

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**Dropbox (DBX)**Потенциал роста: **34%**Диапазон размещения: **\$16-18**Целевая цена: **\$24,2****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

США | Облачные сервисы

оценка перед IPO

Dropbox: прибыльный и здоровый лидер

Выручка, 2017 (млн USD)	1 107
EBIT, 2017 (млн USD)	-114
Чистая прибыль, 2017 (млн USD)	-111
Чистый долг (млн USD)	0

P/E, 2017 (x)	—
P/BV, 2017 (x)	—
EV/S, 2017 (x)	—
ROA, 2017 (%)	—
ROIC, 2017 (%)	—
ROE, 2017 (%)	—
Маржа EBIT, 2017 (%)	-10

Капитализация IPO (млн USD)	6 681
Акции после IPO (млн шт)	393
Акции к размещению (млн шт)	36
Объем IPO, (млн USD)	612
Диапазон IPO (USD)	16-18
Дата IPO	22 марта
Потенциал роста (%)	34,7

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

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 аналитик Департамента финансового анализа
| bektemirov@ffin.kz

**Одно из самых ожидаемых и крупнейших IPO 2k18.**

IPO Dropbox состоится 22 марта, и это одно из самых ожидаемых интернет-IPO 2018 года. Dropbox – это классическая "success story" Кремниевой долины, родом из MIT и недр Y-Combinator. За 11 лет развития Dropbox нарастила базу в 500 миллионов пользователей в 180 странах мира, из которых примерно 1,8% платят в среднем \$9,33 в месяц. Примечательно что 90% доходов в \$1,1 млрд приходится на органические каналы роста.

Оценка на IPO ниже \$10 млрд последнего инвестраунда не является «плохим признаком». Есть целый ряд компаний, которые выходили на IPO ниже, чем на предыдущем инвестраунде (MongoDB, Square, Fitbit, Hortonworks, Vox), и это не обязательно означало слабую рыночную динамику после открытия вторичного рынка.

Большой, но высоко конкурентный рынок в \$89 млрд. Рынок облачных сервисов продолжает набирать популярность. В 2017 году он составил \$31 млрд, и по прогнозу к 2022 году размер рынка составит \$89 млрд. Dropbox конкурирует с такими гигантами, как Alphabet, Microsoft, Amazon.com, и стартапами как Vox Inc. Dropbox долго боролась за то, чтобы монетизировать продукт, который многие из ее крупных конкурентов предлагают бесплатно. Для дальнейшего роста компании необходимо наращивать бизнес функционал, безопасность и находить каналы продаж в бизнес сегменте, постоянно дифференцируясь.

Впечатляющие цифры: 31%-ный рост \$1,1 млрд выручки, -10% маржи при положительном Cash Flow в \$75 млн в 2017 году. Выручка за 2017 год выросла на 31% и составила \$1,1 млрд, валовая маржа выросла с 33% в 2015 году до 67% в 2017 году. Бизнес уже приносит кэш: Dropbox сгенерировала \$75 млн чистой наличности в 2017 году.

Мультипликаторы указывают на оценку в \$10 млрд исходя из отраслевой зависимости. Оценка по DCF проецирует оценку в \$9,5 млрд, целевую цену в \$24,2 при потенциале в 34,7%.

Dropbox: финансовая отчетность

Отчет о прибыли, млн USD	2015	2016	2017	Балансовый отчет, млн USD	2016	2017		
Выручка	604	845	1 107	Наличность	353	430		
Себестоимость оказанных услуг	407	391	369	Дебиторская задолженность	13	29		
Валовая прибыль	196	454	738	Предоплаченные расходы и прочие	48	59		
R&D	202	290	380	Текущие активы	413	518		
S&M	193	251	314	ОС	444	342		
G&A	108	107	157	Прочие долгосрочные активы	147	160		
ЕБИТДА	(157)	(2)	68	Сумма активов	1 004	1 020		
Амортизация	150	192	182	Кредиторская задолженность	16	32		
ЕБИТ	(306)	(194)	(114)	Начисленные обязательства	98	130		
Процентные расходы	(15)	(16)	(11)	Начисленные вознаграждения	41	56		
Прочие доход/расходы	(4)	5	13	Аренда	128	103		
Доаналоговая прибыль	(326)	(205)	(112)	Отложенный доход	353	418		
Чистая прибыль	(325)	(210)	(111)	Текущие обязательства	635	738		
				Аренда	130	72		
				Отсроченная аренда	73	70		
				Прочие	44	37		
				Долгосрочные обязательства	246	179		
				Привилегированные акции	615	615		
				Собственный капитал	123	103		
				Обязательства и капитал	1 004	1 020		
Рост и маржа (%)	2015	2016	2017	Поэлементный анализ ROIC	2015	2016	2017	
Темпы роста выручки	-	40%	31%	Маржа NOPLAT, %	-51%	-24%	-10%	
Темпы роста ЕБИТДА	-	-	-	ИСТО, x	-	2,4x	5,2x	
Темпы роста ЕБИТ	-	-	-	АИСТО, x	-	-	-	
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	ROIC, %	-	-55%	-54%	
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	Себестоимость/выручка, %	-67%	-46%	-33%	
Валовая маржа	33%	54%	67%	Операционные издержки/выручка, %	-151%	-123%	-110%	
ЕБИТДА маржа	-26%	0%	6%	WСТО, x	-	-	-	
ЕБИТ маржа	-51%	-23%	-10%	FАТО, x	-	1,9x	3,2x	
NOPLAT маржа	-51%	-24%	-10%					
Маржа чистой прибыли	-54%	-25%	-10%	Ликвидность и структура капитала	2015	2016	2017	
				ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-	
Cash Flow, млн USD	2015	2016	2017	Текущая ликвидность, x	-	0,7x	0,7x	
СFO	15	253	330	Долг/общая капитализация, %	-	-	-	
D&A	150	192	182	Долг/активы, %	-	32,8%	23,9%	
				Долг/собственные средства, x	-	-	-	
СFI	(86)	(118)	(24)	Долг/IC, %	-	0,9x	1,2x	
CapEx	(83)	(124)	(26)	Собственные средства/активы, %	-	-	-	
				Активы/собственный капитал, x	-	-	-	
СFF	(90)	(135)	(232)	Мультипликаторы	2015	2016	2017	IPO
Денежный поток	(160)	0	75	P/B, x	-	-	-	-
Наличность на начало года	518	357	357	P/E, x	-	-	-	-
Наличность на конец года	357	353	430	P/S, x	-	-	-	-
				EV/ЕБИТДА, x	-	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-	-
Справочные данные	2015	2016	2017					
Акции в обращении, млн штук	-	-	-					
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-					
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-					
Рыночная капитализация, USD	-	-	-					
EV, USD	-	-	-					
Капитальные инвестиции, USD	83,3	123,7	26,1					
Рабочий капитал, USD	-	-	-					
Реинвестиции, USD	-	-	-					
BV, USD	738	718	-					
Инвестированный капитал	-	350	212					
EPS, USD на акцию	-	-	-					

