

Базовый актив контракта*:

Cloudflare, Inc (NET)

 Потенциал роста: -
 Целевая цена: -
 Диапазон размещения: -

Оценка капитала | DCF

США | Программное обеспечение

обзор перед IPO

IPO Cloudflare: блокировка 44 млрд угроз в день



Выручка, 2018 (млн USD)	192,6
EBIT, 2018 (млн USD)	-84,9
Прибыль, 2018 (млн USD)	-87,2
Чистый долг, 2Q19 (млн USD)	0

P/E, 2019 (x)	—
P/S, 2019 (x)	—
EV/S, 2019 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-29

Капитализация IPO (млн USD)	—
Акции после IPO (млн шт)	—
Акции к размещению (млн шт)	—
Объем IPO (млн USD)	—
Минимальная цена IPO (USD)	—
Максимальная цена IPO (USD)	—
Целевая цена (USD)	—
Дата IPO	—

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

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



15 августа заявку на IPO подала компания Cloudflare – разработчик платформы, которая предоставляет услуги CDN, защиты от DDoS-атак, безопасного доступа к ресурсам и серверы DNS. Среди инвесторов компании NEA (23%), Pelion Ventures (20,9%) и Venrock (19,5%).

Основные бизнес-показатели. В 90 городах мира компания развивает 193 центра, соединенные более чем 8 тыс. сетей по всему миру. Среди клиентов крупные интернет-провайдеры, службы SaaS и другие фирмы различного профиля. Компания обслуживает более 20 млн веб-сайтов. У нее около 74,8 тыс. платных пользователей, из которых у 408 контракты стоят более \$100 тыс. в год. Услугами компании пользуются DigitalOcean, IBM, Discord, Marketo и Zendesk. Из общего числа клиентов Cloudflare около 10% состоят в списке Fortune 1000. Cloudflare многое делает для поддержки некоммерческих организаций, медиа и малого бизнеса с помощью бесплатных или очень дешевых тарифных планов, которые защищают от DDoS-атак и повышают производительность веб-сайтов.

Потенциальный рынок свыше \$47,1 млрд. Компания работает в таких сегментах, как VPN, внутренние и внешние брандмауэры, веб-безопасность, обнаружение и предотвращение кибератак и другие. По данным IDC, в 2018 году затраты на эти продукты были равны \$31,6 млрд, а к 2022 году они должны достичь \$47,1 млрд. Компания также разрабатывает новые продукты для смежных рынков: IoT, 5G и различные вычисления.

Ускорение роста выручки при повышении расходов на подготовку к IPO. В 2017 году выручка Cloudflare повысилась на 59%, в 2018-м – на 43%, в первом полугодии 2019-го – на 48%. Валовая маржа с 72% в 2016-м увеличилась до 77% в первом полугодии текущего года. EBIT маржа за тот же период упала с -20% до -29%. В 2018 году компания увеличила расходы на маркетинг, на компенсацию на основе акций и в связи с ростом численности персонала на 63% для подготовки к IPO.

