

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Procore Technologies (PCOR)

 Потенциал роста: **32%**

 Целевая цена: **\$85,8**

 Диапазон размещения: **\$60–65**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Программное обеспечение

Оценка перед IPO

IPO PCOR: платформа для помощи в строительстве

PROCORE

Выручка, 1Q21 (млн USD)	114
EBIT, 1Q21 (млн USD)	-13
Прибыль, 1Q21 (млн USD)	-15
Чистый долг, 1Q21 (млн USD)	0

P/E, 2020 (x)	—
P/S, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-11

Капитализация IPO (млрд USD)	8,008
Акции после IPO (млн шт.)	128,13
Акции к размещению (млн шт.)	9,47
Объем IPO (млн USD)	591,9
Минимальная цена IPO (USD)	60
Максимальная цена IPO (USD)	65
Целевая цена (USD)	85,8
Дата IPO	19 мая

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

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
 (+7) 727 311 10 64 (932) | bektemirov@ffin.kz

19 мая состоится IPO компании Procore Technologies. Компания является разработчиком программного обеспечения для управления строительными проектами. Андеррайтеры размещения – Goldman Sachs, J.P. Morgan, Barclays и Jefferies.

О компании. За всю историю компания привлекла \$648,9 млн, согласно данным crunchbase.com, и приобрела шесть компаний в рамках стратегии расширения своих продуктов путем слияния с другими компаниями. В 2018 году компания приобрела BIManywhere, после чего в 2019 году был запущен продукт Procore BIM (трехмерные модели и работа над ними). Construction BI был приобретен в 2019 году, и компания запустила продукт Procore Analytics. Также компания сделала еще четыре приобретения – Honest Buildings, Avata Intelligence, Esticom и INDUS.AI. Акционеры компании – ICONIQ Strategic Partners, Bessemer Venture Partners, Tiger Global PIP 11 и D1 Master Holdco.

О платформе. Платформа компании помогает клиентам управлять строительством на протяжении всего цикла, включая планирование, отслеживание трудовых ресурсов, управление финансами и другие функции. Платформа имеет четыре категории продуктов: управление до строительства (выбор нужных подрядчиков, поставщиков материалов), управление проектом (позволяет всей строительной команде – от бэк-офиса до строительных бригад – одновременно получать доступ к общей информации), управление ресурсами (отслеживание производительности труда) и финансовый менеджмент (отслеживание финансового состояния строительного проекта). Также у платформы есть магазин приложений Procore – платформа предоставляет возможность подключаться к более чем 250 сторонним приложениям. Procore Analytics – аналитический продукт, который предоставляет доступ к примерно 130 готовым отчетам с различными инструментами, что позволяет превратить данные проекта в бизнес-аналитику.

Об индустрии. По данным McKinsey, ежегодно в мире расходы на строительство составляют около \$10 трлн, также Deloitte в 2018 году оценивал расходы строительного сектора на IT в 1,7% от всех расходов. Во всем мире в среднем различные отрасли тратят более 3% от выручки на IT-расходы по сравнению с 1,5% в строительной отрасли. По оценкам компании, строительная отрасль тратит примерно \$12,4 млрд в год на прикладное ПО. Также компания оценивает потенциал своих продуктов в \$9,4 млрд.

Апсайд в 32% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFE проецирует оценку собственного капитала в \$10,994 млрд при целевой цене в \$85,8 на одну простую акцию с потенциалом роста в 32%.