Dropbox: ключевые цифры

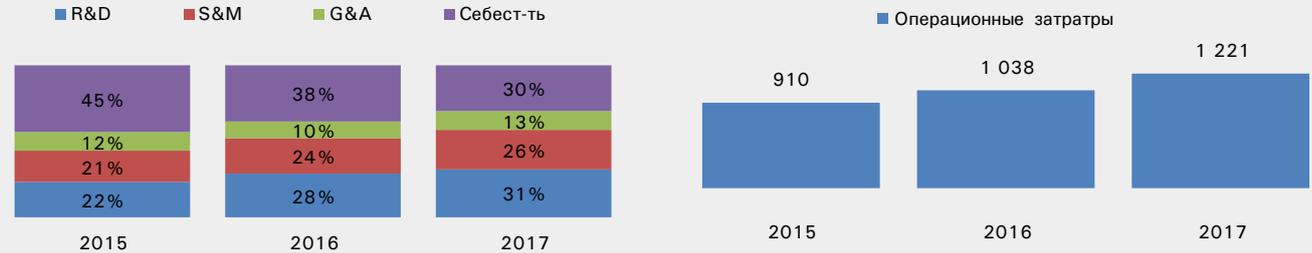
Операционные метрики



Выручка и прибыль



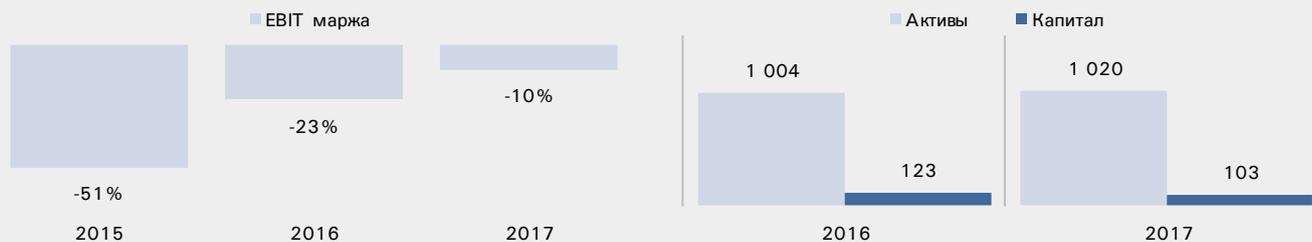
Расходы и ее структура



Денежные потоки



Маржа, активы и чистый долг



Dropbox: общие сведения и ключевые факты

Одно из самых ожидаемых и крупнейших IPO 2k18. IPO Dropbox состоится 23 марта, и это одно из самых ожидаемых интернет-IPO 2018 года. Dropbox – это классическая "success story" Кремниевой долины, родом из MIT и недр Y-Combinator. Компания отличалась высокими темпами роста, быстрорастущей маржой операционной прибыли и денежными потоками. Однако, в последние годы компания сталкивается с конкуренцией со стороны таких гигантов, как Google, Microsoft, Amazon, а также стартапов вроде Box. Dropbox оценена на IPO менее, чем в \$10 млрд (оценка последнего частного раунда финансирования), и это несмотря на неплохой прирост доходов, здоровые цифры положительных чистых денежных потоков и стремящуюся "в плюс" маржу прибыльности.

За 11 лет развития Dropbox нарастила базу в 500 миллионов пользователей в 180 странах мира, из которых примерно 2% платят в среднем \$9,33 в месяц. Примечательно, что 90% доходов приходится на органические каналы роста (клиенты находят сервис самостоятельно), это поразительная цифра для компании, которая в прошлом году принесла более \$1 млрд.

Компания развивает файловый хостинг, включающий персональное облачное хранилище, синхронизацию файлов, программу-клиент и прочие сервисы. Dropbox имеет клиентские приложения для Windows, Mac OS X, Linux, Android, iOS и BlackBerry.

Dropbox успешно реализовала классическую Freemium-модель.

Dropbox предлагает пользователям бесплатную учетную запись с начальным ограниченным объемом свободного пространства. Далее пользователи могут оплачивать различные упрощающие и вспомогательные функции, например, больше места на диске или дополнительные функции, такие, как расширенные средства управления доступом (пароли и ограничения срока действия для доступа), удаленное стирание и возможность просмотра расширенной истории нескольких версий документа.

Так, например, базовый пакет в 2 ГБ места с базовым функционалом предоставляется бесплатно, тогда как еще 1 ТБ памяти, автономный доступ к файлам, удаленное стирание данных и техподдержка по электронной почте обойдется в \$9,99 в месяц. Еще более профессиональный пакет услуг с инструментами для бизнеса в \$19,99 в месяц.

Пакеты услуг для бизнеса (рабочие группы) стартуют с \$12 на 1 человека, а более продвинутые пакеты стоят уже свыше \$20. Gartner назвал Dropbox лидером в «Магическом квадранте в области платформ для совместной работы», в котором на данный момент насчитывается более 300 тыс рабочих групп.

Дрю Хьюстон и Араш Фердоузи, 2 студента Массачусетского технологического института, создали Dropbox, пытаясь решить проблемы, связанные с использованием USB-флеш, карт и в итоге компания стала одним из гигантов обмена файлами в Интернете. Они основали Dropbox в 2007 году, получив \$ 15 000 посевных инвестиций от стартап инкубатора Y Combinator. Dropbox официально был запущен на конференции TechCrunch50 в июне 2008 года.

Чем Dropbox отличается от большинства других сервисов на данный момент – интеграция сторонних сервисов и партнерские программы.

Примеры интеграций процессов на DBX Platform. DBX Platform имеет более 100 интеграций с разными устройствами и приложениями.