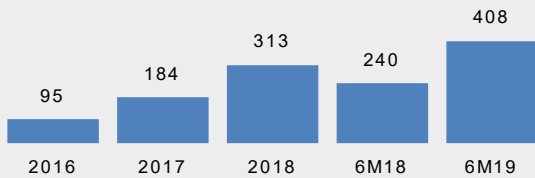
Cloudflare: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2016	2017	2018	6M19
Выручка	85	135	193	129
Себестоимость	24	29	44	29
Валовая прибыль	61	106	149	100
S&M	40	62	94	67
R&D	24	34	54	37
G&A	14	20	85	34
EBITDA	(7)	6	(59)	(19)
Амортизация	10	16	26	18
ЕБИТ	(17)	(10)	(85)	(37)
Процентные доходы	1	1	2	2
Процентные расходы	(1)	(1)	(1)	(1)
Прочие расходы	(0)	0	(2)	(0)
Доналоговая прибыль	(16)	(9)	(83)	(35)
Налог	0	1	1	1
Чистая прибыль	(16)	(10)	(84)	(36)
Рост и маржа (%)	2016	2017	2018	6M19
Темпы роста выручки	-	59%	43%	48%
Темпы роста EBITDA	-	-	-	-
Темпы роста ЕБИТ	-	-	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	-
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	-
Валовая маржа	72%	79%	77%	77%
ЕБИТДА маржа	-8%	5%	-31%	-15%
ЕБИТ маржа	-20%	-7%	-44%	-29%
NOPLAT маржа	-	-	-	-
Маржа чистой прибыли	-19%	-7%	-44%	-28%
Cash Flow, млн USD	2016	2017	2018	6M19
CFO	(13)	3	(43)	(13)
D&A	10	16	26	18
CFI	(15)	10	(121)	28
CapEx	(19)	(23)	(35)	(26)
CFF	0	(0)	169	2
Денежный поток	(28)	13	5	17
Наличность на начало года	42	14	27	31
Наличность на конец года	14	27	31	49
Справочные данные	2016	2017	2018	6M19
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	-
EV, USD	-	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	19	23	35	26
Рабочий капитал, USD	-	-	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	-	-
BV, USD	-	-	-	-
Инвестированный капитал	-	-	-	-
EPS, USD на акцию	-	-	-	-
Балансовый отчет, млн USD	2017	2018	6M19	
Наличность	24	25	42	
ЦБ	49	136	82	
Дебиторская задолженность	11	25	30	
Контрактные активы	4	2	2	
Прочие активы	3	9	10	
Текущие активы	92	197	166	
ОС	51	73	85	
Гудвилл	4	4	4	
НМА	1	0	0	
Отложенные затраты	11	16	19	
Наличность с ограничением	2	6	6	
Прочие активы	2	2	6	
Долгосрочные активы	71	102	121	
Активы	163	298	287	
Кредиторская задолженность	5	14	17	
Начисленные расходы	9	16	19	
Примечание к оплате	0	0	0	
Опционы	1	14	15	
Отложенные доход	12	17	27	
Текущие обязательства	27	61	77	
Примечание к оплате	0	0	0	
Финансовые облигации	10	10	10	
Доходы будущих периодов	0	0	1	
Погашение конверт-х акций	0	2	2	
Прочие долгосрочные обязательства	3	7	10	
Долгосрочные обязательства	14	19	23	
Всего обязательства	41	80	101	
Конвертируемые акции	182	332	332	
Капитал	-60	-114	-145	
Обязательства и собственный капитал	163	298	287	
Поэлементный анализ ROIC	2017	2018	6M19	
Маржа NOPLAT, %	-	-	-	
ICTO, x	-	-	-	
AICTO, x	-	-	-	
ROIC, %	-	-	-	
Себестоимость/выручка, %	-	-	-	
Операционные издержки/выручка, %	-192%	-186%	-221%	
WCTO, x	-	-	-	
FATO, x	-	-	-	
Ликвидность и структура капитала	2017	2018	6M19	
ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-	
Текущая ликвидность, x	3,39	3,21	2,14	
Долг/общая капитализация, %	-	-	-	
Долг/активы, %	-	-	-	
Долг/собственные средства, x	-	-	-	
Долг/IC, %	-	-	-	
Собственные средства/активы, %	15%	8%	15%	
Активы/собственный капитал, x	-	-	-	
Мультипликаторы	2017	2018	6M19	
P/B, x	-	-	-	
P/E, x	-	-	-	
P/S, x	-	-	-	
EV/EBITDA, x	-	-	-	
EV/S, x	-	-	-	