Procore Technologies Inc: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2019	2020	1Q21	Балансовый отчет, млн USD	2019	2020	1Q2021
Выручка	289	400	114	Наличность	118	380	414
Себестоимость	53	72	20	Дебиторская задолженность	58	78	57
Валовая прибыль	236	329	94	Наличность с ограничением	0	0	0
S&M	173	189	54	Контрактная стоимость актива	12	14	14
R&D	87	125	35	Прочие активы	12	17	22
G&A	58	73	18	Текущие активы	201	488	506
EBITDA	(68)	(33)	(6)	Капзатраты на ПО	21	19	18
Амортизация	15	26	7	ОС	30	30	30
EBIT	(83)	(59)	(13)	Активы в аренду – финансовый лизинг	45	42	41
Процентные расходы	(1)	(2)	(1)	Активы в аренду – операционная аренда	36	50	48
Прочие доходы/расходы	1	0	0	Контрактная стоимость актива	19	19	20
Конвертируемые акции	0	(37)	(2)	HMA	30	33	31
Доналоговая прибыль	(83)	(97)	(15)	Гудвилл	115	126	126
Налог	0	(1)	0	Наличность с ограничением	3	3	3
Чистая прибыль	(83)	(98)	(15)	Прочие активы	5	10	11
				Долгосрочные активы	303	333	329
Рост и маржа (%)	2019	2020	1Q21	Активы	504	821	835
Темпы роста выручки	55	38	23	Кредиторская задолженность	9	9	5
Темпы роста EBITDA	-	-	-	Начисленные расходы	33	28	33
Темпы роста EBIT	-	-	-	Отложенный доход	174	213	221
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	Прочие обязательства	9	11	12
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	Текущие обязательства	225	262	272
Валовая маржа	82	82	82	Отложенный доход	4	6	5
EBITDA-маржа	-23	-8	-5	Финансовая аренда	50	49	48
EBIT-маржа	-29	-15	-11	Операционная аренда	33	47	45
NOPLAT-маржа	-	-	-	Прочие обязательства	2	2	2
Маржа чистой прибыли	-29	-25	-13	Долгосрочные обязательства	90	104	101
				Всего обязательства	315	365	372
Cash Flow, млн USD	2019	2020	1Q21	Конвертируемые акции	443	727	728
CFO	(7)	22	28	Капитал	-254	-272	-265
D&A	15	26	7	Обязательства и собственный капитал	504	821	835
CFI	(67)	(34)	(5)				
CapEx	(28)	(19)	(5)	Поэлементный анализ ROIC	2019	2020	1Q2021
CFF	93	272	11	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
Денежный поток	19	261	34	ICSTO, x	-	-	-
Наличность на начало года	103	122	383	AICSTO, x	-	-	-
Наличность на конец года	122	383	417	ROIC, %	-	-	-
				Себестоимость/выручка, %	18	18	18
Справочные данные	2019	2020	1Q21	Операционные издержки/выручка, %	-110	-97	-93
Акции в обращении, млн шт.	-	-	-	WCSTO, x	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	FATO, x	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-				
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	Ликвидность и структура капитала	2019	2020	1Q2021
EV, USD	-	-	-	EBIT/процентные платежи, x	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	28	19	5	Текущая ликвидность, x	0,89	1,86	1,86
Рабочий капитал, USD	-	-	-	Долг/общая капитализация, %	-	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	-	Долг/активы, %	-	-	-
BV, USD	-	-	-	Долг/собственные средства, x	-	-	-
Инвестированный капитал	-	-	-	Долг/IC, %	-	-	-
EPS, USD на акцию	-	-	-	Собственные средства/активы, %	24	46	50
				Активы/собственный капитал, x	-	-	-
				Мультипликаторы	2019	2020	1Q2021
				P/B, x	-	-	-
				P/E, x	-	-	-
				P/S, x	-	-	-
				EV/EBITDA, x	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-

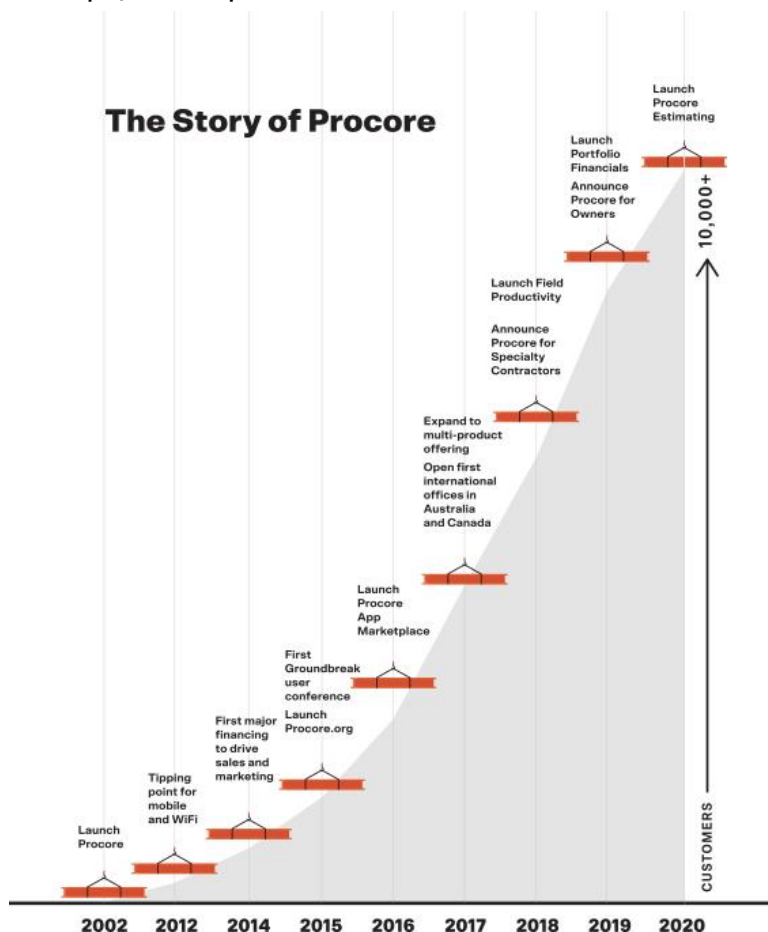
Procore Technologies Inc: ключевые факты

О компании Procore. Procore – это разработчик программного обеспечения для управления строительными проектами. Платформа предоставляет доступ к информации о проекте, упрощает рабочие процессы и обеспечивает бесперебойную связь между ключевыми лицами проекта.