Примеры объединений:

- интеграция Dropbox с Autodesk позволяет преодолеть разобщенность контента и использовать последние версии ваших файлов непосредственно в рабочем процессе AutoCAD.
- Slack и Dropbox позволяют делиться рабочими документами с коллегами напрямую, используя привычную среду.
- Okta и Dropbox предоставляют современные инструменты управления удостоверениями, жизненным циклом в ИТ и обеспечение бесперебойной работы, а сотрудники могут использовать привычный инструмент.
- Dropbox и JIRA позволяют каждому сотруднику видеть, кто над чем работает в данный момент и получать самые свежие данные в реальном времени, сохраняя проекты в одном месте.
- IBM App Connect Professional быстро соединяет данные, приложения и конечные точки из разных местоположений с Dropbox.
- внедрение в облачные сервисы (например, Dropbox) инструментов для отслеживания и контроля с помощью системы от Symantec, технологий по предотвращению потери данных (DLP) и обеспечению безопасности в облаке (CASB).

Партнерская программа превращает Dropbox в облачную торговую площадку – партнеры могут продавать собственные приложения в рамках экосистемы Dropbox (в том числе, программой для приглашения друзей) вместе с партнерами компании, такими как VMware, Symantec и Salesforce.

После IPO CEO Дрю Хьюстон будет владеть 22% акций и 24% голосов, а со-основателю Арашу Фердоузи будет принадлежать 8,8% акций. Sequoia Capital, один из ранних инвесторов Dropbox, будет владеть 21,1% акций. Dropbox также согласилась продать акции на \$100 миллионов в ходе частной сделки с Salesforce.com Inc в частном размещении одновременно с IPO, как показывает подача заявок. На прошлой неделе компании объявили партнерство для интеграции и продажи технологии управления взаимоотношениями с клиентами Salesforce с инструментами хранения и совместной работы Dropbox.

Основные вехи в истории компании.

- Весна 2009 года – 1 млн пользователей.
- 2011 год – компания оценена в \$4 млрд.
- Ноябрь 2012 года – 100 млн пользователей.
- 2013 год – 200 млн пользователей.
- 2014 год – кредитная линия от JPMorgan на \$500 млн.
- 2016 год – достижение положительного денежного потока.
- 2017 году – выручка достигла \$1 млрд.

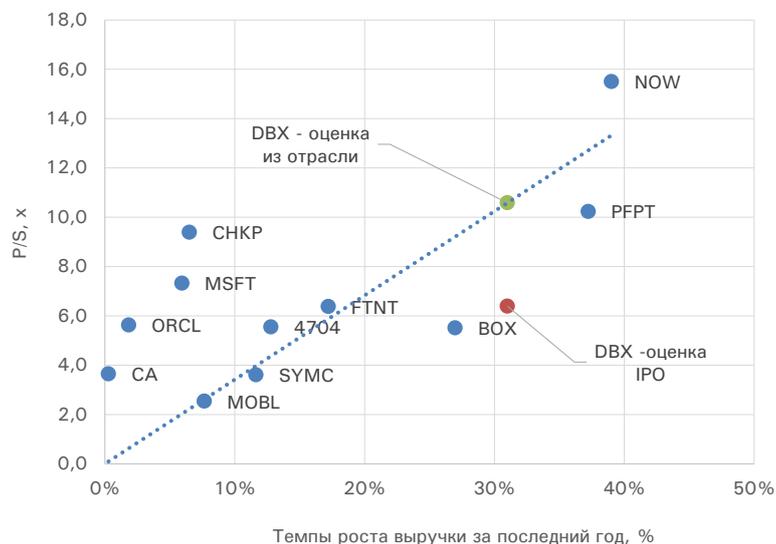
Оценка IPO ниже, чем на инвестраунде - хорошо это или плохо?

Причина разрыва разницы в восприятии стоимости между частными инвесторами и публичным рынком. Разрыв между частными оценками и стремлениями общественного рынка подчеркивает разрыв между премией, которую частные инвесторы ставят на потенциальные инновации, консервативным анализом на основе финансовой отчетности, на котором сосредоточены акционеры на открытом рынке. При этом, важно понимать, что при организации IPO принято оставлять премию между ценой размещения и предполагаемой внутренней стоимостью и проводить размещение с некоторым дисконтом к “fair value”.

При этом, обнадеживает тот факт, что в недавней истории есть целый ряд компаний, которые выходили на IPO ниже, чем на предыдущем инвестраунде, и это не обязательно означало плохую рыночную динамику после открытия вторичного рынка. Такими IPO, например, были MongoDB (+46% с момента IPO), Square (+206% за 2017 год), Fitbit (+60% за год с момента IPO), Vox (+21% за 2017 год), Hortonworks (+109% за 2017 год). CEO конкурента Dropbox, Vox Аарон Леви считает, что он «научился не вкладывать слишком много акций в динамику ценообразования до IPO».

Мультипликаторы указывают на оценку в \$10 млрд, исходя из темпов роста Dropbox и отраслевой зависимости. Наша оценка отраслевой зависимости аналогов Dropbox между темпами роста и мультипликатором P/S дала оценку бизнеса компании в \$11,7 млрд.

График 1. Оценка исходя из отраслевой зависимости между темпами роста и мультипликаторами P/S компаний аналогов



Источник: данные Bloomberg LP

Компания движется к прибыльности, а “cash flow” уже в плюсе

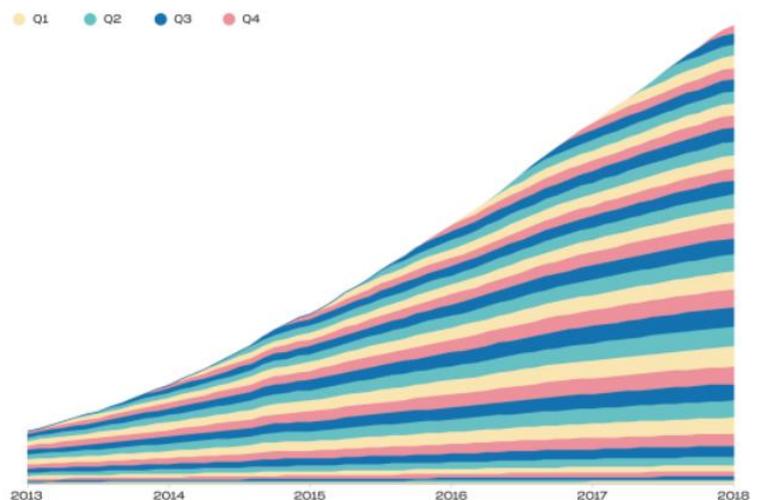
Выручка Dropbox, согласно цифрам S-1, выросла на 40% в 2016 году и на 31% в 2017 году. Это достаточно солидные темпы роста принимая во внимание ее размер в \$1,1 млрд. С 2010 года база пользователей компании выросла с 3 млн до 500 млн (CAGR 47%). Доля платных подписчиков в 2017 году составила 1,8% или 8,8 млн пользователей.

