

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**Tenable Holdings (TENB)**Потенциал роста: **36%**Целевая цена: **25,9\$**Диапазон размещения: **\$17-19****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

США | защита IT-инфраструктуры

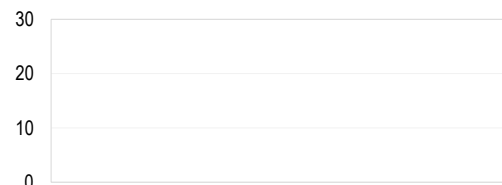
оценка перед IPO

TENB: переход на новый вид киберзащиты

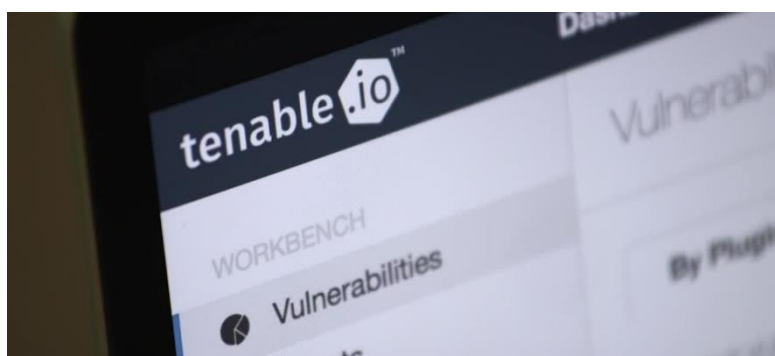
Выручка, 2017 (млн USD)	188
EBIT, 2017 (млн USD)	-41
Прибыль, 2017 (млн USD)	-41
Чистый долг, 1 кв 2018 (млн USD)	25

P/E, 2017 (x)	—
P/BV, 2017 (x)	—
EV/S, 2017 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-22%

Капитализация IPO (млрд USD)	1,6
Акции после IPO (млн шт)	89,4
Акции к размещению (млн шт)	9,2
Объем IPO (млн USD)	166
Минимальная цена IPO (USD)	17
Максимальная цена IPO (USD)	19
Целевая цена (USD)	25,9

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

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

Абдикаримов ЕрланДиректор Департамента финансового анализа
(+7) 727 311 10 64 (614) | abdikarimov@ffin.kz**Бектемиров Алем**Младший инвестиционный аналитик
| bektemiroy@ffin.kz

26 июля состоится IPO компании Tenable Holdings – лидер и поставщик ПО на рынке в новой категории кибербезопасности Cyber Exposure. Компания разместит свои акции на бирже NASDAQ под тикером «TENB». Объем размещения составит \$166 млн.

Какую проблему решает Tenable Holdings? Платформа компании предоставляет единый центр управления Cyber Exposure для сотрудников по информационной безопасности организации. Платформа предоставляет расширенную аналитику, которая постоянно сканирует, контролирует и сообщает о сетевых угрозах, позволяя IT-команде быстро и удаленно исправлять проблемы. Так, после внедрения платформы в городе Сан-Диего был снижен риск возможных угроз (до внедрения платформы около 200 случаев заражения в месяц, после внедрения - 35 случаев заражения в месяц. **В ноябре 2015 года оценка компании составила \$550 млн.**

Потенциальный рынок в \$16 млрд. Компания Tenable оценивает свой адресный рынок «Cyber Exposure» в \$16 млрд к 2019 году. Главными драйверами роста будут модернизация IT-инфраструктуры и внедрение облачных вычислений, рост количества приложений, распространение IoT-устройств на предприятиях. По данным IDC, рынок управления уязвимости IT-систем в 2017 году составил \$3,7 млрд, а к 2021 году составит \$5,8 млрд, при этом CAGR составит 12%.

Темпы роста выручки в 51%, постепенное снижение расходов и выход в безубыточность. За период 2016-2017 гг. темпы роста выручки составили 51%. Выручка выросла за счет увеличения клиентской базы и количества клиентов, чей годовой контракт превышает \$100 тысяч. За период 2016-2017 гг., убыток от операционной деятельности снизился, а маржа EBIT составила -29% и -22%.

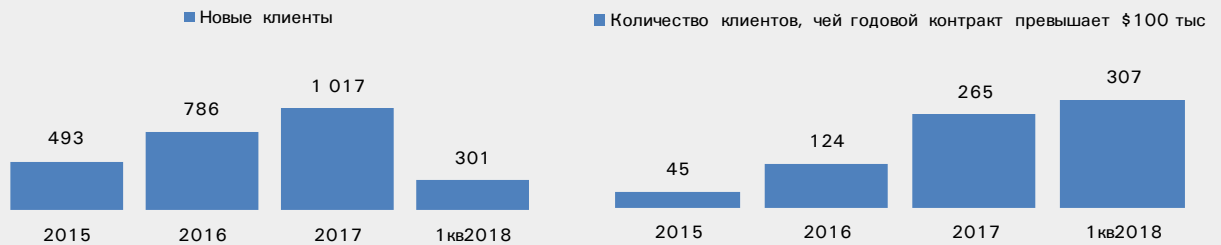
Консенсус оценок по DCF и мультипликаторам указывает на P/S 10,6x–12,5x. Отраслевой мультипликатор проецирует оценку в \$2 млрд. Наша целевая цена базируется на оценке по DCF на уровне \$2,3 млрд со справедливой ценой в \$25,9 (апсайд 36%).

