

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Smartsheet (SMAR)

 Потенциал роста: **33%**

 Диапазон размещения: **\$10-12**

 Целевая цена: **\$16**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Программное обеспечение

оценка перед IPO

Smartsheet: 60%-ный рост на командной работе



Выручка, 2018 (млн USD)	111
EBIT, 2018 (млн USD)	-49
Чистая прибыль, 2018 (млн USD)	-49
Чистый долг (млн USD)	0

P/E, 2018 (x)	—
P/BV, 2018 (x)	—
EV/S, 2018 (x)	—
ROA, 2018 (%)	—
ROIC, 2018 (%)	-165
ROE, 2018 (%)	—
Маржа EBIT, 2018 (%)	-44

Капитализация IPO (млн USD)	1 107
Акции после IPO (млн шт)	100,6
Акции к размещению (млн шт)	11,6
Объем IPO, (млн USD)	100
Диапазон IPO (USD)	10-12
Дата размещения	26 апреля
Потенциал роста (%)	33

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

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
 | bektemirov@ffin.kz


26 апреля состоится IPO Smartsheet – одного из лидеров рынка по автоматизации и управлению бизнес-процессов. Платформа специализируется на различных отраслях, также применяется для управления проектами, IT, маркетингом, продажами и разработкой ПО. Объем размещения составит \$128 млн.

Smartsheet является одной из ведущих SaaS-платформ для управления и автоматизации совместной работы. В данный момент Smartsheet обслуживает более 70 тыс компаний в 190 странах мира. Из списка Fortune 500 более 50% компаний являются клиентами Smartsheet. Клиенты компании варьируются от Google и Netflix до Администрации общих служб США.

Продукт Smartsheet. Smartsheet представляет собой инструмент для управления задачами, проектами и процессами. С его помощью руководители рабочих групп могут отслеживать насколько эффективно выполняются обязанности в режиме реального времени. Интерфейс программы очень простой и чем-то напоминает электронные таблицы (MS Excel). Доступ можно получить из любого браузера или устройства.

Компания выросла на 66% в 2018 ФГ и рост ускоряется. За 2017 и 2018 годы темпы роста выручки составили 64 и 66%. Показатели маржи EBIT в период за 2016-2017 гг улучшились с -35% до -23%. В 2018 году Smartsheet увеличила свои операционные расходы. Расходы на R&D выросли на 5%, маркетинг вырос на 6%, G&A на 13% по сравнению с прошедшим годом. Компания стремится увеличить свое присутствие на рынке США и мировом рынке, привлекая новых клиентов и сотрудников.

Мультипликаторы проецируют оценку в \$1,7 млрд, DCF оценка подтверждает этот уровень (\$1,6 млрд) при условии сохранения текущих трендов роста выручки. Мы видим потенциал роста более чем 33% с целевой ценой \$16 к верхней границе диапазона IPO \$12.