Замедление темпов прироста базы также в значительной мере связано с конкуренцией со стороны крупных игроков, таких как Google и Microsoft, а также стартапов, таких как Box. С момента запуска Google Drive в 2012 году техническая пресса очень критично оценивала это для Dropbox. В меньшей степени Dropbox столкнулась с конкуренцией по предложениям облачных хранилищ для конечных пользователей от Microsoft и Apple. Аналогичным образом Box, который был запущен до Dropbox стал публичным в 2015 году, выстроил раннее лидерство в бизнес-сегменте. Как признают отраслевые наблюдатели, ПО от Box более надежное, когда речь заходит о таких вещах, как функции безопасности и регулирования.

Средний ARPU на 1 подписчика составил \$112 и особо не растет. Dropbox стремится увеличить ARPU. Стоит иметь в виду, что рост ARPU может быть связан просто с увеличением существующего «клиентского» дохода, так как все больше бесплатных пользователей будут становится платными, поскольку их потребности в хранилищах начинают возрастать. Однако в долгосрочной перспективе ценовые войны, которые ведут крупные Google, Microsoft могут ограничить этот эффект.

Позитивен «когортный» доход – старые клиенты продолжают приносить прибыль. Общий наклон графика показывает рост доходов Dropbox, однако цветные полосы из более ранних когорт становятся все толще, что говорит о том, что компания получает больше доходов от существующих клиентов.

График 2. Доход от клиентов, приобретенных поквартально, млн USD



Источник: данные компании

Впечатляющее сокращение себестоимости: с 67% до 33% от выручки за 3 года! Компании удалось почти удвоить доходы, одновременно сокращая себестоимость. Так доходы выросли с \$604 млн до \$1,1 млрд, тогда как себестоимость упала с \$407млн до \$369 млн. Причина в том, что недавно Dropbox переместила большую часть своей серверной инфраструктуры с AWS на собственные мощности, чтобы сократить расходы. Компания заявила, что в 2016 году она смогла сократить свою стоимость выручки на \$35 млн. в рамках миграции с AWS. Также Dropbox выводит уже неактивных пользователей из системы, тем самым дополнительно снижая затраты. Все это привело к росту валовой маржи с 33% до 67%. Несмотря на огромные накладные расходы на инфраструктуру, валовая маржа Dropbox быстро приближается к медиане SaaS-компаний в 71%. Так же у Dropbox все это время были сравнительно очень низкие затраты на маркетинг. Так компания тратит на R&D даже больше чем на приобретение новых клиентов. Это результат того что 90% доходов Dropbox поступает из каналов «самообслуживания». Подавляющее большинство людей просто подключаются к Dropbox благодаря вирусным программам и потому что их контрагенты делают тоже самое. Dropbox тратит гораздо меньше на продажи и маркетинг, чем большинство предприятий SaaS. Однако для того что бы расти в бизнес-сегменте, поддерживать темпы роста выручки, компании придется начать вкладывать в «сейлз» подразделения что может увеличить затраты на маркетинг в ближайшие годы.

Но тем не менее Dropbox по-прежнему неприбыльна по EBITDA и чистой прибыли. Обычно есть 2 причины которые объясняют подобное у технологических компаний. Во-первых, это особенности учета так называемой отложенной прибыли “deferred revenue”. Такая выручка не признается в период получения денег от клиента. Например, при оплате годовой подписки на сервис одновременно (т.к. компании должны признавать выручку по факту предоставления услуг), но компания тем не менее уже получает за этой «настоящий кэш», что увеличивает денежный поток, формально не влияя на прибыль в отчетности. Другими словами, пользователи Dropbox платят за год вперед, а компания это учитывает в течение года равномерно. Во-вторых, на прибыльность влияют неденежные компенсации на основе акций.

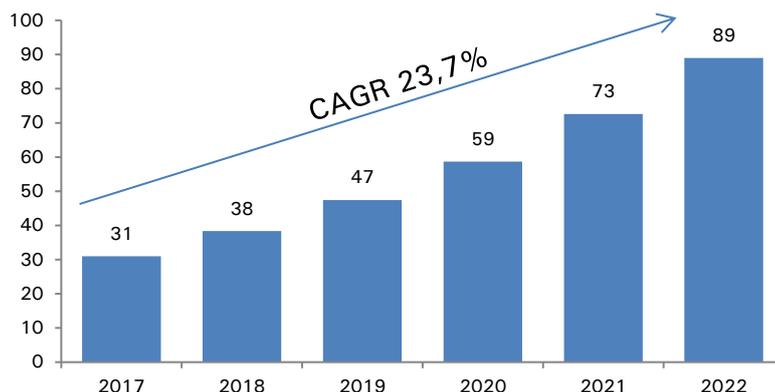
Более очевидный признак здоровья Dropbox - это денежные потоки. Свободный денежный поток после вычета всех инвестиционных затрат и финансовых потоков был отрицательным в 2015 году в размере - \$160 млн. Однако уже в 2016 году бизнес начал генерировать чистую позитивную наличность в \$100 тысяч, а в 2017 году нарастил ее до \$75 млн.

Большой рынок, но растущая и жесткая конкуренция

Потенциальные рынки в \$89 млрд. Рынок облачных сервисов продолжает набирать популярность среди населения, в 2017 году он составил \$31 млрд. и по прогнозу к 2022 году размер рынка составит \$89 млрд. Растущая потребность в мобильности предприятий, уменьшения капитальных затрат и увеличения использования облачного хранения создают огромный спрос на рынке, тем самым

позволяя ему расти. Более того, к 2019 году появится отдельная облачная платформа с поддержкой интернета 5G и будет генерировать в 5 раз больше трафика, чем 4G LTE. На этом фоне, ожидается что к 2022 году рынок вырастет почти в 3 раза. При этом в отчете Gartner «Magic Quadrant в области платформ для совместной работы» за 2017 год Dropbox была признана одним из лидеров по предоставлению «пространства».