Tenable Holdings: финансовые показатели

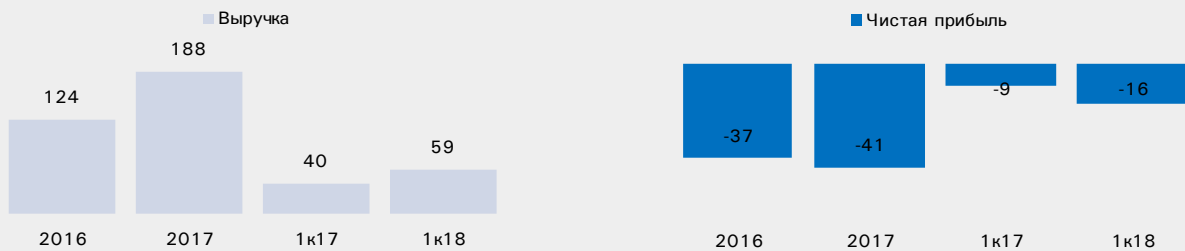
Отчет о прибыли, млн USD	2016	2017	1к18	Балансовый отчет, млн USD	2016	2017	1к18
Выручка	124	188	59	Денежные средства	34	27	26
Себестоимость	14	26	9	Дебиторская задолженность	36	51	43
Валовая прибыль	110	162	50	Прочие активы	17	33	33
S&M	86	116	40	Текущие активы	88	111	102
R&D	40	58	17	ОС	11	12	12
G&A	20	29	9	Незавершенное строительство	0	2	4
ЕБИТДА	(33)	(36)	(14)	Отложенная комиссия	4	33	32
Амортизация	3	5	1	Гудвил	0	0	0
ЕБИТ	(36)	(41)	(15)	Прочие обязательства	2	6	5
Прочие расходы	1	0	0	Долгосрочные активы	18	53	53
Доаналоговая прибыль	(36)	(41)	(15)	Активы	105	164	156
Чистая прибыль	(37)	(41)	(16)	Кредиторская задолженность	1	0	2
				Начисленные обязательства	2	5	6
				Начисленная компенсация	14	18	14
				Отложенный доход	88	155	161
				Прочие обязательства	1	2	2
Рост и маржа (%)	2016	2017	1к18	Текущие обязательства	106	180	184
Темпы роста выручки	-	51%	-	Отложенный доход	19	71	70
Темпы роста ЕБИТДА	-	-	-	Долгосрочный долг	0	2	3
Темпы роста ЕБИТ	-	-	-	Прочие долгосрочные обязательства	5	5	5
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	Долгосрочные обязательства	24	78	78
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	Конвертируемые прив-ые акции	277	278	278
Валовая маржа	89%	86%	85%	Добавочный капитал	11	21	23
ЕБИТДА маржа	-26%	-19%	-24%	Накопленный дефицит	(313)	(393)	(408)
ЕБИТ маржа	-29%	-22%	-26%	Капитал	(302)	(372)	(385)
NOPLAT маржа	-	-	-	Обязательства и собственный капитал	105	164	156
Маржа чистой прибыли	-30%	-22%	-27%				
Cash Flow, млн USD	2016	2017	1к18	Поэлементный анализ ROIC	2016	2017	1к18
CFO	(3)	(6)	1	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
D&A	3	5	1	ИСТО, x	-3,2x	-3,9x	-1,0x
CFI	(8)	(3)	(2)	АИСТО, x	-	-	-
CapEx	(6)	(3)	(2)	ROIC, %	-	-	-
CFF	1	2	0	Себестоимость/выручка, %	-11%	-14%	-15%
Денежный поток	(9)	(7)	(1)	Операционные издержки/выручка, %	-129%	-122%	-126%
Наличность на начало года	44	34	27	WСТО, x	-	-	-
Наличность на конец года	34	27	27	FАТО, x	-	-	-
Справочные данные	2016	2017	1к18	Ликвидность и структура капитала	2016	2017	1к18
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	Текущая ликвидность, x	-	0,62x	0,56x
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	Долг/общая капитализация, %	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	Долг/активы, %	-	-	-
EV, USD	-	-	-	Долг/собственные средства, x	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	5,8	2,8	1,6	Долг/IC, %	-	-	-
Рабочий капитал, USD	(52)	(95)	(107)	Собственные средства/активы, %	-	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	-	Активы/собственный капитал, x	-	-	-
BV, USD	-	-	-	Мультипликаторы	2016	2017	1к18
Инвестированный капитал	(38)	(49)	(60)	P/B, x	-	-	-
EPS, USD на акцию	-	-	-	P/E, x	-	-	-
				P/S, x	-	-	-
				EV/ЕБИТДА, x	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-

