенциал в 28%.

Абдикаримов Ерлан

 Директор Департамента финансового анализа
 (+7) 727 311 10 64 (614) | abdikarimov@ffin.kz

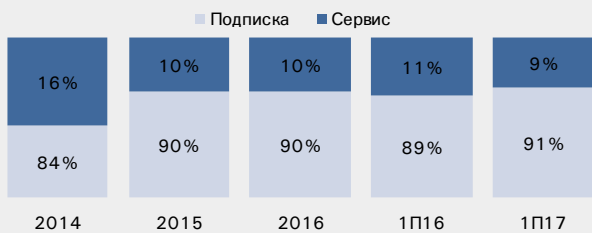
MongoDB: ключевые цифры

Сравнительная оценка по аналогам Bloomberg Best Fit (US)

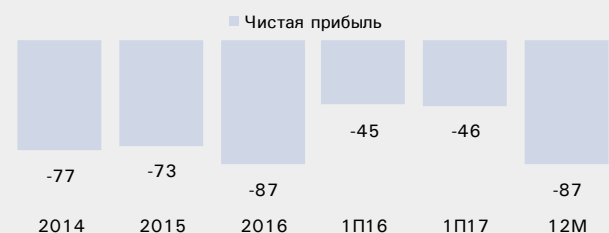
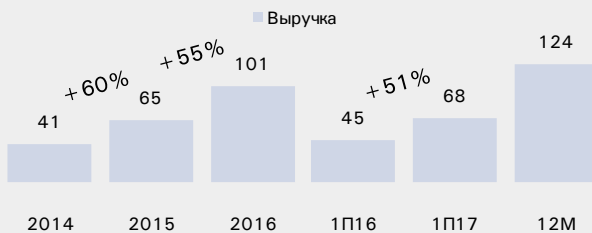


Выручка 2016, млн USD	101,4
P/S из кривой аналогов, x	12,4x
P/S на IPO, x	9,7x
Целевая оценка из кривой аналогов, млн USD	1 255
Оценка по верхней границе IPO, млн USD	979
Потенциал, %	28%

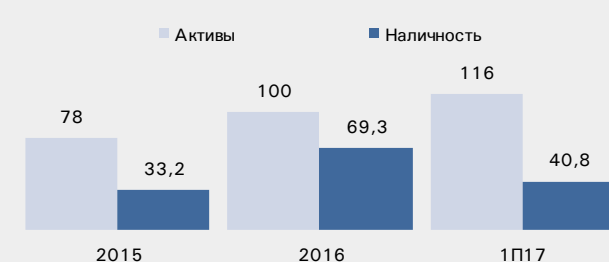
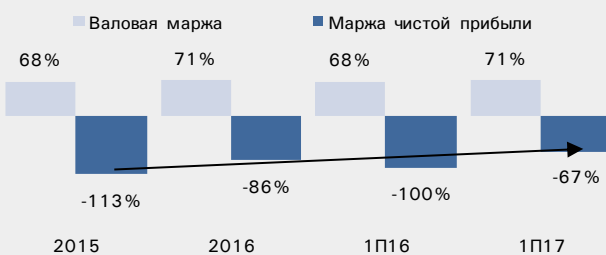
Структура выручки по источникам и по доходам в разных регионах