График 3. Потенциальный рынок облачных сервисов, млрд USD



Источник: на основе данных marketsandmarkets.com

Иллюстрация 1. Квадрант Gartner в области платформ для совместной работы



Источник: Gartner

Dropbox конкурирует с такими крупными компаниями, как Alphabet, Microsoft и Amazon.com и Vox Inc. Dropbox долго боролась за то, чтобы монетизировать продукт, который многие из ее крупных конкурентов предлагают бесплатно, и при этом начинают предлагать больше продуктов для бизнеса и групповой работы.

Тогда как Dropbox сосредоточила свои усилия на увеличении своей базы розничных пользователей, Vox сосредоточилась на внедрении функций обеспечения безопасности и соответствия требованиям своих продуктов для бизнес-пользователей. В результате компании, которые должны регулировать и контролировать доступ к данным, могут выбрать решения Vox. **Dropbox необходимо наращивать бизнес функционал, безопасность и находить каналы продаж и маркетинга в бизнес-среде.**

Стратегия Google заключалась в продвижении своим пользователям большого набора связанных продуктов. Одна из проблем, с которыми сталкивается Dropbox, - это высокий уровень взаимодействия, который Google достигает с помощью своих пользователей. Клиенты, которые используют поисковую систему Google, браузер Chrome и таблицы Google Docs, могут быстро использовать Google Drive для облачного хранилища. Dropbox предлагает решение одной проблемы, в то время как инструменты Google предлагают бесшовное интегрированное решение многих проблем. **В конечном счете, чтобы избежать потери доли рынка в Google, Dropbox должна дифференцировать свое решение для хранения данных или соответствовать уровню взаимодействия Google со своими клиентами.**

Вывод: крупные компании лидеры могут очень много инвестировать, субсидируя потребителей, предлагая новые функции, и поэтому Dropbox может столкнуться с бесконечным снижением цен. **В случае дальнейшего отсутствия инноваций у Dropbox, низкой дифференциации и слабого развития каналов продаж, компания может начать серьезно терять долю рынка. Это один из главных рисков для Dropbox в будущем. Другими словами, «в ответ на ценовую конкуренцию или снизь цену в ответ или дифференцируйся».**

Что может предпринять Dropbox?

Как Dropbox добилась успеха ранее? Что включала стратегия Dropbox? Приложения для собственных клиентов на разных устройствах - от ПК / ноутбука до мобильных платформ. Dropbox упростил пользователям возможность использовать локальное и облачное хранилище. Также вместо того чтобы пытаться содержать пользователей в своей собственной службе, Dropbox повысила лояльность, позволяя клиентам беспрепятственно использовать ее вместе с Google, Slack и другими приложениями. Таким образом, 2 главных конкурентных преимущества Dropbox выделяются в разделе факторов риска S-1: «ориентированный на пользователя дизайн» и «простота принятия и использования», которые могут быть первичнее, чем, такие факторы, как производительность, безопасность и цена.

Интеграция с сервисами - это ответ на рост конкуренции и попытка замедлить отток. В начале марта 2018 года Dropbox объявила об еще более тесном партнерстве с Google. Dropbox планирует разработать

серию интеграций, которая будет расширять совместимость и функциональность инструментов Google (G Suite, Gmail, документы, таблицы, презентации). Также Dropbox объявила об еще одном тесном сотрудничестве с Salesforce. Речь идет об интеграции с Quip и о покупке Salesforce акций Dropbox на \$100 млн по цене за акцию, равной начальной цене предложения.

Выход на корпоративный рынок. На протяжении большей части своей истории Dropbox распространялась в основном «вирусно». Поэтому компании не нужно было нанимать много сотрудников по продажам и маркетингу. Теперь компания, став более зрелой на фоне замедления роста рассматривает возможность найма большего числа продавцов, чтобы лучше продавать свои продукты крупным компаниям, имея ограниченный опыт в прямых продажах и это серьезный вызов.

Перспективы после IPO: может ли Salesforce купить Dropbox?

Примечательно, что в частном размещении одновременно с IPO Salesforce будет покупать 5,9 млн акций Dropbox по \$17 за акцию. Том Родерик, управляющий директор инвестиционной компании Stifel, указывает на то, что синергия продуктов между Salesforce и Dropbox «имеет большой смысл», что может означать, что Salesforce может вполне рассмотреть приобретение Dropbox в долгосрочной перспективе. По его мнению, Salesforce видит привлекательную оценку для своего партнера, косвенным свидетельством является участие в частном размещении по оценке IPO. До этого момента инвестиции Salesforce Ventures в 16 компаний не превышали в среднем \$10 млн, причем, самые высокие инвестиции составляют \$90 млн.

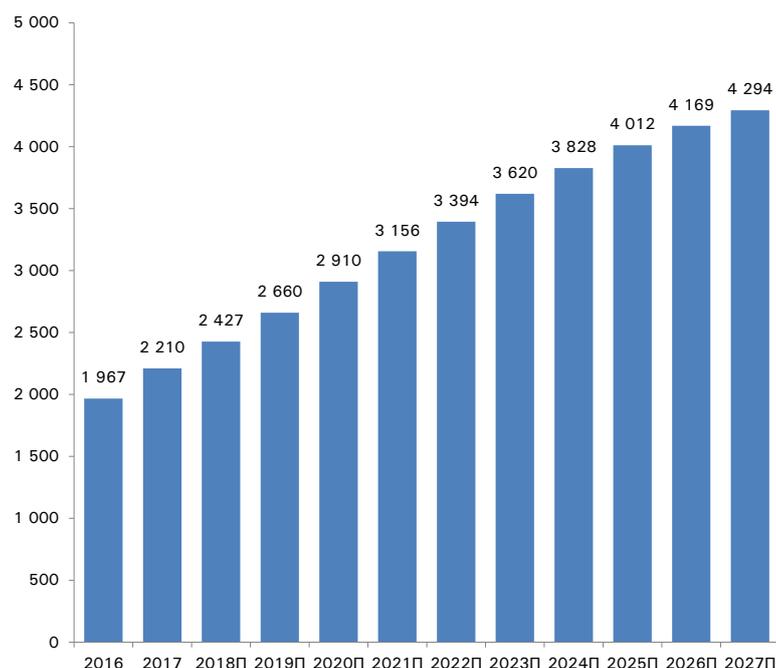
Стресс-тест оценки: какое будущее должно быть у Dropbox чтобы оправдать здоровый апсайд в 30% + к оценке IPO

Стресс-тест стоимости. Для оценки реалистичного потенциала этого IPO мы решили заложить довольно консервативный сценарий - это снижение доли рынка и плавное движение всех основных факторов стоимости - рентабельности, маржи, уровня затрат и реинвестиций к отраслевым средним.