Smartsheet: финансовая отчетность

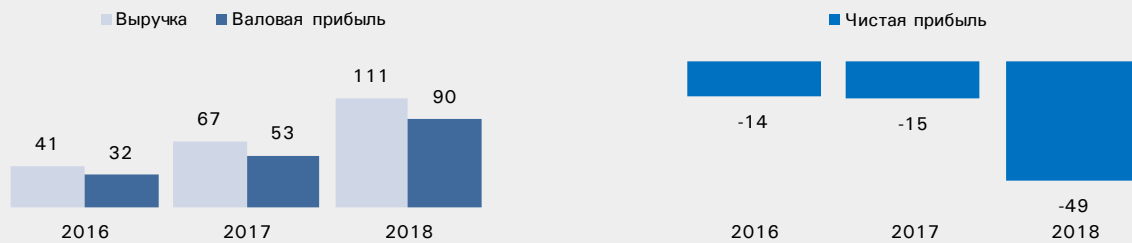
Отчет о прибыли, млн USD	2016	2017	2018	Балансовый отчет, млн USD	2017	2018	
Выручка	41	67	111	Денежные средства	22	58	
Себестоимость	8,60	14	22	Инвестиции	10	0	
Валовая прибыль	32,15	53	90	Дебиторская задолженность	5	15	
R&D	13	20	38	Прочие активы	2	5	
S&M	28	40	73	Текущие активы	40	78	
G&A	5	8	28	Основные средства	9	19	
ЕБИТДА	-13	(12)	(40)	Прочие долгосрочные активы	8	20	
Амортизация	2	3	9	Сумма активов	56	117	
ЕБИТ	(14)	(15)	(49)	Кредиторская задолженность	2	3	
Процентные расходы	0	(0)	(0)	Начисленные вознаграждения	7	13	
Доналоговая прибыль	-14	(15)	(49)	Прочие обязательства	1	3	
Чистая прибыль	-14	(15)	(49)	Лизинг	2	3	
				Отложенный доход	33	57	
				Текущие обязательства	44	79	
				Лизинг	4	4	
				Отложенный доход	0	0	
				Конвертируемые прив-ые акции	0	1	
				Прочие обязательства	0	1	
				Долгосрочные обязательства	5	6	
				Привилегированные акции	60	113	
				Собственный капитал	(53)	(81)	
				Обязательства и капитал	56	117	
Рост и маржа (%)	2016	2017	2018	Позлементный анализ ROIC	2016	2017	2018
Темпы роста выручки	-	-	66%	Маржа NOPLAT, %	-35%	-23%	-44%
Темпы роста ЕБИТДА	-	-	-	ICTO, x	-	5,7x	3,7x
Темпы роста ЕБИТ	-	-	-	АICTO, x	-	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	ROIC, %	-	128%	165%
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	Себестоимость/выручка, %	-21%	-21%	-19%
Валовая маржа	79%	79%	81%	Операционные издержки/выручка, %	135%	123%	144%
ЕБИТДА маржа	-31%	-18%	-36%	WCTO, x	-	-	-
ЕБИТ маржа	-35%	-23%	-44%	FATO, x	-	-	-
NOPLAT маржа	-35%	-23%	-44%				
Маржа чистой прибыли	-35%	-23%	-44%	Ликвидность и структура капитала	2016	2017	2018
				ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
Cash Flow, млн USD	2016	2017	2018	Текущая ликвидность, x	-	0,9x	1,0x
CFO	-5	0	(14)	Долг/общая капитализация, %	-	-	-
D&A	2	3	9	Долг/активы, %	-	8,7%	6,0%
				Долг/собственные средства, x	-	-	-
CFI	-23	9	2	Долг/IC, %	-	-	-
CapEx	-1	2	(9)	Собственные средства/активы, %	-	-	-
				Активы/собственный капитал, x	-	-	-
CFF	0	1	51	Мультипликаторы	2016	2017	2018
Денежный поток	-27	10	40	P/B, x	-	-	-
Наличность на начало года	40	12	22	P/E, x	-	-	-
Наличность на конец года	12	22	58	P/S, x	-	-	-
				EV/ЕБИТДА, x	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-
Справочные данные	2016	2017	2018				
Акции в обращении, млн штук	-	-	-				
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-				
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-				
Рыночная капитализация, USD	-	-	-				
EV, USD	-	-	-				
Капитальные инвестиции, USD	1,0	(1,8)	9,4				
Рабочий капитал, USD	-	-	-				
Реинвестиции, USD	-	-	-				
BV, USD	-	8	32				
Инвестированный капитал	-	12	30				
EPS, USD на акцию	-	-	-				