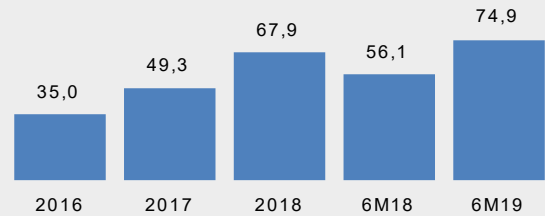
Cloudflare: ключевые цифры

Операционная метрика

■ Количество клиентов, чей контракт свыше \$100k

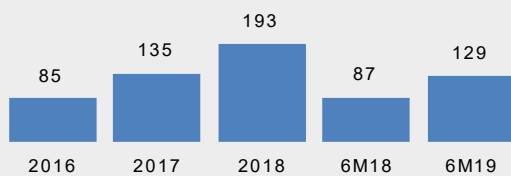


■ Количество платящих клиентов, тыс

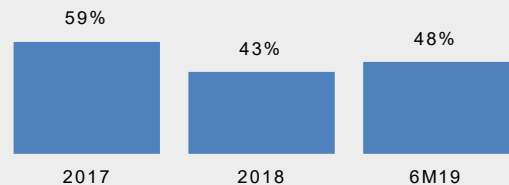


Выручка и темпы роста

■ Выручка



■ Темпы роста выручки



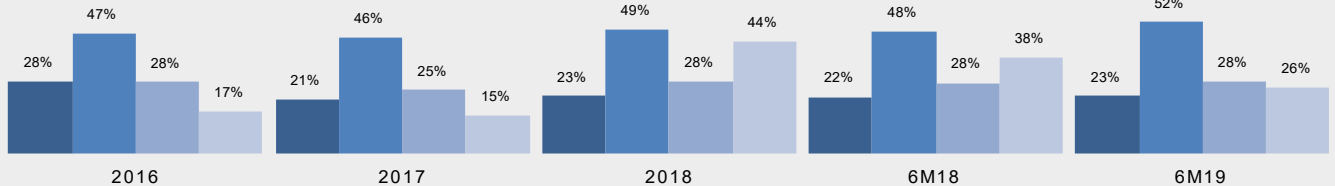
Расходы и их структура

■ Себестоимость

■ S&M

■ R&D

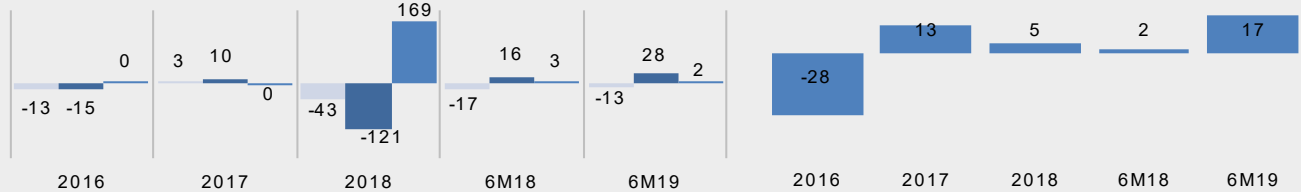
■ G&A



Денежные потоки

■ CFO ■ CFI ■ CFF

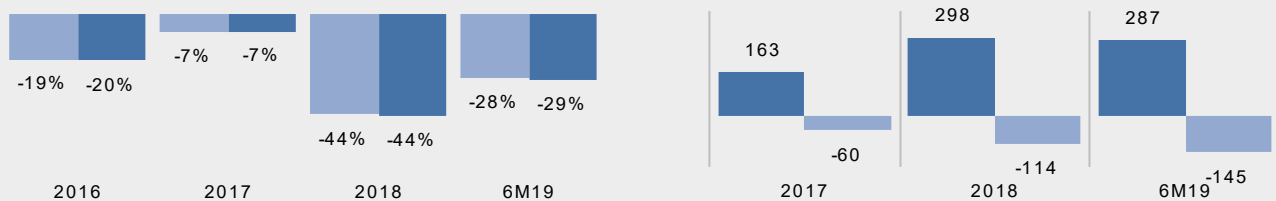
■ Изменение в наличности



Маржа и активы

■ Маржа чистой прибыли ■ EBIT маржа

■ Активы ■ Капитал



Cloudflare: ключевые факты

Cloudflare – это американский CDN-сервис для защиты сайтов.

Разработки компании в области DNS имеют решающее значение для всех, потому что шифрование DNS-трафика защищает пользователей от доступа к нему спецслужб и злоумышленников.

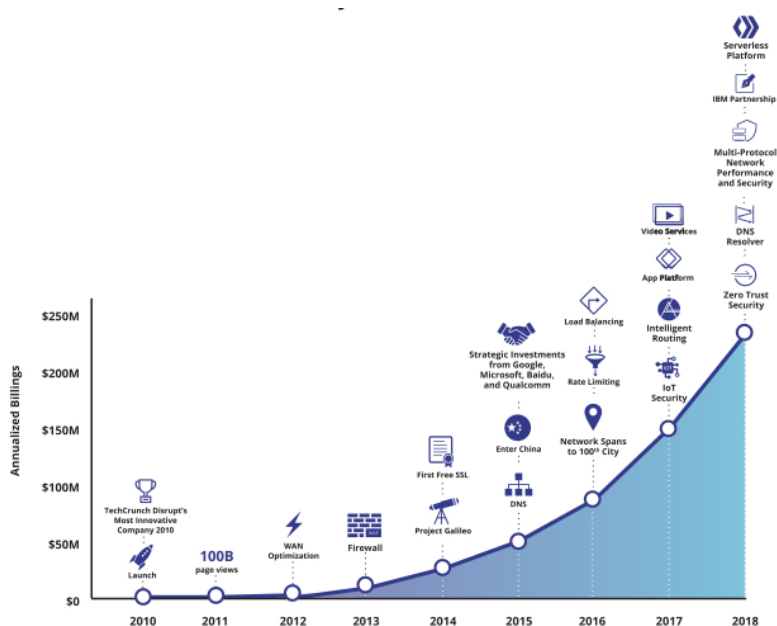
Компания была основана в 2009 году Мишель Затлин (главный операционный директор), Мэтью Принсом (исполнительный директор) и Ли Холлоуэем, который на сегодня покинул компанию по состоянию здоровья.

Cloudflare привлекла \$332,1 млн в шести раундах венчурного финансирования, последний из которых объемом \$150 млн состоялся в марте 2018-го. Тогда же компанию оценили в \$3,2 млрд.

Среди инвесторов компании NEA (23%), Pelion Ventures (20,9%) и Venrock (19,5%).

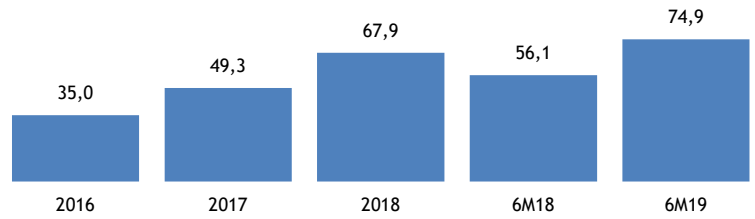
Главные бизнес-показатели. У компании есть 193 центра в 90 странах, которые соединены более чем 8 тыс. сетей по всему миру. Среди клиентов крупные интернет-провайдеры, службы SaaS и различные иные фирмы. Cloudflare обслуживает более 20 млн веб-сайтов.