Tenable Holdings: ключевые цифры

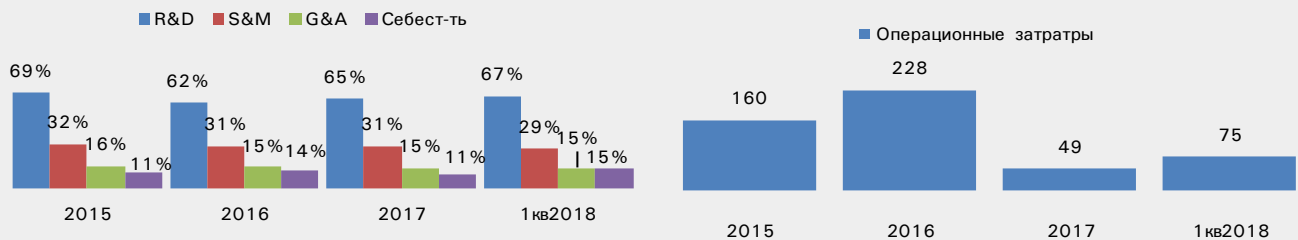
Операционные метрики



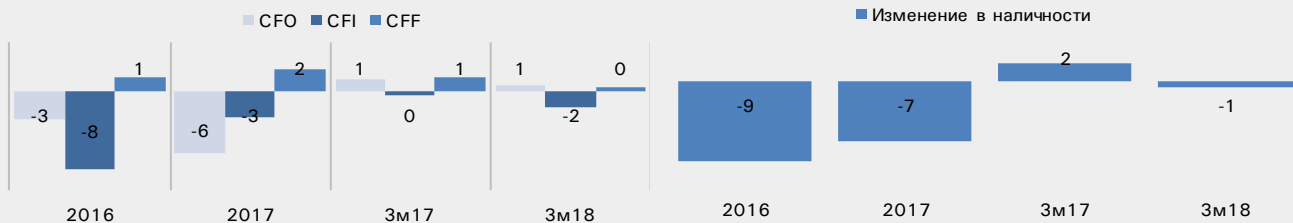
Выручка и прибыль



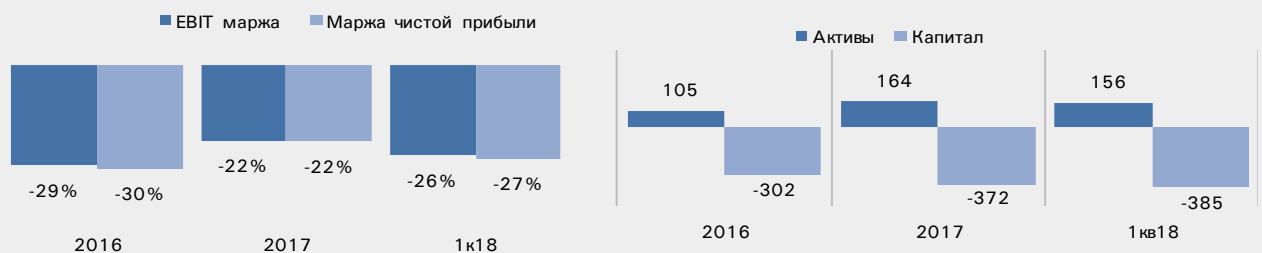
Расходы и их структура



Денежные потоки



Маржа и активы



Tenable Holdings: ключевые факты

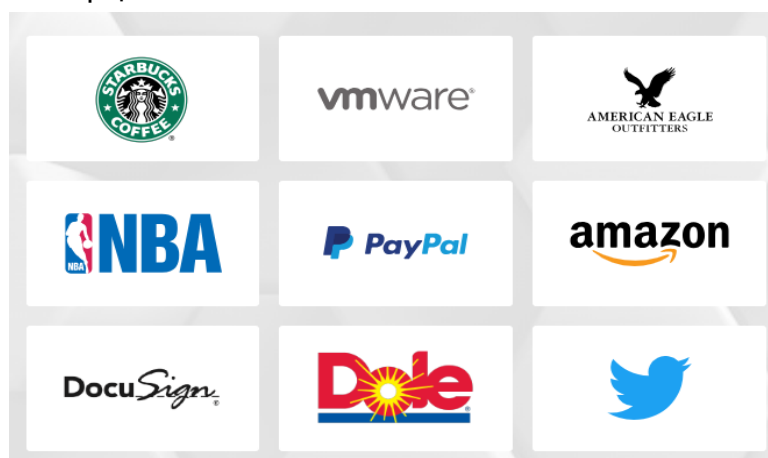
Tenable Holdings – компания, которая разрабатывает и поставляет на рынок ПО в новой категории кибербезопасности Cyber Exposure.

Платформа компании предоставляет единый центр управления Cyber Exposure для сотрудников по информационной безопасности организации. Платформа предоставляет видимость всех подключенных устройств, позволяя сотрудникам расставлять приоритеты и фокусироваться на исправлении ситуаций. Также платформа преобразует данные в показатели и идеи, которые руководители могут использовать при внедрении или переходе на цифровые технологии.

Клиенты компании находятся в 160 странах мира, среди них - предприятия всех размеров, а также государственные учреждения. По состоянию на 31 декабря 2017 года – из списка Fortune 500 – 53% клиентов и 29% - клиентов из списка Global 2000. Лицензировали платные версии различных продуктов компании 30 из списка Fortune 500 и 58 - из списка Global 2000. База компании растет очень быстрыми темпами: в декабре 2016 г. компания насчитывала 21 тысячу клиентов, а в декабре 2017 г. - 24 тысячи.

В ноябре 2015 года оценка компании составила \$550 млн. Всего сумма инвестиций за всю историю компании составила \$310 млн.