Smartsheet: ключевые цифры

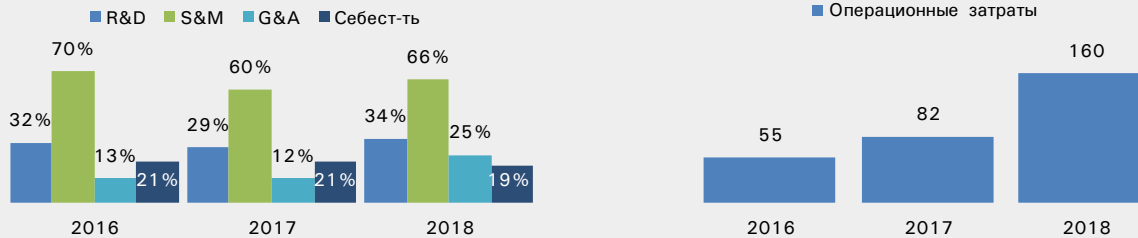
Операционные метрики



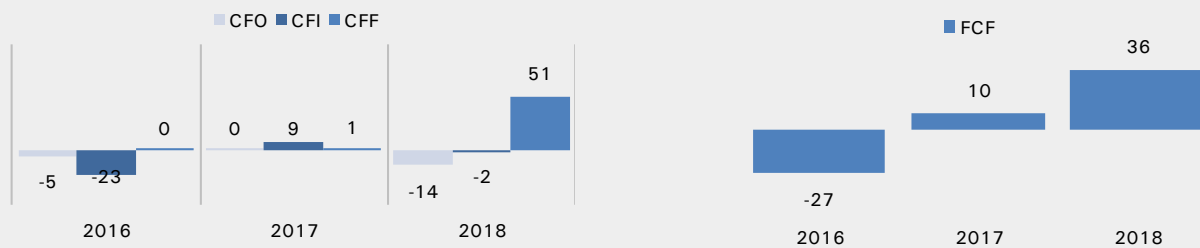
Выручка и прибыль



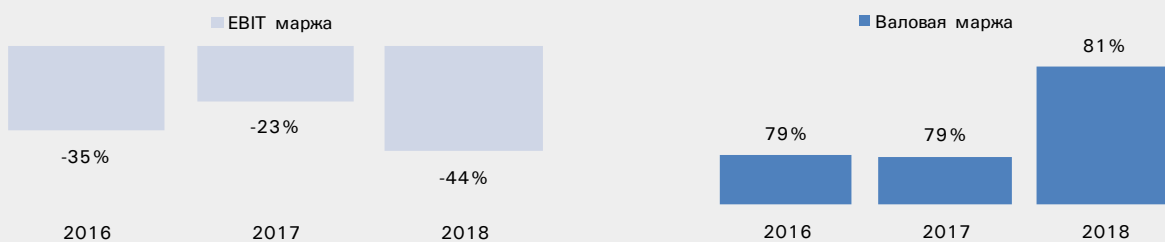
Расходы и их структура



Денежные потоки



Маржа и активы



Smartsheet: ключевые факты

Кратко о Smartsheet: автоматизация процессов, использование данных для оптимизации, простота внедрения. Компания предлагает гибкую программную платформу, которую можно настраивать для автоматизации операционных задач делая их более эффективными. Как правило это формализация и автоматизация рутинных ручных процессов и упрощение процессов в офисе - таких как например электронная почта, электронные таблицы, доски, телефонные звонки и личные встречи. Кроме повышения эффективности Smartsheet позволяет компаниям управлять данными в своих процессах. для внедрения платформы Smartsheet нет необходимости в написании кода, что упрощает его использование и открывает его возможности для неспециалистов, что существенно расширяет целевой рынок.

Это уже 5-ая в этом году компания из когорты растущих SaaS игроков. Это выходящие в этом году на публичные рынки Pivotal, Dropbox, Zscaler и Zuora. Компания, основанная в 2005 году, имеет 787 штатных сотрудников и базируется в городе Бельвю, штате Вашингтон.

Сейчас у Smartsheet более 92 000 клиентов и 74 000 доменных клиентов. У них также есть 90 компаний в Fortune 100 и 2/3 компаний в Fortune 500 в качестве клиентов на определенном уровне. Среди клиентов Smartsheet есть представители аэрокосмической, автомобильной, биотехнологической, потребительской, e-commerce, образовательной, финансовой, правительственной и прочих отраслей. Среди наиболее известных компаний-клиентов Smartsheet - Starbucks, Netflix, Hilton, Cisco и HP. Столь широкий охват клиентской базы клиентов связан с большим кругом задач, к которым может быть применен Smartsheet. Учитывая гибкость продукта, прецеденты применения очень широки - компания имеет более 2000 документированных прецедентов применения платформы.

Особенности модель подписки. Являясь ярким представителем бизнеса SaaS, Smartsheet использует бизнес-модель в виде регулярных доходов от подписки, имеет высокую валовую прибыль и растущую клиентскую базу, которая не только оплачивает подписку, но и со временем расширяет ее.

Smartsheet предлагает несколько различных видов подписки. Это индивидуальная подписка (\$14 на пользователя в месяц), командная подписка (\$15 в месяц на пользователя на команду из 2-3 пользователей), бизнес подписка (\$25 на пользователя на команду из 3 пользователей) и корпоративная подписка с договорной ценой. Более чем 1/2 доходов Smartsheet, сейчас поступает из категорий бизнес и корпоративной подписки.

В настоящее время Smartsheet доступна на английском, итальянском, французском, немецком, испанском, японском, португальском и русском языках. В январе 2018 года Smartsheet приобрела Converse.AI, компанию, занимавшуюся автоматизацией рабочих процессов для бизнеса. В 2017 году платформа Smartsheet вошла в список Forbes "Cloud 100".

Эффективная корпоративная культура. Как стало известно из формы S-1 «рейтинг сотрудников Glassdoor» Smartsheet оценен в 4,4 балла из 5,0. При этом рейтинг рекомендаций компании от лица сотрудников на

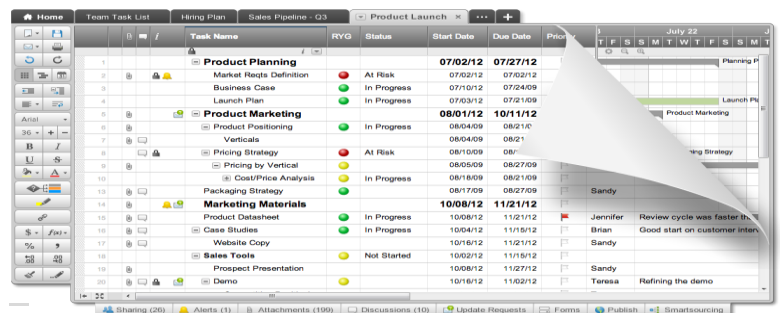
уровне 92%, а рейтинг одобрения CEO составляет 100% по данным на 31 января 2018.

Назначение Джина Фарелла в качестве SVP по продуктам. Так же примечательно, что один самый высокооплачиваемый топ-менеджером Smartsheet является бывший вице-президент Amazon, который перешел в Smartsheet в июне 2017 года. Джин Фаррелл имеет большой опыт в развитии производительности облачного сегмента Amazon и курировал этот сегмент ранее.

Платформа Smartsheet

Платформа Smartsheet представляет собой инструмент для управления задачами, проектами и процессами. С его помощью руководители рабочих групп могут отслеживать насколько эффективно выполняются обязанности в режиме реального времени. Интерфейс программы очень простой и чем-то напоминает электронные таблицы (MS Excel). Доступ можно получить из любого браузера или устройства. Главной задачей Smartsheet является то, чтобы дать командам возможность увидеть свои рабочие потоки, подотчетность для выполнения задач и повысить производительность.