Темпы роста выручки и чистая прибыль



Маржа и активы



MongoDB: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2015	2016	1П16	1П17
Выручка	65	101	45	68
Себестоимость оказанных услуг	(21)	(30)	(14)	(19)
Валовая прибыль	44	71	31	49
Продажи и маркетинг	(57)	(79)	(37)	(49)
R&D	(43)	(52)	(25)	(29)
G&A	(17)	(27)	(14)	(17)
EBITDA	(69)	(82)	(44)	(44)
Амортизация	4	4	2	2
EBIT	(73)	(86)	(45)	(46)
Процентные расходы	0	0	0	0
Прочие доход/расходы	(0)	(0)	0	0
Доналоговая прибыль	(73)	(86)	(45)	(45)
Чистая прибыль	(73)	(87)	(45)	(46)
Рост и маржа (%)	2015	2016	1П16	1П17
Темпы роста выручки	-	55%	-	51%
Темпы роста EBITDA	-	-	-	-
Темпы роста EBIT	-	-	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	-
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	-
Валовая маржа	68%	71%	68%	71%
EBITDA маржа	-105%	-81%	-96%	-65%
EBIT маржа	-111%	-85%	-101%	-68%
NOPLAT маржа	-112%	-86%	-101%	-68%
Маржа чистой прибыли	-113%	-86%	-100%	-67%
Cash Flow, млн USD	2015	2016	1П16	1П17
CFO	(47)	(38)	(22)	(27)
D&A	4	4	2	2
CFI	(80)	31	12	(6)
CapEx	(0)	(2)	(1)	(2)
CFF	3	43	4	5
Денежный поток	(124)	36	(6)	(28)
Наличность на начало года	158	33	33	32
Наличность на конец года	33	69	28	3
Справочные данные	2015	2016	1П16	1П17
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	-
EV, USD	-	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	0,5	1,7	0,6	1,6
Рабочий капитал, USD	-	-	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	-	-
BV, USD	(229)	(287)	-	(318)
Инвестированный капитал	27	30	-	31
EPS, USD на акцию	-	-	-	-
Балансовый отчет, млн USD	2015	2016	1П17	
Наличность	33	69	41	
Дебиторская задолженность	22	31	33	
Запасы	0	0	0	
Прочие краткосрочные активы	89	58	66	
Текущие активы	144	158	140	
Основные средства	6	5	5	
Прочие долгосрочные активы	7	11	13	
Сумма активов	157	174	158	
Кредиторские обязательства	2	3	3	
Начисленные обязательства	12	17	21	
Текущая часть ДС долга	0	0	0	
Отложенная выручка	52	78	87	
Прочие	0	0	0	
Текущие обязательства	66	98	110	
ДС долг	0	0	0	
Финансовая аренда	2	1	1	
Прочие долгосрочные обязательства	8	17	18	
Долгосрочные обязательства	9	18	19	
Привилегированные акции	310	345	346	
Собственный капитал	(229)	(287)	(318)	
Обязательства и капитал	157	174	158	
Позлементный анализ ROIC	2015	2016	1П17	
Маржа NOPLAT, %	-112%	-86%	-68%	
IC/CO, x	-	3,4x	2,2x	
AI/CO, x	-	-	-	
ROIC, %	-	-288%	-147%	
Себестоимость/выручка, %	32%	29%	29%	
Операционные издержки/выручка, %	211%	185%	201%	
WC/CO, x	-	-	-	
FATO, x	10,8	20,8	13,3	
	x	x	x	
Ликвидность и структура капитала	2015	2016	1П17	
EBIT/процентные платежи, x	-	-	-	
Текущая ликвидность, x	2,2x	1,6x	1,3x	
Долг/общая капитализация, %	-	-	-	
Долг/активы, %	1,1%	0,6%	0,8%	
Долг/собственные средства, x	-	-	-	
Долг/IC, %	0,1x	0,0x	0,0x	
Собственные средства/активы, %	-	-	-	
Активы/собственный капитал, x	-	-	-	
Мультипликаторы	2015	2016	1П17	IPO
P/B, x	-	-	-	-
P/E, x	-	-	-	-
P/S, x	-	-	-	9,7x
EV/EBITDA, x	-	-	-	-
EV/S, x	-	-	-	9,3x

В чем ценность MongoDB?

Основанная в 2007 году Нью-Йоркская компания, растущая по 50% в год MongoDB, первоначально имела название 10gen, и была запущена для разработки облачной платформы с открытым исходным кодом. Постепенно компания начала заниматься развитием технологии баз данных с использованием NoSQL подхода и переименовала себя в MongoDB.

Технология NoSQL разработанная MongoDB решает проблему хранения и анализа новых, сложных и неструктурированных типов данных. Базы данных NoSQL являются альтернативными реляционным базам и пытаются устранить ограничения присущие им. Основное различие между ними заключается в том, как они спроектированы и каким образом хранят информацию.

Традиционные реляционные базы данных созданные в 70-х годах прошлого века хранят четко структурированные данные, структура которых при этом не подвержена частым изменениям. Тогда как нереляционные базы устроены для более эффективного хранения объектов с произвольным набором атрибутов. Внутреннее устройство таких NoSQL баз данных влияет на особенности работы, в частности они лучше поддаются быстрому масштабированию, что может быть очень востребовано.

За время своего существования MongoDB Inc. получила инвестиции в общем размере свыше \$300 млн, среди её известных инвесторов Sequoia Capital, Intel Capital и NEA. По данным оценки компании на инвестраунде 2015 года ее стоимость по мнению инвесторов составляла 1,6 млрд.