Как показывает практика в случае если при таком жестком сценарии можно увидеть потенциал к оценке на IPO, то и другие участники рынка применяя те или иные модели, связанные с DCF, так же могут увидеть наличие дисконта к некой средней справедливой оценке.

Общее количество пользователей облачных хранилищ. Прогноз общего количества пользователей взят исходя из прогноза statista.com от 2016 года скорректированного на сумму текущих пользовательских баз Dropbox, Google Drive, One Drive и Box. К 2020 году общее количество аккаунтов достигнет уровня 2,9 млрд, а к 2027 году 4,2 млрд.

График 4. Пользователи облачных хранилищ, млн аккаунтов.

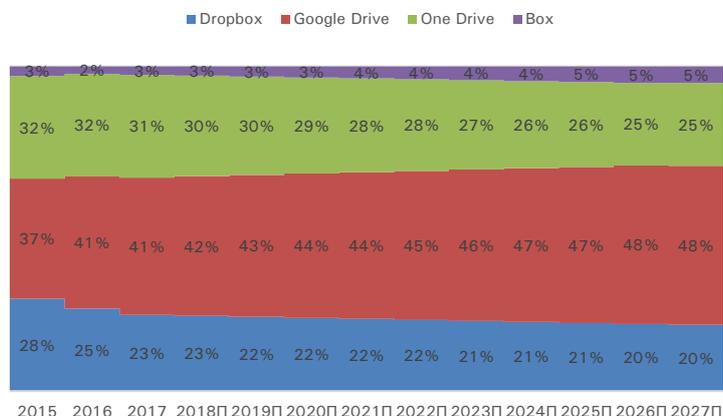


Источник: на основе данных statista.com и предположений АО «Фридом Финанс»

Доля Dropbox - пользовательская база. В прогнозе доли Dropbox через 10 лет мы учитывали условия растущей конкуренции - ценовые войны со стороны крупных игроков, имеющих более сильные финансовые позиции, и снижение факторов дифференциации от Dropbox со временем. Однако мы учли, что некоторая ниша у компании все же останется. Также мы учли снижение доли с 2015 до 2017 года с 28% до 25%. Доля Dropbox упадет с текущих 25% до 20% к концу прогнозного периода при одновременном росте доли Google Drive до 48%. Таким образом за 10 лет компания прибавит 359 млн

пользователей, и к 2027 году у Dropbox будет 859 млн против 500 млн в конце 2016 года.

График 5. Прогноз соотношения на рынке, в % от общей пользовательской базы между Dropbox и основными игроками на рынке.

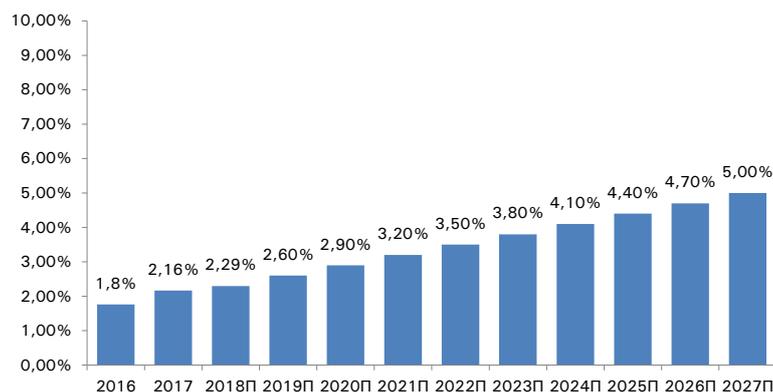


Источник: на основе данных statista.com и предположений АО «Фридом Финанс»

Монетизируемая база (платящие пользователи). Сейчас количество платящих пользователей составляет 11 млн или 2% от базы в 550 млн. Т.к. компания не дала точного количества пользователей на конец 2017 года мы использовали замедление темпов роста с 25% до 1,7% (+ 8 млн).

На наш взгляд к концу прогнозного периода компания сможет довести конверсию до уровня 5%, что даже ниже средней конверсии для SaaS компаний сегмента B2B. Мы посчитали это реальным на фоне стремления компании расширяться в бизнес сегменте и развития общего тренда перехода в облака в обществе в целом.

График 6. Прогноз конверсии пользовательской базы Dropbox.



Источник: данные компании

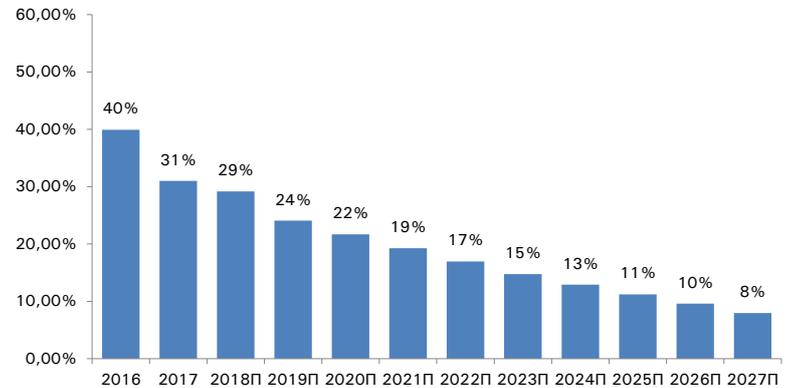
Все это эквивалентно 42 млн платящих пользователей Dropbox через 10 лет против 11 млн текущих.

Незначительный рост ARPU с \$112 до \$120. ARPU или средняя выручка на 1 платящего пользователя сейчас составляет \$112 или \$9,3 в месяц. Мы консервативно заложили незначительный рост на 7% за 10 лет, т.к. решили принять во внимание ценовую конкуренцию и готовность Google Drive и One Drive снижать тарифы или по крайней мере держать их на текущем уровне что ограничит возможность

повышать тарифные планы.