Иллюстрация 1. Интерфейс платформы Smartsheet



Task Name	RYG	Status	Start Date	Due Date	Assignee
Product Planning			07/02/12	07/27/12	
Market Needs Definition	At Risk	At Risk	07/02/12	07/02/12	
Business Case	In Progress	In Progress	07/10/12	07/24/09	
Launch Plan	In Progress	In Progress	07/03/12	07/21/09	
Product Marketing			08/01/12	10/11/12	
Product Positioning	In Progress	In Progress	08/04/09	08/11/12	
Verticals			08/04/09	08/21/12	
Pricing Strategy	At Risk	At Risk	08/10/09	08/11/12	
Pricing by Vertical	In Progress	In Progress	08/05/09	08/27/09	
Cost/Price Analysis	In Progress	In Progress	08/11/09	08/21/09	
Packaging Strategy	In Progress	In Progress	08/17/09	08/27/09	Sandy
Marketing Materials			10/08/12	11/21/12	
Product Datasheet	In Progress	In Progress	10/08/12	11/21/12	Jennifer
Case Studies	In Progress	In Progress	10/04/12	11/15/12	Brian
Website Copy	Not Started	Not Started	10/18/12	11/21/12	Sandy
Sales Tools			10/02/12	11/15/12	
Prospect Presentation	In Progress	In Progress	10/08/12	11/27/12	Sandy
Demo	In Progress	In Progress	10/18/12	11/02/12	Teresa

Источник: данные компании

Эффект от внедрения Smartsheet: ROI в 480%. По данным Forrester Research организации, использующие Smartsheet, могут достичь рентабельности на вложенные во внедрение инвестиции (ROI) более чем на 480% в течение трехлетнего периода. Так же согласно опросу, Forrester Consulting благодаря Smartsheet руководители проектов экономят около 300 часов, в то время как среднестатистическая организация экономит около 60 тысяч часов в среднем за год.

Описание компонентов платформы. Платформа Smartsheet имеет сходство с традиционными приложениями для управления проектами, но имеет ряд новых инструментов.

- **Автоматизация процессов.** Позволяет автоматизировать процессы без помощи IT-специалистов. Автоматизируя процесс, пользователь может создать повторяющиеся задачи, напоминания о которых не позволят рабочей группе игнорировать какие-либо поставленные задачи.
- **Мониторинг процессов в реальном времени.** Руководитель группы может ознакомиться с информацией в реальном

времени, благодаря чему можно быстро перестроить цели и задачи для рабочей группы, меняя приоритеты для каждого отдельного ее участника.

- **Безопасность.** Независимо от количества человек в рабочей группе, руководитель может быть уверен, что его информация надежно защищена.
- **Интеграция.** Smartsheet имеет возможность интеграции со многими популярными приложениями, такими как: Google G-Suite, Box, DocuSign, MS 365, Salesforce, Jira, ServiceNow. Также предоставляется возможность интеграции своего собственного приложения.
- **Гибкость рабочего процесса.** Возможность определить заранее затруднения в рабочих процессах, чтобы их устранить или подготовиться к ним.

Высокий рост выручки и сильные показатели качества роста

Темпы роста выручки все еще продолжают ускоряться. Выручка в 2018 финансовом году (ФГ) выросла на 66% против 64% темпов темпа роста в 2017 ФГ. 90% от общей выручки основано на подписке. Большая часть их доходов формируется за счет годовых контрактов, и большинство клиентов платят ежегодно заранее.

Высокий рост бизнес клиентов. Бизнес сегмент растет очень быстро – корпоративная клиентская база растет со средней скоростью 40% в год. А число клиентов, которые платят более \$5 тыс за контракт в год (ACV), выросло на 82% в 2018 ФГ. При крупнейший клиент платит более \$2 млн за контракт в год. Среднее значение годовой стоимости контракта (ACV) в последнем квартале составляло \$1,64 тыс. Клиенты со стоимостью контракта свыше \$5 тыс составляют 54% от общего количества клиентов.

Высокая диверсифицированность доходов. Ни один клиент не представлял более 3% от общей выручки за последние 3 года, а 10 крупнейших клиентов составляли менее 10% от общего дохода за тот же период.

Высокий коэффициент удержания клиентов. Dollar based net retention rate составляет 130% для всех клиентов и 149% для клиентов с контрактом свыше \$5 тыс за последние 12 месяцев.

Высокий коэффициент удержания объясним моделью "закрепления и расширения". Smartsheet подчеркивает, что ее стратегия направлена на первоначальную работу с небольшим развертыванием платформы (например, в небольшом отделе), что в конечном часто приводит к расширению до большего числа отделов и всей компании в целом.

Вирусный компонент роста. Smartsheet предлагает самообслуживание через свой веб-сайт и предоставляет полнофункциональную 30-дневную пробную версию. Вирусность продукта проявляется в том, что платные пользователи могут работать с бесплатными «соавторами», которые могут со временем конвертироваться в платных.