Среди известных пользователей MongoDB Adobe, Barclays, Bosch, CERN, Cisco, eBay, Expedia, Facebook, Forbes, Foursquare, Google, KPMG, MTV, Nokia, Pearson, Royal Bank of Scotland, SAP, The Guardian, The New York Times, The Washington Post, Ticketmaster, Verizon, правительство Великобритании.

При этом в 2017 году примерно 30% новых клиентов MongoDB мигрировали из реляционных баз данных.

Согласно отзывам пользователей баз данных, MongoDB заняла в сегменте небольших интернет-сервисов место, которое ранее принадлежало реляционной СУБД MySQL, существующей с 1995 года.

В США MongoDB было выдано 8 патентов, срок действия которых истекает в период с 2030 по 2033 год, и одновременно на рассмотрении находится 36 заявок на патент.

Бизнес-модель, продукты и цифры MongoDB

Платформа MongoDB монетизируется путем подписки клиентов на программное обеспечение, при этом доходы от подписки за 1 полугодие 2017 года составили 91% от общей выручки.

Для поощрения использования платформы MongoDB предлагает Community Server – платформу с открытым исходным кодом, аналогичное предложению «freemium». Это бесплатная версия основной базы данных, с ограниченным функционалом, не включающая в себя все функции коммерческой платформы.

Бесплатная версия ПО MongoDB была загружена более 30 млн раз с февраля 2009 года и более чем 10 млн за последние 12 месяцев. Основной продукт это MongoDB Enterprise Advanced - предложение для корпоративных клиентов, которое можно запускать в облаке или в гибридной среде. Также компания зарабатывает на консультационных и обучающих услугах (9% от выручки в 1ПГ 2017 года).

Кейс использования MongoDB: Bosch

Bosch Software Innovations является лидером в области интернета вещей в течение почти 10 лет. Компания разрабатывает и управляет программными и системными решениями для мобильных устройств, «умных» зданий, энергетики и производства. На раннем этапе разработки менеджера Bosch IoT Suite быстро поняли, что реляционные базы данных не могут поддерживать необходимый объем, скорость и сложность данных, генерируемых в таком широком спектре потенциальных вариантов использования устройств интернета вещей.

В итоге для хранения, управления и анализа своих данных в режиме реального времени в Bosch IoT Suite решили использовать продукт MongoDB Enterprise Advanced.

Гибкость MongoDB, производительность и масштабируемость позволили компании справиться с огромным разнообразием и скоростью данных, требуемых клиентами Bosch Software Innovations. По мнению Bosch Software Innovations ключевыми факторами для перехода на NoSQL стала высокая адаптируемость к новым источникам данных, поддержка непрерывных изменений и возможность аналитики в реальном времени, которая не была бы возможна в реляционных базах данных.

Иллюстрация 1. Динамика выручки и убытка MongoDB, млн USD



Источник: данные компании

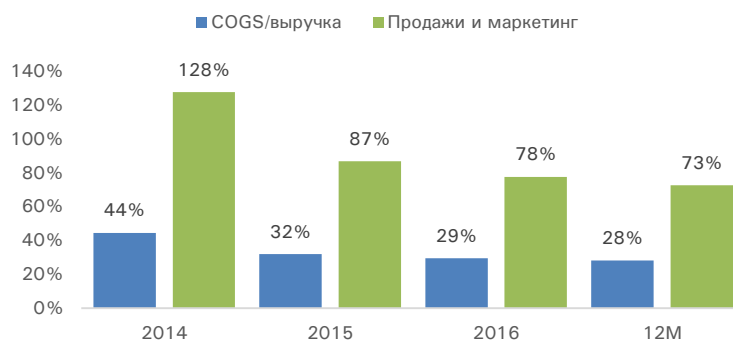
IS MongoDB, млн USD	2014	2015	2016	1П16	1П17	12М
Подписка	34	59	91	40	62	113
Сервис	7	7	10	5	6	11
Выручка	41	65	101	45	68	124
Подписка	11	13	19	9	14	24
Сервис	7	8	11	6	6	11
Себестоимость	18	21	30	14	19	35
Валовая прибыль	23	44	71	31	49	89
Продажи и маркетинг	52	57	79	37	49	90
R&D	33	43	52	25	29	55
G&A	13	17	27	14	17	30
ЕВИТ	(76)	(73)	(86)	(45)	(46)	(87)
Чистая прибыль	(77)	(73)	(87)	(45)	(46)	(87)

(+) Высокие и стабильные темпы роста выручки. По итогам 2016 года MongoDB доходы выросли на 55,3%, против 60% годом ранее. При этом по 1ПГ 2017 года выручка возросла на 51%. Число клиентов так же продолжает расти – в 2016 году их количество возросло до 3,2 тысяч (+88% к 2015 году), а по первому полугодю текущего года уже до 4,3 тысячи (+34% за полгода). Очень позитивен рост выручки, поступающей с европейских рынков – \$35 млн за последние 12 месяцев против \$17 млн в 2015 году.