Иллюстрация 1. История Cloudflare

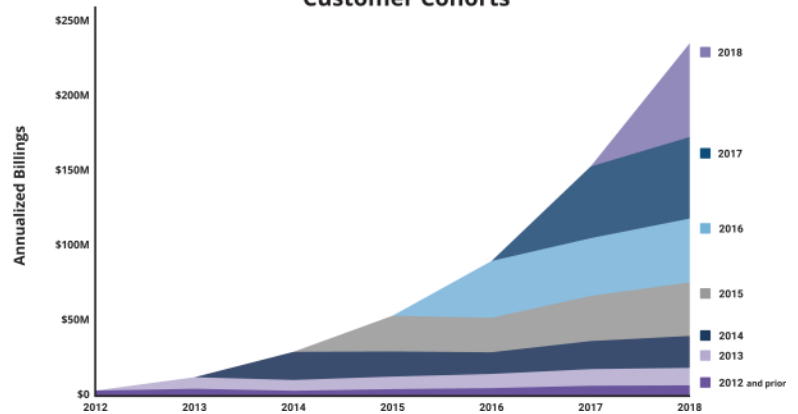


Источник: на основе данных компании

Ключевые показатели бизнеса. У Cloudflare около 74,8 тыс. пользователей по подписке, из которых 408 платят более \$100 тыс. в год. Услугами компании, в частности, пользуются DigitalOcean, IBM, Discord, Marketo и Zendesk. Около 10% от общего числа клиентов компании состоят в списке Fortune 1000.

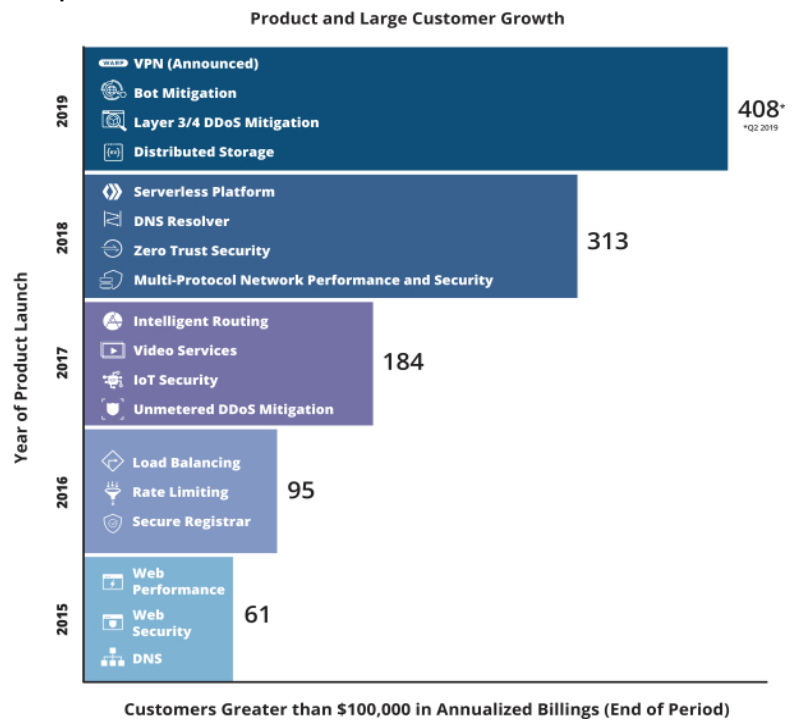
График 1. Количество платящих пользователей


Источник: на основе данных компании

Иллюстрация 2. Состав клиентской базы Cloudflare
Customer Cohorts


Источник: на основе данных компании

С 2016 года к концу первого полугодия 2019-го количество клиентов, чей контракт превышает \$100 тыс., выросло на 429% – с 95 до 408.

Иллюстрация 3. Запуск новых продуктов и рост числа клиентов с контрактом свыше \$100 тыс.


Источник: на основе данных компании

Бизнес-модель Cloudflare. Компания обслуживает как индивидуальных разработчиков, так и крупные компании. Главный источник дохода Cloudflare – продажа различных видов подписки на ее сервисы.

Cloudflare многое делает для поддержки некоммерческих организаций, медиа и малого бизнеса с помощью бесплатных или очень дешевых тарифных планов. Клиенты получают услуги по защите от DDoS-атак и повышению производительности веб-сайтов. Компания также запустила бесплатные VPN-сервисы и DNS-сервера, а недавно стала регистратором доменных имен по минимальной цене.