Операционная убыточность на фоне роста затрат на R&D и G&A

Самая высокая валовая маржа в своем классе. Валовая маржа Smartsheet находится на впечатляющем уровне 81%. Для сравнения средняя валовая маржа среди 6 наиболее близких аналогов Smartsheet равна 72%.

Маржа EBIT выросла в 2018 ФГ на фоне всплеска затрат на исследования и админрасходы. Как и многие SaaS-компании Smartsheet на данном этапе генерирует операционный убыток, и операционная маржа снизилась до -44% в 2018 ФГ против -23% в 2017 ФГ. Основными драйверами роста затрат стали R&D (рост с 29% до 34% от выручки) и G&A (рост с 12% до 25% от выручки). Обнадешивает тот факт, что это те виды затрат, доля которых снижается по мере роста масштабов выручки и укрупнения компании. При этом если скорректировать маржу EBIT на R&D (реклассифицируя их в качестве капитальных затрат), то маржа EBIT в 2018 ФГ составила -29%. Также нас обнадешивает, что отношение затрат на продажи к выручке приближается к 1х (0,98х в 2018 ФГ) - так называемая "magic number".

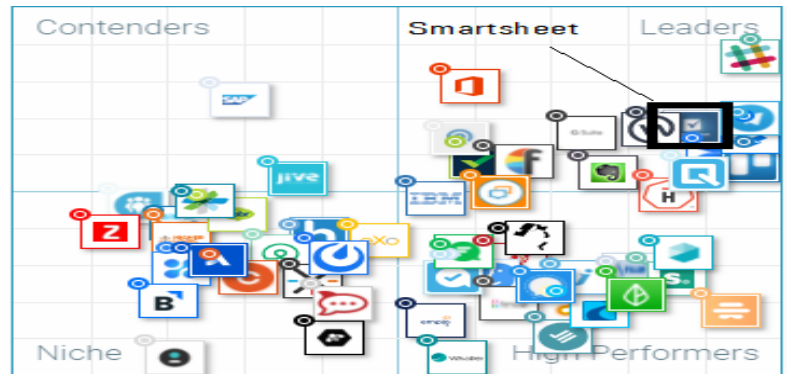
Операционный денежный поток волатилен, отражая фазу роста Smartsheet. За последние 3 года компания имела 1 год с положительным операционным потоком в \$58 млн в 2017 ФГ. Однако, с ростом затрат финансирующим развитие компании в 2018 ФГ CFO сложился отрицательным в размере -13,5 млн или 12% от выручки. При этом выпуск конвертируемых привилегированных акций в 2018 ФГ сбалансировал потоки и чистый денежный поток составил \$36 млн.

На конец 2018 ФГ Smartsheet имеет \$61 млн наличности на балансе. Учитывая ожидаемые поступления от IPO в \$140 млн и отсутствие значимого долга на балансе (за исключением лизинговых обязательств по аренде), Smartsheet обладает достаточной ликвидностью для финансирования своих убытков по крайней мере в ближайшие годы по мере движения к прибыльности.

Рынок в \$21 в 2017 году с потенциалом роста до \$31 млн

Большое пространство для роста на конкурентном рынке. Smartsheet обслуживает рынок приложений для совместной работы и рынок управления проектами и портфелями. По оценкам IDC, эти два рынка на конец 2017 года совокупно составляли \$21,4 млрд. а к 2021 году вырастут до \$31,6 млрд. Рынок Smartsheet является еще не сильно насыщенным, но уже достаточно конкурентным. Компания конкурирует не только с уже существующими решениями для планирования задач - Asana, Atlassian, Trello, Planview, Workfront. Есть также такие стартапы как, Airtable и Monday.com. При этом программное обеспечение Atlassian Jira выполняет очень схожие функции, хотя Atlassian все-таки в первую очередь ориентирован на команды разработчиков ПО.

Иллюстрация 2. Квадрант лидеров от G2crowd

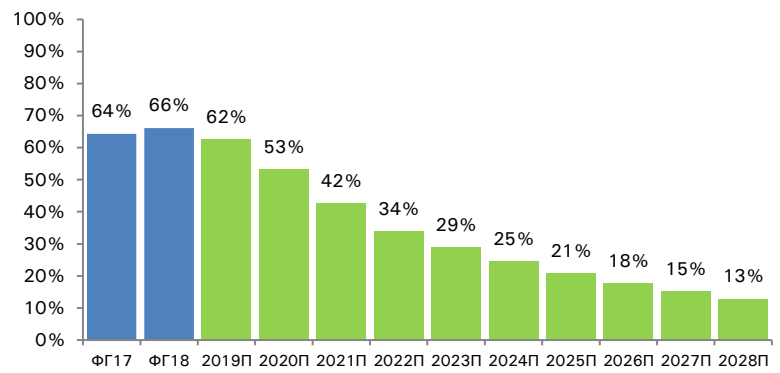


Источник: на основе данных www.g2crowd.com

Мультипликаторы проецируют оценку в \$1,7 млрд, DCF оценка подтверждает этот уровень (\$1,6 млрд) при условии сохранения текущих трендов роста выручки

Выручка – постепенное снижение темпов роста с высокой базы до 30% к 2022 году. Учитывая очень сильные текущие темпы роста (64-66%), и тот факт, что компания все еще не достигла пикового роста мы заложили сохранение импульса роста в первые 3 года – выручка будет расти свыше 40% до 2021 ФГ. Далее мы применили 20% ежегодное сокращение темпов роста, что чуть выше отраслевой средней, что представляется нам реалистичным прогнозом учитывая серьезные показатели качества роста выручки.