Иллюстрация 1. Клиенты компании

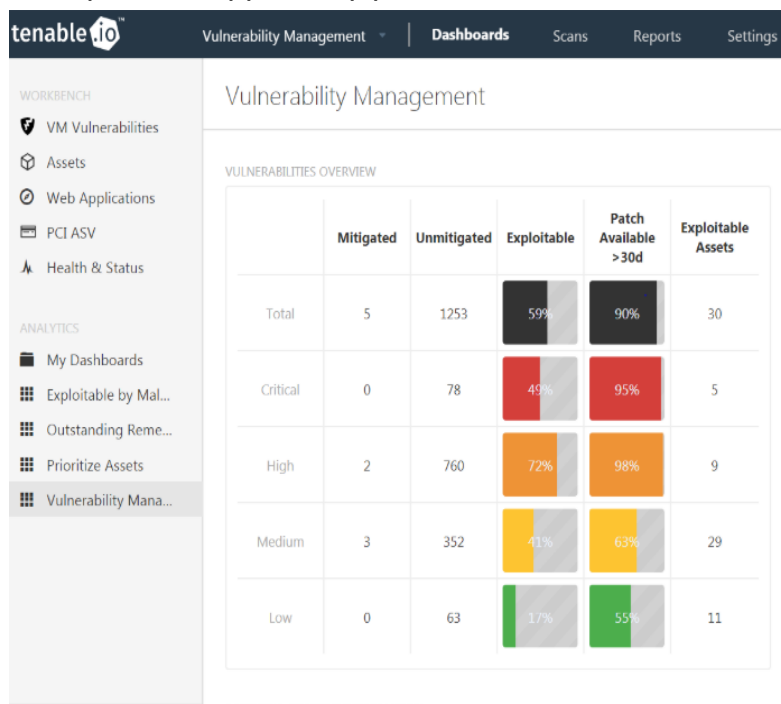


Источник: на основе данных компании

Продукция Tenable Holdings. Платформа компании предоставляет возможность специалистам компаний полностью отслеживать киберпространство фирмы. Платформа включает в себя Tenable.io, Nessus Professional, Security Center и Industrial Security.

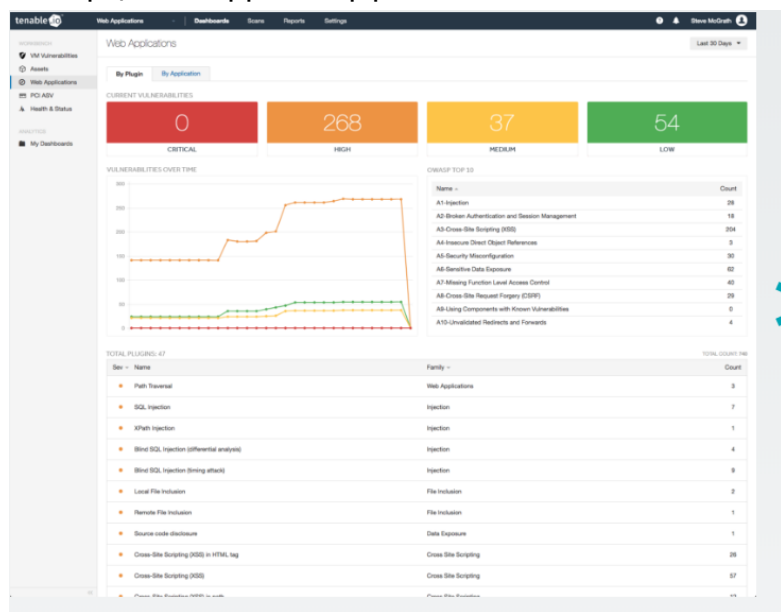
Tenable.io представляет собой первую в мире платформу Cyber Exposure для защиты любых точек на любом киберпространстве фирмы (облачная, информационная структуры). Платформа дает полную видимость активных подключенных устройств, эффективное и надежное понимание уязвимых мест, измерение рисков и защиту, также отслеживание активных устройств (идентификацию всех подключенных устройств) и простое интегрирование в любую рабочую сеть.

Иллюстрация 2. Интерфейс платформы Tenable.io



Источник: на основе данных компании

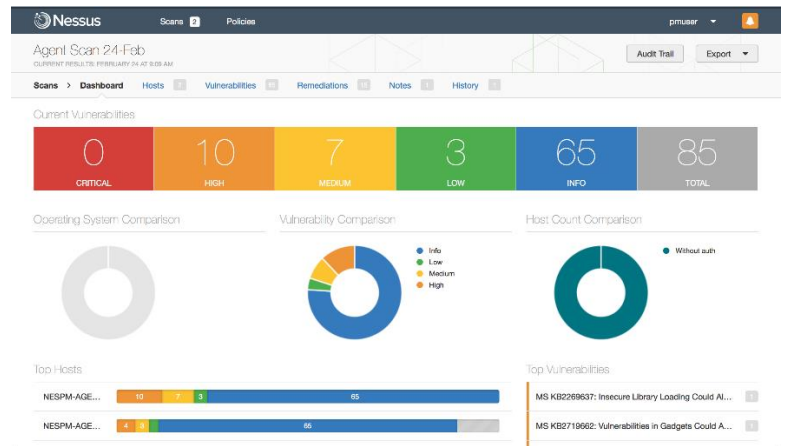
Иллюстрация 3. Интерфейс платформы Tenable.io



Источник: на основе данных компании

Nessus Professional - платформа для выявления уязвимых мест, поиска вредоносных программ и злоумышленников. Данная платформа проста в использовании, имеет функцию комплексного обнаружения и низкую стоимость. Также имеет бесплатную версию с ограниченными возможностями.

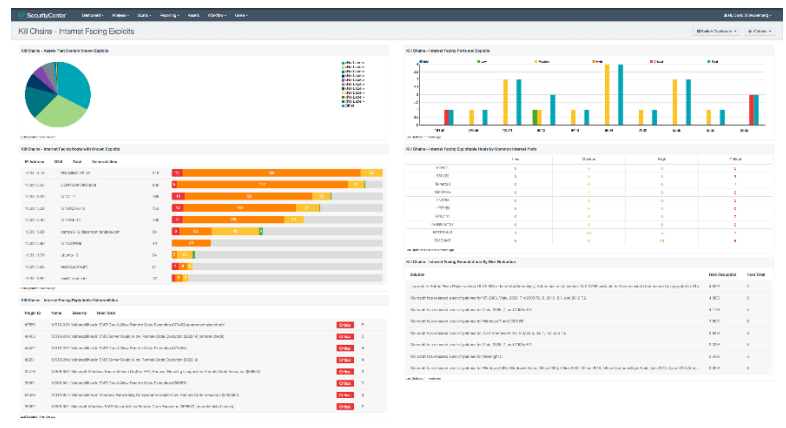
Иллюстрация 4. Интерфейс платформы Nessus Professional



Источник: на основе данных компании

Security Center. Платформа консолидирует и оценивает данные о возможных уязвимых местах фирмы, т.е. управляет вашими рисками.