Иллюстрация 4. Виды услуг Cloudflare

	FREE	PRO	BUSINESS	ENTERPRISE
SSL	Shared SSL certificates	Shared SSL certificates	Custom SSL certificates	Multiple custom SSL certificate uploads
DDoS	Unmetered DDoS	Unmetered DDoS	Unmetered DDoS	Enterprise-grade DDoS protection
Content Delivery	✓	✓	✓	✓
DNSSEC	✓	✓	✓	✓
AMP	✓	✓	✓	✓
Firewall Rules	5	20	100	Unlimited
Page Rules	5	20	50	100
Network Prioritization		Good	Better	Best
Cloud Firewall		✓	✓	✓
Image and Mobile Optimization		✓	✓	✓
Image Resizing			✓	✓
Dynamic Content Acceleration			✓	✓
CNAME Setup			✓	✓
Role Based Account Access				✓
Single Sign On Support				✓
Access to Raw Logs				✓
Access to China Data Centers (Additional Cost)				✓
SLA			100% uptime SLA	2500% uptime SLA
Support	Email only	Prioritized email only	24x7x365 chat support	24x7x365 phone support w/ named solution engineer

Источник: на основе данных компании

Платформа Cloudflare состоит из:

Network Flywheel – функция масштабирования для обслуживания «всего в интернете». Собственная сеть заменяет различные виды оборудования и позволяет платформе работать на любом сервере. Данная архитектура делает Cloudflare привлекательным партнером для интернет-провайдеров по всему миру.

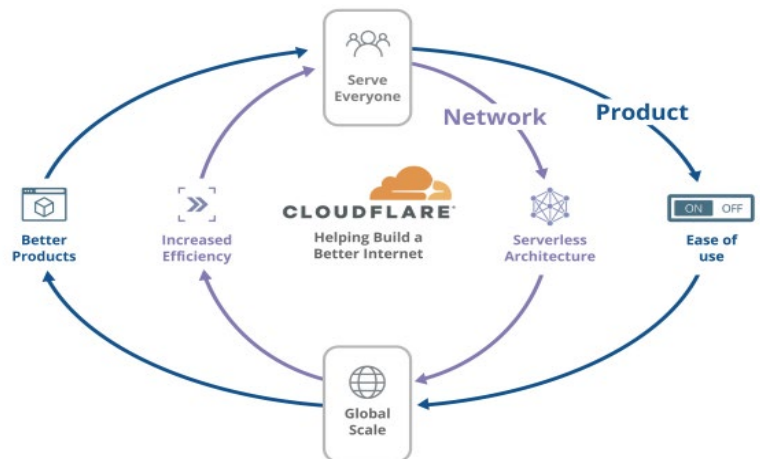
Иллюстрация 5. Глобальная сеть платформы Cloudflare
Cloudflare's Global Network Coverage



Источник: на основе данных компании

Второй важной функцией платформы является **Product Flywheel** (VPN, брандмауэр, маршрутизация, оптимизация трафика и другие). По данным Cloudflare, она блокирует 44 млрд киберугроз в день.

Иллюстрация 6. Платформа Cloudflare
Cloudflare's Network and Product Flywheels



Источник: на основе данных компании

Потенциальный рынок объемом свыше \$47,1 млрд. Компания работает на ключевых рынках VPN, внутренних и внешних брандмауэров, веб-безопасности, обнаружения и предотвращения кибератак. По данным IDC, в 2018 году на эти продукты было направлено \$31,6 млрд, а к 2022 году затраты на данные цели увеличатся до \$47,1 млрд.

Компания разрабатывает новые продукты для смежных рынков, включая IoT, 5G и различные вычисления.

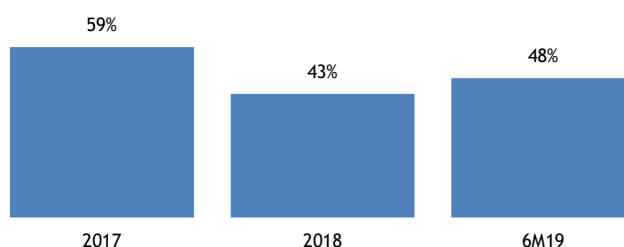
Стратегия роста

- Привлечение новых клиентов
- Расширение отношений с текущими клиентами
- Разработка новых продуктов
- Расширение стратегии для баз серверных платформ

Cloudflare: ускорение роста выручки в 1ПГ19 до 48% при повышении расходов в связи с подготовкой к IPO

В первом полугодии 2019-го рост выручки ускорился. В 2017 году он составил 59%, в 2018-м замедлился до 43%, за январь-июнь текущего года восстановился до 48%.