График 1. Прогноз темпов роста Smartsheet

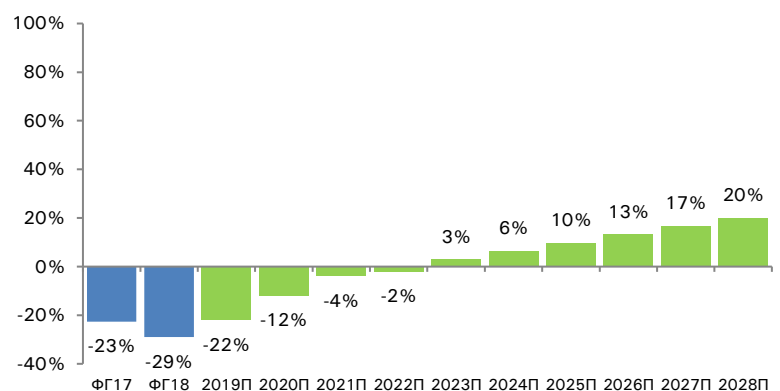


Источник: данные компании, прогноз АО «Фридом Финанс»

Исходя из этого прогноза выручка Smartsheet преодолет \$500 млн отметку к 2022 ФГ, что составит 1,5% от совокупного рынка и достигнет уровня в \$1 млрд к 2025 ФГ, что составит всего 2,4% от совокупного рынка. К концу 10-летнего прогнозного периода доходы компании будут составлять \$1,5 млрд.

Маржа – выход в прибыльность через 5 лет. Учитывая все еще высокий уровень отрицательной очищенной от R&D операционной маржи в -29% мы постепенно в течение 5 лет прогнозного периода довели ее до положительного уровня в 3% и затем до целевого уровня в 20% среднего для SaaS компаний.

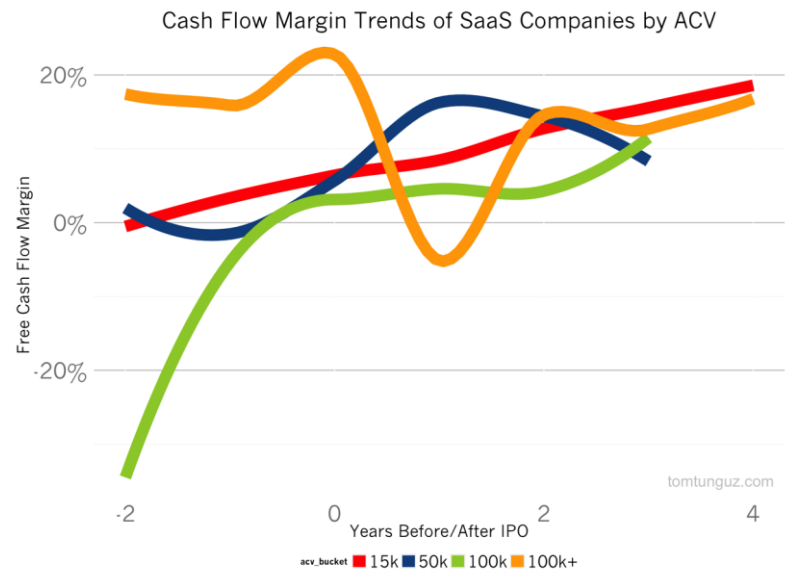
График 2. Прогноз операционной маржи Smartsheet



Источник: данные компании, прогноз АО «Фридом Финанс»

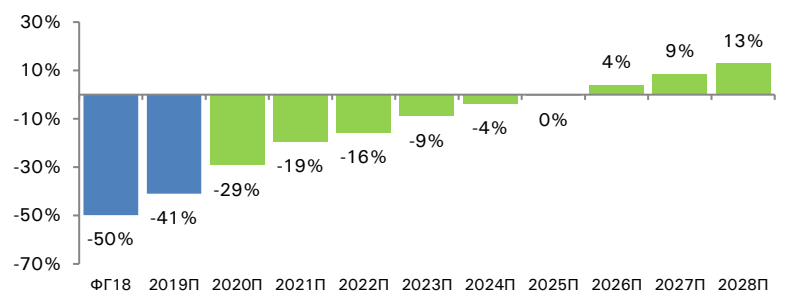
Реинвестиции для обеспечения роста соответствуют марже FCF в 13% к концу прогнозного периода. Для прогноза будущих реинвестиций мы исходили из текущей соотношения реинвестиций к выручке в 20% и плавно снизили его до среднеотраслевых значений в 3% от выручки. Согласно прогнозу, за 10 лет компания реинвестирует в рост \$659 млн. При этом маржа FCF к концу прогнозного периода достигнет 13% - на уровне средней для SaaS компаний согласно данным tomtunguz.com.