(=) Убыточность в моменте, тем не менее маржа стремится к 0.

Фактором риска является текущий уровень убыточности, что предполагает более длительный период выхода в безубыточность. Операционная маржа в 2016 году составила -85%, но уже по итогам 1ПГ 2017 года она выросла до -68%, мы видим постепенно снижение доли себестоимости и затрат на маркетинг в выручке – оба показателя снизились за последние 2 года.

Иллюстрация 2. Снижение доли затрат в выручке



Источник: данные компании

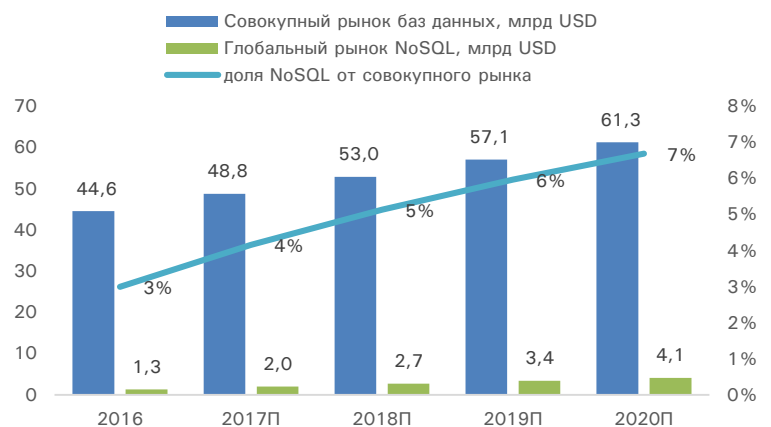
Конкуренция и целевой рынок

В первую очередь конкурентами MongoDB являются поставщики ПО для реляционных баз данных, такие как IBM, Microsoft, Oracle.

С другой стороны, компания также конкурирует с поставщиками нереляционных баз данных и некоторыми облачными провайдерами, такими как Amazon Web Services, Google Cloud Platform и Microsoft Azure. При этом платформа Atlas от MongoDB работает на облачных сервисах AWS и Microsoft Azure, у которых есть собственные подобные сервисы, следовательно, возникает серьезная конкуренция.

Согласно IDC, мировой рынок программного обеспечения для баз данных в 2016 году составил \$44,6 млрд и к 2020 году достигнет \$61,3 млрд. Это соответствует 8% ежегодных средних темпов роста. На этом фоне согласно прогнозам, глобальный рынок NoSQL баз данных достигнет \$4,2 млрд к 2020 году, что соответствует геометрическому годовому темпу роста (CAGR) в 35%.

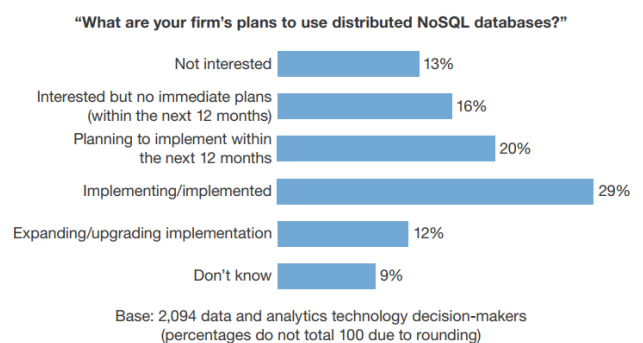
Иллюстрация 3. Сегментация рынка NoSQL по версии Forrester



Источник: данные Allied Market Research

Согласно опросу Forrester, среди 2 094 принимающих решения сотрудников крупнейших IT компаний – 16% респондентов интересуются базами NoSQL, 20% имеют планы по внедрению в течение года, 29% уже внедряют и 9% не знают о таком ПО.