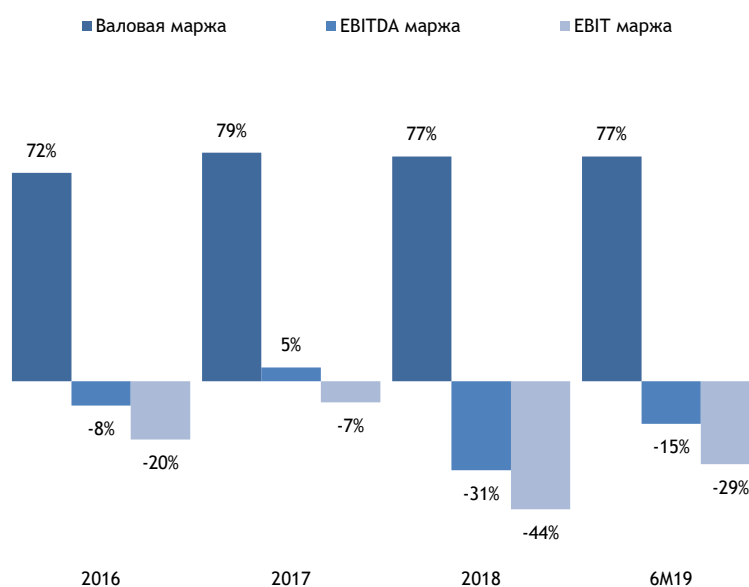
График 2. Темпы роста, %



Источник: на основе данных компании

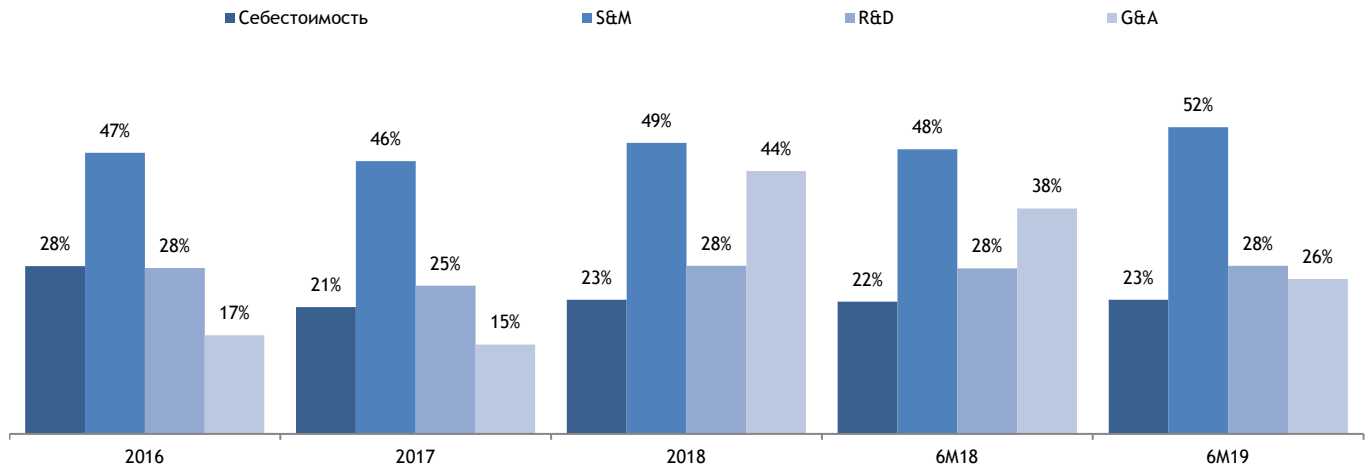
Основные показатели маржи. Валовая маржа с 72% в 2016 году повысилась до 77% в первом полугодии 2019-го. EBIT маржа за этот же период с -20% опустилась до -29%. В 2017 году компания была близка к безубыточности с показателем -7%, однако в 2018-м она решила увеличить расходы на маркетинг для повышения узнаваемости бренда, а также расширить численность персонала на 63% для подготовки к IPO. Кроме того, выросли административные расходы, в том числе на компенсацию на основе акций.