В итоге в результате все этих предположений выручка через 10 лет достигнет уровня \$5,1 млрд (vs. текущих \$10 млрд) при CAGR 14%. Годовой темп роста плавно снизится с текущего 31% до 8% к 2027 году.

График 7. Итоговый прогноз темпов роста выручки Dropbox.



Источник: данные компании

Операционные затраты снизятся с 75% до 64%. Себестоимость выручки Dropbox имеет ярко выраженную тенденцию к снижению - с 67% в 2015 году против 33% в 2017 году. Компания перешла на собственные серверные мощности в 2016 году и оптимизирует затраты по неактивным пользователям. В итоге мы довели долю себестоимости в выручке через 10 лет до 26% что чуть выше среднего по аналогам уровня в 22%. Целевой G&A к концу 10 года был взят нами на среднеотраслевом уровне в 20% от выручки. Продажи и маркетинг. Мы заложили сохранение текущей доли затрат на маркетинг в 28% по причине ожидания активных затрат на маркетинг для продвижения Dropbox в корпоративном сегменте. Хотя при прочих равных доля должна снижаться. По крайней мере отсутствие ее сокращения уже весьма консервативно. В базовом периоде мы перенесли R&D при расчете OpEx из операционных затрат в капитальные т.к. этот вид расходов нуждается в капитализации. В итоге маржа EBIT в 2017 году составила 16%.

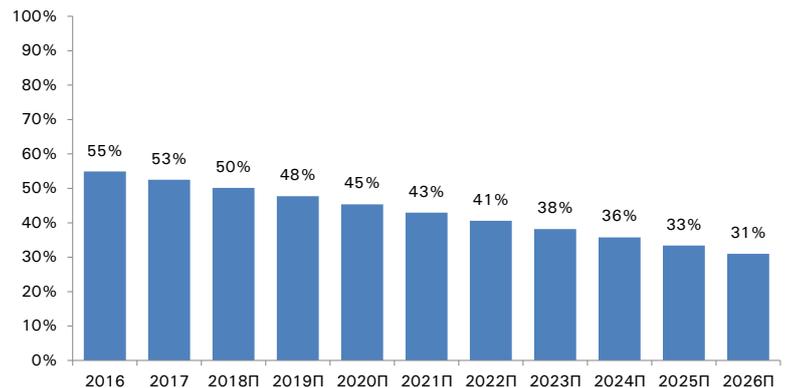
График 8. Прогноз структуры затрат Dropbox.



Источник: данные компании

Инвестиции в рост: снижение до среднего по отрасли 31%. Для расчета корректного объема реинвестиций в базовом периоде мы прибавили к CapEx из отчета о движении денежных средств, затраты на R&D, затем отняли величину амортизации ОС и R&D. В итоге сумма реинвестиций возросла до \$100 млн в 2017 году. Целевой коэффициент реинвестирования - к 10 году мы снизили реинвестирование с 55% в 2017 году до среднеотраслевого уровня скорректированных реинвестиций в 31%. За 10 лет компания инвестирует \$2,2 млрд.

График 9. Коэффициент реинвестирования к NOPLAT Dropbox.



Источник: данные компании

Проверка реализма модели через ROIC, оборачиваемость и потребность в капитале. В итоге ROIC возрастает с 10% в 2017 году до 26% к концу прогнозного периода - средний уровень рентабельности отрасли. Оборачиваемость капитала возрастает с 0,63 до 1,28, а маржа выходит на уровень 20%. Что очень важно коэффициент реинвестирования, не превышающий 100% позволяет комфортно самофинансировать инвестиции в рост.

Предположения для зрелого периода. В зрелом возрасте мы заложили 3,5%, что выше чем темпы роста экономики США, но при этом учитывая международный компонент бизнеса мы увеличили этот терминальный темп роста до мирового уровня в 3,5%. ROIC в зрелом периоде мы консервативно приравняли к затратам на капитал в 7,1%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 49% от NOPLAT.

Финальный расчет стоимости и потенциала. EV или сумма стоимости прогнозного (\$2,5 млрд) и зрелого (\$6,8 млрд) периода составит \$9,5 млрд. Долг, опционы и поступления от IPO. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды (\$1 млрд), поступления от IPO (\$612 млн) и наличность на счетах в \$430 млн собственный капитал Dropbox можно оценить в \$9,529 млрд. **Учитывая суммарно 393 млн акций после IPO целевая цена на 1 простую акцию равна \$24,2. Потенциал к верхней границе IPO в \$18 составляет 34,7%.**

Иллюстрация 2. Модель выручки исходя из доли рынка, конверсии и ARPU Dropbox.