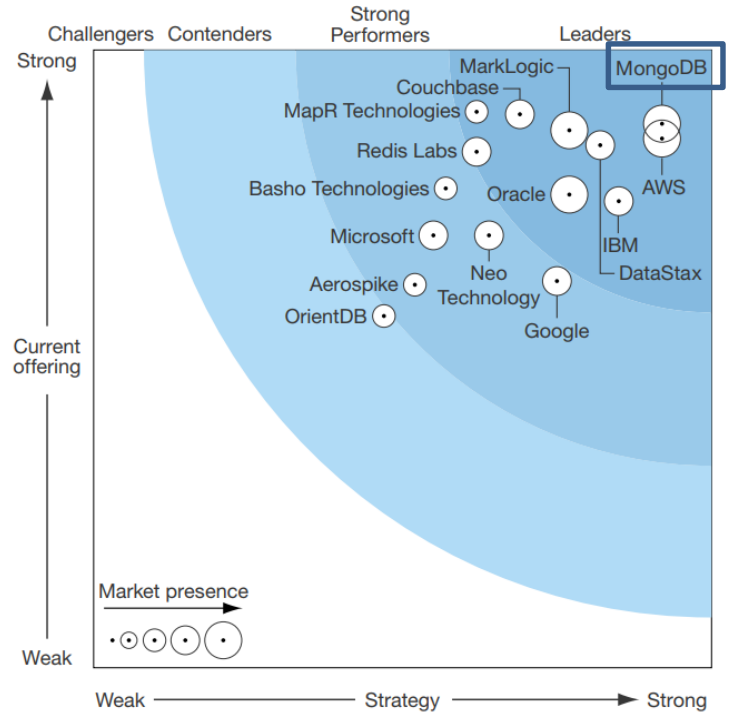
Иллюстрация 4. Опрос участников рынка о планах перехода на NoSQL



Источник: данные Forrester Research

При этом согласно исследованию, Forrester MongoDB является лидерами своего сегмента в "Forrester Wave".

Иллюстрация 5. Сегментация рынка NoSQL по версии Forrester



Источник: данные Forrester Research

Консервативная оценка по DCF: запас прочности в 26%

Прогноз выручки. Мы исходили из прогноза по совокупному рынку баз данных до 2021 года в \$65,4 млрд, а затем понизили ежегодные темпы роста до 3% в год. Затем мы использовали прогноз по росту рынка NoSQL до \$4,1 млрд к 2021 году, что составляет 8,1% от общего рынка. К концу прогнозного периода доля NoSQL рынка достигнет 8,6% что представляется нам очень консервативным показателем. С учетом этих предположений мы спрогнозировали умеренный рост доли MongoDB на рынке NoSQL с текущей 7,6% до 8,6%. Темпы роста плавно снизятся с текущих 55% до 36% в 2018 году и до 20% к 2021 году.

Прогноз прибыли: выход в прибыль через 5 лет. Мы исходили из консервативного прогноза используя экстраполяцию текущего тренда сокращения затрат, на наш взгляд к 2021 году компания выйдет на безубыточность и затем достигнет маржи сопоставимой с маржой зрелых компаний этого сектора в районе 17% (Red Hat Inc и Oracle).

Реинвестиции: 465 млн в течение 10 лет или 12% от выручки. Мы заложили реинвестирование, соответствующее вполне достижимой рентабельности инвестированного капитала в 15% к 2026 году. Мы считаем данный уровень инвестиций комфортным исходя из анализа зависимости между темпами роста и уровнем инвестиций аналогов. Даже у бурно растущих компаний с темпом роста более 50% в год уровень реинвестиций колеблется от 8% до 14% от выручки.

WACC. Затраты на капитал, учитывая 99%-ную долю equity в структуре капитала, равны 8,9%. При коэффициенте бета 1,42, безрисковой ставки 2,3% и премии за риск инвестирования в акции 4,6%.

С учетом всех этих предположений оценка всей фирмы достигает \$1,23 млрд. После вычета капитализированной операционной аренды в \$17 млрд наличности на счетах в \$41 млн, поступлений от IPO в \$149 млн и стоимости опционов в \$70 млн оценка акционерного капитала, по нашему мнению, находится на уровне \$1,23 млрд, что на 26% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$979 млн.

Наша целевая цена, таким образом, составила \$25 за акцию.