График 3. Средне отраслевой тренд маржи FCF по SaaS компаниям



Источник: tomtunguz.com

График 4. Прогноз маржи FCF Smartsheet



Источник: данные компании, прогноз АО «Фридом Финанс»

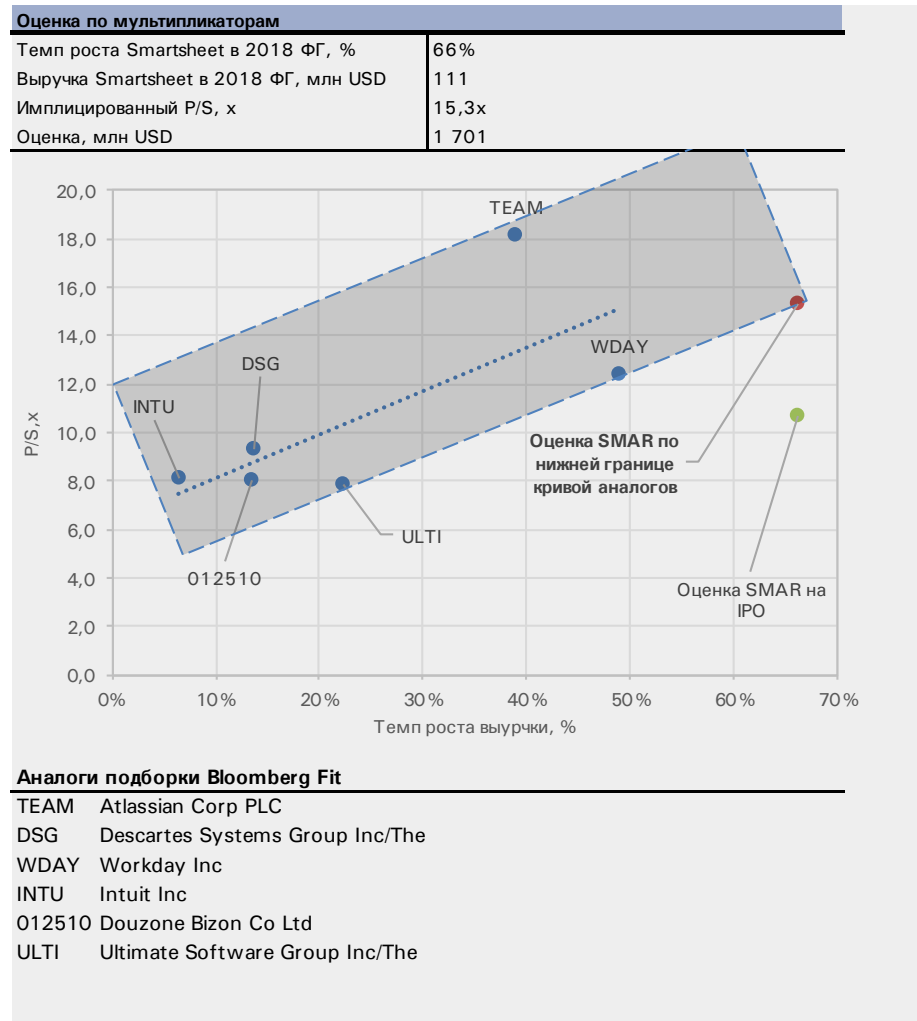
Предположения для терминального периода. Зрелые темпы роста взяты нами как 3% долгосрочного роста. Коэффициент реинвестирования взят как 39% исходя из ROIC 7,6% и 3% темпа роста.

Финальная оценка по DCF: \$1,6 млрд за собственный капитал Smartsheet или \$16 за акцию. Учитывая -\$140 в прогножном периоде и 1,6 млрд в терминальном EV Smartsheet равен 1,5 млрд. Учитывая долг в \$60 млн, наличность \$58 млн, поступления от IPO в \$140 млн и стоимость опционов в \$105 собственный капитал Smartsheet равен \$1,612 млн, что на 33% выше верхней оценки при IPO в \$1,187 млн.

Оценка из отраслевой зависимости между темпами роста и P/S. Наиболее близкие аналоги Smartsheet из выборки Bloomberg Fit

иллюстрируют связь между темпами роста и уровнем мультипликатора – чем выше темпы роста – тем выше P/S. Оценка по нижней границе аналогов проецирует оценку в 15,3 годовых выручек или \$1,7 млрд. При этом такой аналог как Atlassian (TEAM) торгуется по P/S 18,1x.

Иллюстрация 3. Оценка Smartsheet по мультипликаторам.