График 3. Основные индикаторы маржинальности бизнеса, %



Источник: на основе данных компании

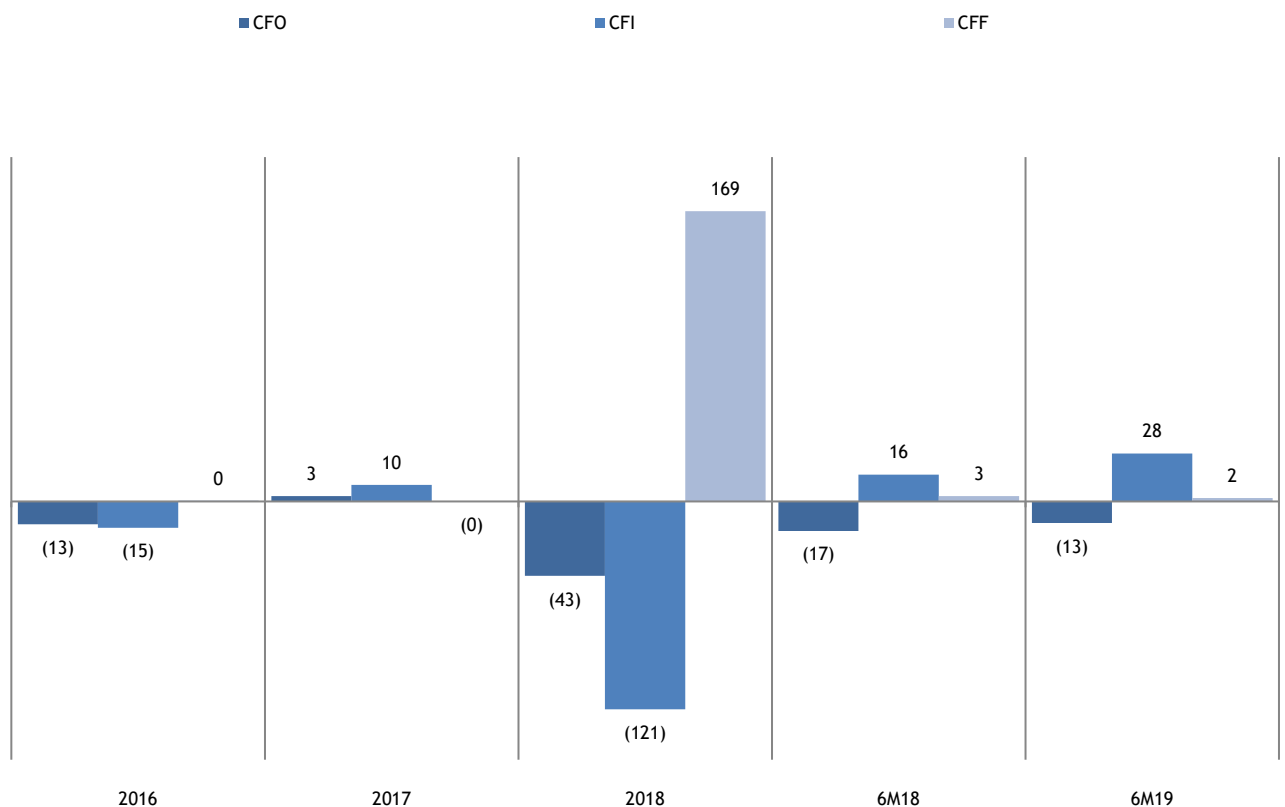
График 4. Структура расходов Cloudflare за 2016-6M19 гг.



Источник: на основе данных компании

Денежный поток. Последние три с половиной года компания генерирует наличность на основе своей финансовой деятельности, в частности за счет проведения инвестрандов.

График 7. Денежный поток Cloudflare с 2016 по 6M19 гг.



Источник: на основе данных компании

Риски: клиентская база, кибератаки и производительность платформы

Привлечение новых клиентов. Неспособность расширять клиентскую базу грозит снижением выручки и делает невозможным выход на прибыльность.

Кибератаки. В результате проникновения в систему Cloudflare третьи лица могут получить несанкционированный доступ к данным компании. Взлом серверов киберпреступниками грозит репутационными и бизнес-потерями.

Снижение производительности платформы. Любое прерывание или задержка доступа для клиентов негативно повлияет на имидж продукта компании, который обещает полностью бесперебойную работу.

Дисклеймер

Данный обзор является справочно-информационными материалами, адресован клиентам ООО ИК «Фридом Финанс», не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в данном обзоре, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). В информации, указанной в данном обзоре, не принимаются во внимание Ваши личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. ООО ИК «Фридом Финанс» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном обзоре, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии решения. Данный обзор не является предложением инвестировать в акции иностранных компаний.

*ООО ИК «Фридом Финанс» оказывает услуги заключения расчетных внебиржевых форвардных контрактов, базовым активом которых могут являться инструменты, размещаемые на торгах иностранных организаторов торгов, согласно пункта 4 Указания Банка России от 16.02.2015 N 3565-У "О видах производных финансовых инструментов" в Порядке оказания услуг по заключению договоров, являющихся производными финансовыми инструментами ([Приложение №5](#) к Регламенту обслуживания Клиентов ООО ИК «Фридом Финанс», далее — Порядок) и в соответствии со Стандартными условиями форвардного контракта на цену иностранного финансового инструмента (Тип «IPO») ([Приложение №2](#) к Порядку). ООО ИК «Фридом Финанс» не оказывает услуги приобретения иностранных ценных бумаг, упомянутых в данном обзоре. Согласно ч. 2 ст. 1062 ГК РФ требования граждан, связанные с участием в сделках, предусматривающих обязанность стороны или сторон сделки уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения цен на ценные бумаги, курса валюты, подлежат судебной защите только при условии их заключения на бирже.

ООО ИК «Фридом Финанс». Лицензия № 045-13561-100000 на осуществление брокерской деятельности, срок действия лицензии не ограничен.