Иллюстрация 6. Модель выручки MongoDB

Модель выручки из целевого рынка	2016	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Совокупный рынок баз данных, млрд USD	44,6	48,8	53,0	57,1	61,3	65,4	69,4	73,2	76,7	80,0	82,4
темпы роста, %		9%	9%	8%	7%	7%	6%	5%	5%	4%	3%
Глобальный рынок NoSQL, млрд USD	1,34	2,03	2,72	3,41	4,10	4,84	5,61	6,37	7,10	7,75	8,29
темпы роста, %		52%	34%	25%	20%	18%	16%	14%	11%	9%	7%
доля от рынка, %		3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	9%	10%	10%
Выручка MongoDB, млн USD	101	156	212	269	327	391	459	528	596	659	713
доля от NoSQL, %		7,6%	7,7%	7,8%	7,9%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%
темпы роста, %		55%	54%	36%	27%	22%	20%	17%	15%	13%	8%

Источник: данные компании

Иллюстрация 7. Модель оценки MongoDB

Прогнозный период, млн USD	2016	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	зрелый
темпы роста выручки, %	55%	54%	36%	27%	22%	20%	17%	15%	13%	11%	8%	4,4%
(+) Выручка	101	156	212	269	327	391	459	528	596	659	713	744
(x) Операционная маржа	-51%	-38%	-29%	-19%	-10%	0%	3%	6%	8%	14%	17%	17%
(=) EBIT	-52	-59	-60	-52	-32	0	13	30	50	92	121	126
NOL	0	32	93	144	176	176	163	133	83	0	0	
Налоговая ставка	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
(-) Налог на EBIT	0	0	0	0	0	0	0	0	0	32	42	44
(=) NOPLAT	-52	-59	-60	-52	-32	0	13	30	50	60	78	82
(-) чистые реинвестиции	28	32	34	37	41	47	52	55	56	57	55	24
(=) FCFF	(80)	(91)	(95)	(89)	(73)	(47)	(39)	(25)	(6)	3	24	58
(x) фактор дисконтирования		0,92x	0,84x	0,78x	0,72x	0,67x	0,62x	0,57x	0,53x	0,50x	0,46x	
PV FCF		(83)	(80)	(69)	(52)	(31)	(24)	(15)	(3)	1	11	
Терминальная стоимость												3 029
PV Терминальной стоимости												1 408
Переменные модели	2016	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	
Выручка/капитал, x	1,81x	1,72x	1,63x	1,54x	1,45x	1,37x	1,31x	1,25x	1,20x	1,10x	1,00x	
IC, млрд USD	56	88	122	159	200	246	298	353	410	467	521	
Чистое реинвестирование, %	-55%	-45%	-35%	-25%	-16%	-6%	4%	14%	23%	33%	43%	30%
ROIC, %	-92%	-68%	-50%	-32%	-16%	0%	4%	8%	12%	13%	15%	15%
Маржа NOPLAT, %	-51%	-38%	-29%	-19%	-10%	0%	3%	6%	8%	9%	11%	11%
Реинвестиции/выручка, %	28%	20%	16%	14%	12%	12%	11%	10%	9%	9%	8%	
Расчет WACC		2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	зрелый
Безрисковая ставка		2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Бета послерычаговая		1,42	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0
ERP		4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Стоимость equity		8,9%	8,8%	8,4%	8,4%	7,9%	7,9%	7,9%	7,5%	7,5%	7,0%	7,0%
Ставка долга, до налогов		6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Ставка долга, после налогов		4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
СК/Стоимость компании		99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	76%
Долг/Стоимость компании		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	24%
WACC		8,9%	8,8%	8,3%	8,3%	7,9%	7,9%	7,9%	7,4%	7,4%	6,9%	6,3%
Фактор дисконта		0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x	
Оценка капитала, млн USD												
(=) Прогнозный период												(345)
(+) Зрелый период												1 408
(x) Коэффициент на дату												1,07x
(=) EV												1 135
(-) Долг (+ опер. аренда)												17
(+) Наличность												41
(+) Поступления от IPO												149
(-) Стоимость опционов												70
(=) Оценка капитала												1 238
Рыночная капитализация												979
Целевая цена на акцию, USD												25,3
Макс. диапазона IPO, USD												20,0
Потенциал роста, %												26%

Источник: данные компании

Факторы риска для MongoDB

Рынок платформы управления данными может развиваться медленнее, чем ожидает компания. Замедление роста рынка NoSQL может спровоцировать снижение прибыли у всех компаний сектора, в том числе и MongoDB.

Конкуренция может привести к замедлению роста выручки и росту расходов на маркетинг. Компания может столкнуться с интенсивной конкуренцией со стороны крупных конкурентов и может терять долю рынка, либо ощутить замедление роста на рынке NoSQL – это увеличит затраты на маркетинг и продажи в ближайшие 10 лет.

Высокая текущая убыточность. Компания оперирует с достаточно высоким хотя и сокращающимся операционным убытком. Сомнения участников рынка относительно способности компании сокращать затраты может повлиять на оценку компании на вторичном рынке в дальнейшем.