Иллюстрация 5. Интерфейс платформы Nessus Professional



Источник: на основе данных компании

Industrial Security – продукт, запущенный совместно с компанией Siemens в ноябре 2017 года. Предоставляет возможность отслеживания и устранения возможных угроз, уязвимых мест и защиту IT-пространства.

Иллюстрация 6. Данная платформа получила награду от CyberSecurity Excellence Awards в 2018 году



Источник: на основе данных cybersecurity-excellence-awards.com

Какие проблемы решает Tenable Holdings. Город Сан-Диего - 8 крупнейший город США - нуждался в надежном решении, которое бы могло предоставить информацию о возможных угрозах в сети и обеспечить непрерывное наблюдение. При выборе надежного решения город столкнулся с проблемой в лице межсетевое соединения между старыми и новыми технологиями. Первой проблемой стала защита технологий и приложений, которые были разработаны десятилетия назад (их исходный код не был зашифрован) и необходимость объединения их в единую базу данных для анализа и слежения за возможными угрозами. Город каждый день сталкивался с миллионами кибератак в день, и IT-отделу нужно было быстро решать проблему. Им нужна была платформа, которая могла бы быстро и эффективно предоставить информацию о безопасности и риске возможных атак, не нарушая работу сети. Также немаловажным моментом стала интеграция с инфраструктурой города, и возможность иметь масштабируемость для поддержки будущего расширения города.

IT-отдел города Сан-Диего нашел решение в SecurityCenter от компании Tenable, интегрированном с Nessus (одной из самых известных платформ в мире по обнаружению). В середине 2014 года город Сан-Диего выбрал Tenable SecurityCenter как свою постоянную платформу мониторинга (была установлена на более 12 тысяч IP-адресов). Интегрированное с Nessus решение от Tenable обеспечивает централизованное представление об уязвимых местах всей IT-инфраструктуры. Уникальные датчики SecurityCenter и расширенная аналитика постоянно сканируют, контролируют и сообщают о сетевых угрозах, позволяя IT-команде города быстро и удаленно исправлять проблемы. Это экономит время, силы и освобождает их от ненужной рутины, чтобы сосредоточиться на других важных проблемах.

IT-команда города проводит ежедневные проверки для мониторинга и оценки сетевого трафика и данных инвентаризации из всех источников для поиска и выявления неправильно сконфигурированных устройств. Чтобы продемонстрировать статус сети, они могут быстро создавать пользовательские отчеты для заинтересованных сторон города (поставщиков ПО, ВВС США). Выдержки из интервью директора IT-отдела города Сан-Диего: «Раньше мы находили около 200 случаев заражения вирусом в месяц, устранение каждого обходилось почти в \$600. На сегодняшний день IT-отдел города находит в среднем около 35 случаев заражения». Благодаря внедрению платформы Tenable был снижен риск возможных угроз и достигнута ежегодная экономия \$1,3 млн в год.

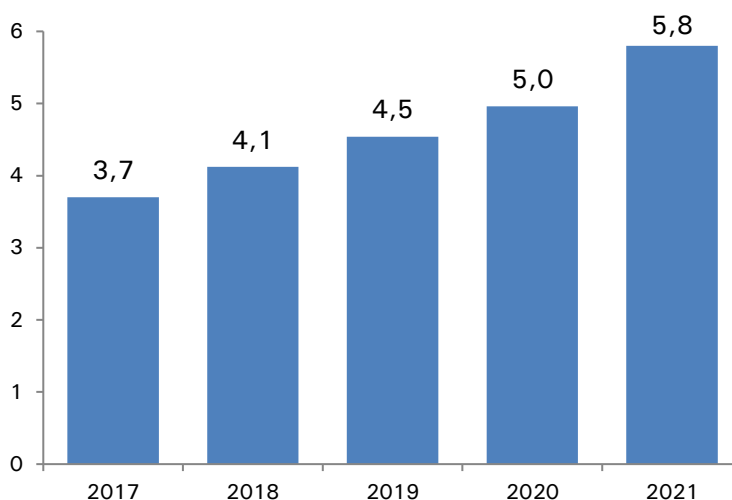
История Tenable Holdings.

- 1998 год – первый запуск бесплатной версии Nessus.
- 2002 год - основание компании Tenable.
- 2003 год – запуск корпоративной платформы SecurityCenter.
- 2005 год – платформа Nessus больше не публикует свой исходный код.
- 2008 год – запуск платной версии Nessus.
- 2012 год – расширенная версия SecurityCenter (пассивный мониторинг сети).
- сентябрь 2012 года – раунд финансирования в \$50 млн.
- 2015 год – введена бизнес-модель подписки, увеличение инвестиций в маркетинг для ускорения роста продаж и привлечения клиентов.
- ноябрь 2015 года – раунд финансирования в \$250 млн.
- октябрь 2015 года – получен кредит в \$9,8 млн.
- 2017 год - запуск платформы Tenable.io.
- 2018 год – анонс Tenable.io Lumin.

Потенциальный рынок в \$16 млрд. Компания Tenable оценивает свой адресный рынок «Cyber Exposure» в \$16 млрд к 2019 году. Главными драйверами роста будут модернизация IT-инфраструктуры и внедрение облачных вычислений, рост количества приложений, распространение IoT-устройств на предприятиях.

По данным IDC, рынок управления уязвимости IT-систем в 2017 году составил \$3,7 млрд, а к 2021 году составит \$5,8 млрд, при этом CAGR составит 12%.