Источник: данные компании, оценка АО «Фридом Финанс»

Иллюстрация 4. Модель оценки Smartsheet

Модель выручки из целевого рынка	ФГ16	ФГ17	ФГ18	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	
Приложения для коллаборации, млрд		17,1	19,4	21,6	23,9	26,1	28,4	30,7	33,0	35,3	37,5	39,6	41,6	
темпы роста, %			13%	12%	10%	9%	9%	8%	8%	7%	6%	6%	5%	
Портфельный и проектный менеджмент, млрд		4,3	4,6	4,9	5,2	5,5	5,8	6,1	6,4	6,6	6,9	7,1	7,3	
темпы роста, %			7%	7%	6%	6%	5%	5%	5%	4%	4%	3%	3%	
Общий адресный рынок, млрд		21	24	27	29	32	34	37	39	42	44	47	49	
темпы роста, %			12%	11%	10%	9%	8%	8%	7%	6%	6%	5%	5%	
Доля рынка Smartsheet		0,3%	0,5%	0,7%	1,0%	1,2%	1,5%	1,8%	2,2%	2,4%	2,7%	3,0%	3,2%	
Модель прогнозного периода, млн USD	ФГ16	ФГ17	ФГ18	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	зрелый
темпы роста выручки, %		64%	66%	62%	53%	42%	34%	29%	25%	21%	18%	15%	13%	3,0%
(+) Выручка	41	67	111	181	277	394	528	680	847	1 024	1 206	1 387	1 565	1 612
(x) Операционная маржа	-35%	-23%	-29%	-22%	-12%	-4%	-2%	3%	6%	10%	13%	17%	20%	21%
(=) EBIT	-14	-15	-32	-40	-33	-16	-11	20	54	101	160	232	313	339
NOL	0	0	32	72	105	121	132	111	57	0	0	0	0	0
Налоговая ставка	35%	35%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	3	0	0	0	0	0	0	0	20	32	46	63	68
(=) NOPLAT	-15	-18	-32	-40	-33	-16	-11	20	54	81	128	186	250	271
(-) валовые реинвестиции	12	18	23	34	48	61	72	81	86	85	79	66	47	107
(=) FCF			(55)	(74)	(81)	(77)	(83)	(60)	(31)	(5)	49	119	203	164
(x) фактор дисконтирования				0,93x	0,86x	0,80x	0,74x	0,69x	0,64x	0,59x	0,55x	0,51x	0,47x	
PV FCF				(69)	(69)	(61)	(61)	(41)	(20)	(3)	27	61	96	
Терминальная стоимость														3 560
PV Терминальной стоимости														1 683
Имплицитные переменные модели	ФГ16	ФГ17	ФГ18	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	
Выручка/капитал, x			0,90x	1,14x	1,35x	1,48x	1,56x	1,62x	1,68x	1,73x	1,80x	1,89x	2,00x	
Инвестированный капитал			124	158	206	266	339	419	505	590	670	736	783	
Чистое реинвестирование, %			-72%	-86%	-144%	-386%	-683%	396%	157%	106%	62%	36%	19%	39%
Реинвестирование к выручке, %			20,8%	19,0%	17,2%	15,4%	13,7%	11,9%	10,1%	8,3%	6,6%	4,8%	3,0%	
ROIC, %			-26%	-25%	-16%	-6%	-3%	5%	11%	14%	19%	25%	32%	7,6%
Маржа NOPLAT, %			-29%	-22%	-12%	-4%	-2%	3%	6%	8%	11%	13%	16%	
Маржа FCF, %			-50%	-41%	-29%	-19%	-16%	-9%	-4%	0%	4%	9%	13%	
Расчет WACC				2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	
Безрисковая ставка				2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	
Бета послерыноговая				1,06	1,05	1,05	1,04	1,03	1,03	1,02	1,01	1,01	1,0	
Премия за риск инвестирования				5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Стоимость собственного капитала				8,1%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,9%	7,9%	7,9%	7,8%	7,8%	
Ставка долга, до налогов				3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	
Ставка долга, после налогов				2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	
СК/Стоимость компании				96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	
Долг/Стоимость компании				4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	
Средневзвешенная стоимость капитала				7,9%	7,9%	7,8%	7,8%	7,8%	7,7%	7,7%	7,7%	7,6%	7,6%	
Кумулятивная стоимость капитала				0,9x	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x	
Оценка капитала, млн USD														
(=) Стоимость в прогножном периоде													(140)	
(+) Стоимость в терминальном периоде													1 683	
(x) Поправка на дату оценки													1,02x	
(=) EV													1 579	
(-) Долг (вкл. операционную аренду)													60	
(+) Наличность													58	
(+) Поступления от IPO													140	
(-) Стоимость выпущенных опционов													105	
(=) Оценка собственного капитала													1 612	
Капитализация по верхней границе IPO													1 187	
Целевая цена на акцию, USD													16,0	
Максимум диапазона на IPO, USD													12,0	
Потенциал роста, %													33%	

Источник: данные компании, прогноз АО «Фридом Финанс»

Риски: конкуренция, сотрудники и технологический прогресс

Конкуренция и привлечение новых клиентов. Рост компании очень зависит от клиентской базы. Так как рынок очень насыщенный и конкурентоспособный, компания может испытывать затруднения с привлечением новых клиентов.

Удержание сотрудников. Стратегический рост и развитие во многом зависят от лучших сотрудников компании, их потеря может затормозить развитие и рост компании.

Технологический прогресс. Если платформа Smartsheet не будет успевать за технологическим прогрессом рынка, то может потерять значительную часть клиентской базы.