Инвестиционная компания «Фридом Финанс»

Тимур Турлов

Генеральный директор,
главный инвестиционный стратег

Департамент
корпоративных финансов

Сергей Носов

Директор департамента
корпоративных финансов
E-mail: nosov@ffin.ru

Роман Соколов

Заместитель директора департамента
корпоративных финансов
E-mail: sokolov@ffin.ru

Trading

Георгий Ващенко**Никита Коньков**

E-mail: traders@ffin.ru
Время работы: 10.00–00.00 Msk

Sales (руководители департаментов)

Георгий Волосников**Станислав Дрейлинг****Владимир Козлов****Мстислав Кудинов****Антон Мельцов**

E-mail: sales@ffin.ru
Время работы: 10.00–20.00 Msk

Аналитика и обучение

Игорь Ключнев (руководитель)

E-mail: klyushnev@ffin.ru

Связи с общественностью

Наталья Харлашина (руководитель)

E-mail: pr@ffin.ru

Бэк-офис

Александр Хрипунов (начальник бэк-офиса)

E-mail: office@ffin.ru

Время работы: 10.00–00.00 Msk

Центральный офис

Москва

+7 (495) 783-91-73

123112, г. Москва, 1-й Красногвардейский проезд, 15, этаж 18
Башня «Меркурий», Москва-Сити
(м. «Выставочная», «Деловой центр»)
www.ffin.ru | info@ffin.ru

Офисы

Архангельск

+7 (8182) 457-770

пл. Ленина, 4, 1-й этаж
arhangel'sk@ffin.ru

Барнаул

+7 (3852) 29-99-65

ул. Молодежная, дом 26
barnaul@ffin.ru

Владивосток

+7 (423) 279-97-09

ул. Фонтанная, 28
vladivostok@ffin.ru

Волгоград

+7 (8442) 61-35-05

пр-т им. В.И. Ленина, 35
volgograd@ffin.ru

Воронеж

+7 (473) 205-94-40

ул. Кирова, 4,
БЦ «Эдельвейс», офис 311
voronezh@ffin.ru

Екатеринбург

+7 (343) 351-08-68

ул. Сакко и Ванцетти, 61
yekaterinburg@ffin.ru

Иркутск

+7 (3952) 79-99-02

ул. Горького,
дом 36 Б, оф II-5
irkutsk@ffin.ru

Казань

+7 (843) 249-00-51

ул. Сибгата Хакима, 15
kazan@ffin.ru

Калининград

+7 (4012) 92-08-78

пл. Победы, 10,
БЦ «Кловер», 1-й этаж
kaliningrad@ffin.ru

Кемерово

+7 (3842) 45-77-75

пр. Октябрьский, 2Б
БЦ «Маяк Плаза», офис 910
kemerovo@ffin.ru

Краснодар

+7 (861) 203-45-58

ул. Кубанская Набережная,
39/2, ТОЦ Адмирал
krasnodar@ffin.ru

Красноярск

+7 (391) 204-65-06

ул. Ленина, 21
krasnoyarsk@ffin.ru

Курск

+7 (4712) 77-13-37

ул. Радищева, 64
kursk@ffin.ru

Липецк

+7 (4742) 50-10-00

ул. Гагарина, 33
lipetsk@ffin.ru

Набережные Челны

+7 (8552) 204-777

упроспект Хасана Туфана,
д.12, офис 1915
n.chelny@ffin.ru

Нижний Новгород

+7 (831) 261-30-92

ул. Короленко 29, оф.414
nnovgorod@ffin.ru

Новосибирск

+7 (383) 377-71-05

ул. Советская, 37А
novosibirsk@ffin.ru

Омск

+7 (3812) 40-44-29

ул. Гагарина, 14, 1 этаж
omsk@ffin.ru

Пермь

+7 (342) 255-46-65

ул. Екатерининская, 120
perm@ffin.ru

Ростов-на-Дону

+7 (863) 308-24-54

Буденновский пр-т, 62/2,
БЦ «Гедон»
rostovnadonu@ffin.ru

Самара

+7 (846) 229-50-93

ул. Молодогвардейская,
204, 4-й этаж
samara@ffin.ru

Санкт-Петербург

+7 (812) 313-43-44

Басков переулок,
дом 2, строение 1
spb@ffin.ru

Сочи

+7 (862) 300-01-65

ул. Парковая, 2
sochi@ffin.ru

Саратов

+7 (845) 275-44-40

ул. им. Вавилова Н.И.,
28/34
saratov@ffin.ru

Тольятти

+7 (848) 265-16-41

ул. Фрунзе, д.8
ДЦ «PLAZA»,
оф. 909
tol'yatti@ffin.ru

Тюмень

+7 (3452) 56-41-50

ул. Челюскинцев, 10,
офис 112
tyumen@ffin.ru

Уфа

+7 (347) 211-97-05

ул. Карла Маркса, 20
ufa@ffin.ru

Челябинск

+7 (351) 799-59-90

ул. Лесопарковая, 5
chelyabinsk@ffin.ru

Череповец

+7 (8202) 49-02-86

ул. Ленина, 54 г
cherepovets@ffin.ru

Ярославль

+7(4852) 60-88-90

ул. Трефолева, 22,
2 этаж
yaroslavl@ffin.ru