График 1. Рынок управления уязвимости IT-систем в 2017-2021 гг, млрд USD



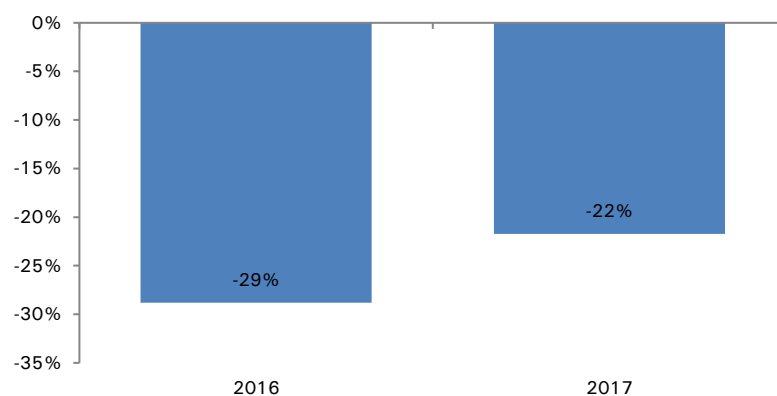
Источник: на основе данных IDC

По данным Cisco, количество облачных приложений увеличится с 393 млн до 534 млн за период 2019-2021 гг. (CAGR - 16%), что очень

сильно повлияет на рынок «Cyber Exposure». Также, по данным Gartner, количество подключенных IoT-устройств увеличится с 5,2 млрд в 2019 году до 9,1 млрд в 2021 году (CAGR - 32%).

Темпы роста выручки в 51%, постепенное снижение расходов и выход в безубыточность. За период 2016-2017 гг. темпы роста выручки составили 51%. Выручка выросла за счет увеличения клиентской базы и количества клиентов, чей годовой контракт превышает \$100 тысяч. За период 2016-2017 гг. убыток от операционной деятельности снизился, а маржа EBIT составила -29% и -22%.

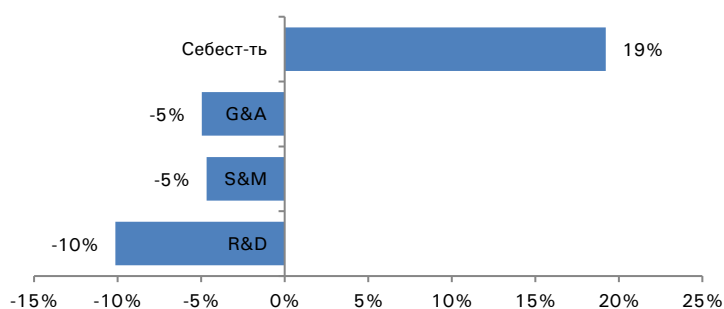
График 2. Маржа EBIT, %



Источник: на основе данных компании

Такое снижение убытков достигается благодаря сокращению операционных расходов. Таким образом, расходы на маркетинг от выручки были снижены с 16% до 15%, R&D - с 69% до 62% и административные расходы - с 16% до 15%.

График 3. Изменение структуры затрат за период 2015-2017 гг.



Источник: на основе данных компании

Оценка Tenable Holdings: \$2,4 млрд при консервативном сценарии развития

Модель выручки Tenable Holdings. Прогнозируя выручку компании, мы выделили 3 типа выручки: выручка от подписки, выручка от продажи лицензии на неограниченную лицензию и выручки от прочих услуг.

Выручка от подписки. Для прогноза выручки от подписки мы использовали 2 элемента: количество клиентов и ARPU на одного клиента. Мы замедлили прирост клиентской базы Tenable с 14% до 2% к 2027 году. В прогнозе мы учли высокую конкуренцию с Qualys, Rapid7 и Tripwire. Также замедлили рост ARPU с 45% до 3% с учетом высокой конкуренции и появления новых игроков на рынке, средняя цена на рынке может существенно снижаться из года в год. За 2017 год выручка от подписки составила \$132,9 млн (темп роста 65%), количество клиентов 24 тысячи (темп роста 14%), а ARPU \$5,5 тысяч на 1 клиента (темп роста 45%). С учетом высокой конкуренции, к 2027 году темп роста будет равен 3%, количество клиентов достигнет отметки в 47,3 тысяч, а ARPU составит \$33,7 тысяч на 1 клиента.

Выручка от продажи лицензии на неограниченную лицензию. В неограниченную лицензию входит сервисное обслуживание (обновления на ПО). После срока истечения лицензии, клиент может продлить лицензию по цене ниже первоначальной стоимости покупки. Для прогноза выручки от неограниченной лицензии, мы использовали: количество клиентов, которые недавно приобрели лицензию и среднюю цену на приобретение лицензии. Мы замедлили рост количества клиентов, которые приобрели лицензию с 42% до 3%. Средняя цена за 1 лицензию с учетом рыночной конъюнктуры остается неизменной и составит \$11,4 тысячи. К 2027 году, количество клиентов, которые приобрели лицензию составит 31,2 тысячи, выручка к 2027 году будет равна \$356,8 млн.

Выручка от прочих услуг. В этот элемент выручки входит обучение по использованию платформой и оптимизации продуктов компании. Так как компания будет наращивать свою клиентскую базу, мы заложили рост до 10% к 2027 году, что в итоге составит \$21,3 млн к 2027 году.