Модель выручки из целевого рынка	2015	2016	2017	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	
Рынок облачных сервисов, млрд USD			31	38	47	59	73	89	104	117	126	130	134	
темп роста, %				23%	24%	26%	24%	22%	17%	12%	8%	3%	3%	
Пользователи облачных хранилищ в мире, млн		1 967	2 210	2 427	2 660	2 910	3 156	3 394	3 620	3 828	4 012	4 169	4 294	
темп роста, %		17%	12%	10%	10%	9%	8%	8%	7%	6%	5%	4%	3%	
Доли рынка, %	2015	2016	2017	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	
Dropbox	28,4%	25,4%	23,0%	22,7%	22,4%	22,1%	21,8%	21,5%	21,2%	20,9%	20,6%	20,3%	20,0%	
Google Drive	37%	41%	41%	42%	43%	44%	44%	45%	46%	47%	47%	48%	48%	
One Drive	32%	32%	31%	30%	30%	29%	28%	28%	27%	26%	26%	25%	25%	
Box	3%	2%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	
Пользовательские базы, млн аккаунтов	2015	2016	2017	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	CAGR
Dropbox	400	500	508	551	596	643	688	730	767	800	827	846	859	4,5%
темп роста, %	33,3%	25,0%	1,7%	8,4%	8,2%	7,9%	7,0%	6,1%	5,2%	4,2%	3,3%	2,4%	1,5%	
Google Drive	520	800	915	1 023	1 140	1 269	1 399	1 530	1 658	1 781	1 896	2 001	2 061	7,3%
темп роста, %	117%	54%	14%	12%	12%	11%	10%	9%	8%	7%	6%	6%	3%	
One Drive	445	623	685	736	789	844	894	939	977	1 008	1 030	1 042	1 074	3,8%
темп роста, %	78%	40%	10%	7%	7%	7%	6%	5%	4%	3%	2%	1%	3%	
Box	41	44	56	68	82	97	114	132	151	170	190	208	215	12,2%
темп роста, %	64%	7%	26%	22%	20%	19%	17%	16%	14%	13%	11%	10%	3%	
Подписчики всего, млн чел	400	500	508	551	596	643	688	730	767	800	827	846	859	4,5%
темп роста, %	33,3%	25,0%	1,7%	8,4%	8,2%	7,9%	7,0%	6,1%	5,2%	4,2%	3,3%	2,4%	1,5%	
Платные подписчики, млн чел	6,5	8,8	11,0	12,6	15,5	18,6	22,0	25,5	29,2	32,8	36,4	39,8	42,9	13,0%
темп роста, %		35%	25%	15%	23%	20%	18%	16%	14%	12%	11%	9%	8%	
Доля платных подписчиков, %	1,6%	1,8%	2,16%	2,29%	2,60%	2,90%	3,20%	3,50%	3,80%	4,10%	4,40%	4,70%	5,00%	8,1%
темп роста, %		8,3%	22,9%	6,0%	13,4%	11,5%	10,3%	9,4%	8,6%	7,9%	7,3%	6,8%	6,4%	
ARPU на 1 подписчика	110	112	113	114	116	117	117	118	118	119	119	120	120	0,5%
темп роста, %			1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	1,0%	0,8%	0,5%	0,4%	0,3%	0,2%	0,0%	
Выручка Dropbox	604	845	1 107	1 430	1 774	2 159	2 574	3 010	3 454	3 900	4 337	4 754	5 132	13,6%
темп роста, %		40%	31%	29%	24%	22%	19%	17%	15%	13%	11%	10%	8%	

Источник: данные компании, предположения АО «Фридом Финанс»

Иллюстрация 3. Модель оценки Dropbox.

Модель прогнозного периода, млн USD	2015	2016	2017	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	зрелый
темпы роста выручки, %		40%	31%	29%	24%	22%	19%	17%	15%	13%	11%	10%	8%	3,5%
(+) Выручка	604	845	1 107	1 430	1 774	2 159	2 574	3 010	3 454	3 900	4 337	4 754	5 132	4 920
(x) Операционная маржа			16%	17%	18%	19%	20%	21%	22%	22%	23%	24%	25%	25%
(=) Скорректированный EBIT			182	248	322	411	511	624	745	874	1 009	1 146	1 280	1 227
NOL			647	399	77	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Налоговая ставка	35%	35%	35%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	5	0	0	0	49	82	102	125	149	175	202	229	256	245
(=) NOPLAT	-5	0	182	248	273	328	409	499	596	699	807	917	1 024	982
(-) валовые реинвестиции	126	205	100	130	137	157	186	214	242	267	289	306	317	483
(=) FCF			82	118	136	172	224	285	354	432	518	610	707	499
(x) фактор дисконтирования				0,93x	0,87x	0,81x	0,75x	0,70x	0,65x	0,61x	0,57x	0,53x	0,49x	
PV FCF				110	118	138	168	199	231	263	294	323	370	
Терминальная стоимость														13 801
PV Терминальной стоимости														6 823
Имплицированные переменные модели	2015	2016	2017	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	зрелый
Выручка/капитал, x			0,63x	0,76x	0,87x	0,99x	1,09x	1,16x	1,22x	1,26x	1,28x	1,29x	1,28x	
Инвестированный капитал			1 761	1 891	2 028	2 185	2 370	2 585	2 826	3 093	3 382	3 688	4 006	
Реинвестирование к NOPLAT, %			55%	53%	50%	48%	45%	43%	41%	38%	36%	33%	31%	49%
ROIC, %			10%	13%	13%	15%	17%	19%	21%	23%	24%	25%	26%	7,1%
Маржа NOPLAT, %			16%	17%	15%	15%	16%	17%	17%	18%	19%	19%	20%	
Расчет WACC				2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	
Безрисковая ставка				2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	
Бета послерыноговая				1,10	1,09	1,08	1,07	1,06	1,04	1,03	1,02	1,01	1,00	
Премия за риск инвестирования				4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Стоимость собственного капитала				7,8%	7,8%	7,7%	7,7%	7,6%	7,6%	7,5%	7,5%	7,4%	7,4%	
Ставка долга, до налогов				6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	
Ставка долга, после налогов				4,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	
СК/Стоимость компании				87%	87%	87%	87%	87%	87%	87%	87%	87%	87%	
Долг/Стоимость компании				13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	
Средневзвешенная стоимость капитала				7,4%	7,5%	7,4%	7,4%	7,3%	7,3%	7,2%	7,2%	7,2%	7,1%	
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 прогнозом периоде														2 551
(+) Стоимость в зрелом периоде														6 823
(x) Корректировка на дату оценки														1,01x
(=) EV (стоимость операционных активов)														9 510
(-) Долг (включая операционную аренду)														1 024
(+) Наличность														430
(+) Поступления от IPO														612
(-) Стоимость выпущенных опционов														0,0
(=) Оценка собственного капитала														9 529
Рыночная капитализация														7 074
Целевая цена на акцию, USD														24,2
Максимум диапазона на IPO, USD														18,0
Потенциал роста, %														34,7%

Источник: данные компании, предположения АО «Фридом Финанс»

Риски: высоко-конкурентный рынок и удержание персонала

Угроза кибератак. Так как Dropbox обслуживает и хранит данные очень крупных и известных компаний, увеличивается шанс кибератаки на сервера Dropbox.

Потеря высококвалифицированного персонала. Компания сильно зависит от своего персонала и у компании нет долгосрочных трудовых соглашений с сотрудниками

Репутация бренда. Репутация бренда зависит от обслуживания, высокой производительности и защиты данных. Если компания не сможет надежно защитить данные клиентов и предоставить бесперебойную работу платформы, это может сказаться на бренде Dropbox.

Высокая конкуренция. Рынок платформ для совместной работы является конкурентоспособным и быстро развивающимся. Dropbox конкурирует с такими гигантами, как Amazon, Apple, Google, Microsoft и Box. На данный момент Dropbox является одним из лидеров рынка.