Операционная маржа. Tenable в данный момент убыточен по марже EBIT на уровне -11%. Тем не менее тренд на снижение затрат очевиден: за последние 2 года отрицательная маржа снизилась с -29% в 2016 году до -11% в 2017. При прогнозе операционных затрат, мы учли среднеотраслевые значения. Себестоимость Tenable представляют собой затраты на персонал (техническая поддержка), расходы на поддержку платформы Tenable.io. Исходя из среднеотраслевых показателей мы заложили рост себестоимости с 14% до 21%. Затраты на маркетинг снизятся с 62% до 50%, административные расходы с 15% до 11%. **Целевая маржа EBIT к 2027 году составит 18%, исходя из среднеотраслевых показателей и стратегии компании.**

Реинвестирование. За последние 2 года Tenable Holdings инвестировала \$13 млн в основные средства и приобретения бизнеса. В то же время если для целей оценки учитывать R&D как CapEx, то в этот вид расходов компания инвестировала \$123 млн за 3 года, или в

среднем по \$41 млн в год. Суммарно с учетом амортизации чистые капзатраты за 2017 год составили 12,3% от выручки. Чтобы оценить реинвестирование в будущие годы, мы предположили, что компания будет постепенно снижать уровень реинвестирования до отраслевых средних – до 9%. Так, в ближайшие 10 лет компания инвестирует суммарно \$824 млн за вычетом амортизации.

Проверка реалистичности модели через ROIC, оборачиваемость и потребность в капитале. К 2027 году ROIC достигнет отметки в 30%, это средний показатель по отрасли. Оборачиваемость капитала повысится с 1,7 до 2, а маржа NOPLAT составит 14%.

Стоимость собственного капитала и WACC. Tenable имеет процентный долг в \$25 млн. При этом компания имеет 27 млн наличности на счетах. При коэффициенте бета в 0,87 (уровень молодых аналогов), безрисковой ставке в 2,84% и премии за риск инвестирования в акции в 4,99% WACC составил 6,8%. К 2027 году он составит 7,4%, что чуть ниже среднеотраслевых показателей в 9%.

Стоимость в зрелом возрасте. В зрелом возрасте мы заложили 3%-ный темп роста выручки, что не превышает средние темпы роста мировой экономики. ROIC в зрелом периоде мы консервативно приравнивали к затратам на капитал в 7,4%. В итоге средние реинвестиции для дальнейшего роста будут составлять 41% от NOPLAT.

Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (-\$101) и зрелого (\$2,45 млрд) периода, составит \$2,44 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга на балансе (\$71 млн), поступления от IPO (\$166 млн), наличность на счетах в \$26 млн и стоимость выпущенных опционов (\$211 млн), собственный капитал Tenable Holdings можно оценить в \$2,35 млрд.

Учитывая суммарно 89,4 млн акций, после IPO целевая цена на 1 простую акцию равна \$25,9. Потенциал к верхней границе IPO в \$19 составляет 36%.

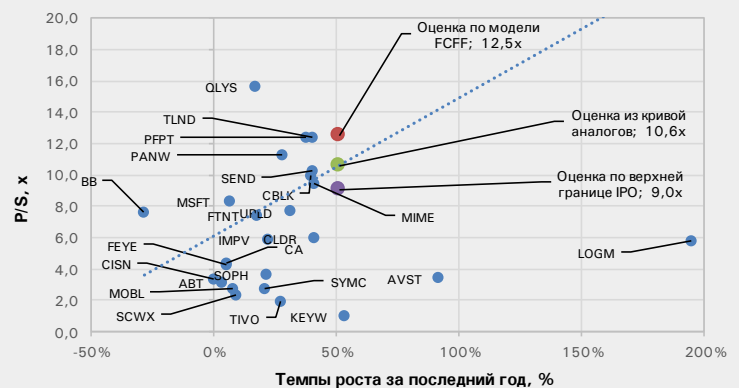
Таблица 2. Модель выручки Tenable

Модель выручки из целевого рынка	2015	2016	2017	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Рынок управления уязвимостями IT-систем, млрд USD		5,7	7,1	8,5	9,8	11,2	12,5	13,9	15,2	16,6	18,0	19,3	20,7
темпы роста, %				19%	16%	14%	12%	10%	9%	7%	5%	4%	2%
Доля от рынка управления уязвимости IT-систем, %		2%	3%	3%	4%	5%	6%	8%	9%	9%	10%	10%	10%
Модель выручки		2016	2017	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Доход от подписки, млн USD		80	133	210	319	461	638	840	1 052	1 254	1 416	1 515	1 592
темпы роста, %			65%	58%	51%	45%	38%	32%	25%	19%	13%	7%	5%
Количество клиентов, тыс		21,0	24,0	27,1	30,3	33,4	36,4	39,2	41,6	43,7	45,3	46,4	47,3
темпы роста, %			14%	13%	12%	10%	9%	8%	6%	5%	4%	2%	2%
ARPU, тыс USD		3,8	5,5	7,8	10,5	13,8	17,5	21,4	25,3	28,7	31,3	32,7	33,7
темпы роста, %			45%	40%	36%	31%	27%	22%	18%	13%	9%	5%	3%
Доход от продажи лицензий, млн USD		40,3	50,3	69,7	93,9	123,4	157,6	195,8	236,4	276,9	314,7	346,4	356,8
темпы роста, %			25%	38%	35%	31%	28%	24%	21%	17%	14%	10%	7%
Количество клиентов, которые приобрели лицензию, тыс		3,10	4,40	6,1	8,2	10,8	13,8	17,1	20,7	24,2	27,5	30,3	31,2
темпы роста, %			42%	38%	35%	31%	28%	24%	21%	17%	14%	10%	3%
Средняя цена за 1 лицензию		13,01	11,44	11,44	11,44	11,44	11,44	11,44	11,44	11,44	11,44	11,44	11,44
темпы роста, %			-12%	-6%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-2%	-1%
Доход от услуг, млн USD		3,64	4,52	5,5	6,7	8,1	9,6	11,3	13,2	15,1	17,2	19,4	21,3
темпы роста, %			24%	23%	21%	20%	19%	18%	16%	15%	14%	13%	10%
Выручка Tenable, млн USD		93	124	188	286	419	593	805	1 047	1 302	1 546	1 748	1 970
темпы роста, %			33%	51%	52%	47%	41%	36%	30%	24%	19%	13%	8%

Источник: на основе данных компании

Таблица 3. Модель оценки Tenable

Модель прогнозного периода, млн USD	2015	2016	2017	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	зрелый
темпы роста выручки, %		33%	51%	52%	47%	41%	36%	30%	24%	19%	13%	8%	4,7%	3,0%
(+) Выручка	93	124	188	286	419	593	805	1 047	1 302	1 546	1 748	1 881	1 970	2 029
(x) Операционная маржа	-92%	-29%	-11%	-10%	-6%	-3%	2%	4%	7%	10%	12%	15%	18%	22%
(=) EBIT	-86	-36	-20	-27	-25	-18	12	42	89	148	217	286	355	446
NOL			29	56	82	99	87	45	0	0	0	0	0	0
Налоговая ставка	35%	35%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	-2	1	0	0	0	0	0	0	18	30	43	57	71	89
(=) NOPLAT	-84	-37	-20	-27	-25	-18	12	42	71	119	173	229	284	357
(-) чистые реинвестиции	25	45	28	46	61	90	91	99	127	89	69	79	73	146
(-) CapEx		6	3	4	6	9	12	15	19	22	25	27	29	
(-) M&A		2		0	0	13	0	0	28	0	0	40	60	
(-) R&D	25	40	58	83	116	154	197	239	277	305	317	312	296	
(+) DD&A		3	5											
(+) DD&A R&D			28	41	60	86	118	155	197	238	274	300	311	
(=) FCFF			(48)	(74)	(87)	(108)	(79)	(57)	(56)	29	105	150	211	212
FCFF маржа, %			-26%	-26%	-21%	-18%	-10%	-5%	-4%	2%	6%	8%	11%	
(x) фактор дисконтирования				0,94x	0,88x	0,82x	0,77x	0,72x	0,67x	0,63x	0,58x	0,54x	0,51x	
PV FCF				(69)	(76)	(88)	(60)	(41)	(37)	18	61	81	107	
Терминальная стоимость														4 850
PV Терминальной стоимости														2 457
Имплицированные переменные модели			2017	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	
Выручка/капитал, x			1,7x	1,8x	1,9x	1,9x	2,0x	2,1x	2,1x	2,2x	2,2x	2,2x	2,1x	
Инвестированный капитал			110	157	218	308	398	497	624	714	782	861	934	
темпы роста IC, %				42%	39%	41%	29%	25%	25%	14%	10%	10%	8%	
Чистое реинвестирование, %			-138%	-170%	-244%	-505%	750%	236%	179%	75%	40%	35%	26%	41%
Реинвестирование к выручке, %			14,9%	16,2%	14,6%	15,1%	11,3%	9,5%	9,7%	5,8%	3,9%	4,2%	3,7%	
ROIC, %			-18%	-17%	-12%	-6%	3%	8%	11%	17%	22%	27%	30%	7,4%
Маржа NOPLAT, %			-11%	-10%	-6%	-3%	2%	4%	5%	8%	10%	12%	14%	
Расчет WACC			2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П		
Безрисковая ставка			2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	
Бета послерыноговая			0,87	0,88	0,90	0,91	0,92	0,94	0,95	0,96	0,97	1,00		
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			7,2%	7,2%	7,3%	7,4%	7,4%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%	7,8%		
Ставка долга, до налогов			1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%		
Ставка долга, после налогов			0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%		
СК/Стоимость компании			93%	93%	93%	93%	93%	93%	93%	93%	93%	93%		
Долг/Стоимость компании			7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%		
Средневзвешенная стоимость капитала			6,8%	6,8%	6,9%	6,9%	7,0%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%	7,4%		
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 прогножном периоде													(104)	
(+) Стоимость в терминальном периоде													2 457	
(x) Коэффициент на дату оценки													1,04x	
(=) EV													2 443	
(-) Долг (вкл. операционную аренду)													71	
(+) Наличие													26	
(+) Поступления от IPO													166	
(-) Стоимость выпущенных опционов													211	
(=) Оценка собственного капитала													2 353	
Рыночная капитализация													1 698	
Целевая цена на акцию, USD													25,9	
Максимум диапазона на IPO, USD													19,0	
Потенциал роста, %													36%	
Уровни оценки по P/S														
Оценка по модели FCFF													12,5x	
Оценка из кривой аналогов													10,6x	
Оценка по верхней границе IPO													9,0x	

Оценка полученная разными методами


Источник: на основе данных компании

Риски: замедление рынка, конфиденциальность и конкуренция

Конкуренция. Компания может столкнуться с серьезной конкуренцией в лице Qualys и Rapid7, Tanium, CrowdStrike.

Поддержка 3-х сторон. Компания использует центры обработки данных в Северной Америке, Европе и Азии. Если у компании будут разногласия с ними или будут сбои систем, это может значительно повлиять на бренд компании.

Изменение модели ценообразования. Исходя из потребностей рынка, компании нужно будет менять свои цены. Поскольку это конкурентный рынок и все участники рынка внедряют новые продукты, есть вероятность, что компании Tenable придется снизить свои цены, что может негативно сказаться на выручке.

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 публикации 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, предусмотренных законодательством Республики Казахстан, в сфере деятельности оценки стоимости.