За всю историю компания привлекла \$648,9 млн, согласно данным crunchbase.com, и приобрела шесть компаний в рамках стратегии расширения своих продуктов путем слияния с другими компаниями. В 2018 году компания приобрела BIManywhere, после чего в 2019 году был запущен продукт Procore BIM (трехмерные модели и работа над ними). Construction BI был приобретен в 2019 году, и компания запустила продукт Procore Analytics. Также компания сделала еще четыре приобретения – Honest Buildings, Avata Intelligence, Esticom и INDUS.AI.

Акционеры компании – ICONIQ Strategic Partners, Bessemer Venture Partners, Tiger Global PIP 11 и D1 Master Holdco I.

Иллюстрация 1. История компании



Источник: на основе данных компании

Платформа Procore. Платформа компании помогает клиентам управлять строительством на протяжении всего цикла, включая планирование, отслеживание трудовых ресурсов, управление финансами и другие функции.

Иллюстрация 2. Платформа Procore



Источник: на основе данных компании

Платформа имеет четыре категории продуктов:

- **Управление до строительства** – выбор нужных подрядчиков и поставщиков материалов. Данная функция помогает клиентам сэкономить время, снизить финансовые и операционные риски при поиске подрядчиков или поставщиков на этапе планирования, составления бюджета, оценки.
- **Управление проектом** – данный продукт позволяет всей строительной команде – от бэк-офиса до строительных бригад – одновременно получать доступ к общей информации, что дает возможность всем участникам строительного проекта быть в курсе всех возможных изменений.
- **Управление ресурсами** – данный продукт помогает отслеживать производительность труда, тем самым улучшая управление временем проекта, что, в свою очередь, позволяет улучшать и управлять рентабельностью проекта.
- **Финансовый менеджмент** – отслеживание финансового состояния строительного проекта в режиме реального времени, также предоставление финансовых данных для строительных бригад и бэк-офиса для планирования дальнейшего капитала.

Магазин приложений Procore – платформа предоставляет возможность подключаться к более чем 250 сторонним приложениям. По состоянию на 31 декабря 2020 года примерно 81% клиентов компании используют хотя бы одну интеграцию.

Procore Analytics – аналитический продукт, который предоставляет доступ к примерно 130 готовым отчетам с различными инструментами, что позволяет превратить данные проекта в бизнес-аналитику.

Адресный рынок в \$12,4 млрд. По данным McKinsey, ежегодно в мире расходы на строительство составляют около \$10 трлн, также Deloitte в 2018 году оценивал расходы строительного сектора на ИТ в 1,7% от всех расходов. Во всем мире в среднем различные отрасли тратят более 3% от выручки на ИТ-расходы по сравнению с 1,5% в строительной отрасли. По оценкам компании, строительная отрасль тратит примерно \$12,4 млрд в год на прикладное ПО. Также компания оценивает потенциал своих продуктов в \$9,4 млрд.

Об акционерах компании – ICONIQ Capital и Bessemer Venture

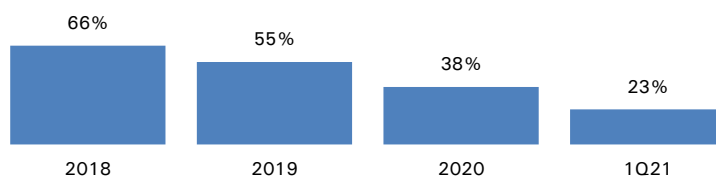
Partners. ICONIQ Capital – это частная инвестиционная фирма, которая обслуживает некоторые самые влиятельные семьи и организации.

На текущий момент компания управляет активами на \$62 млрд.

Bessemer Venture Partners – это венчурная компания, которая, по данным crunchbase.com, инвестировала более \$51,3 млрд. Компания инвестировала в Twilio, Pinterest, Shopify, Twitch, DocuSign, Yelp и другие.

Финансовые показатели компании. У компании в 2018 году был зафиксирован рост в 66%, в 2019 году – рост в 55%, в 2020 году – рост в 38%, и в первом квартале рост был на уровне 23% годом ранее. Компания формирует доход за счет продаж подписки на свою платформу, которая имеет срок от года и более.

График 1. Темпы роста, %

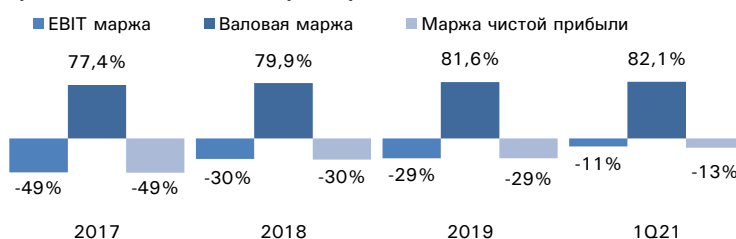


Источник: на основе данных компании

Валовая маржа выросла с 77% в 2017 году до 82,1% в первом квартале 2021 года.

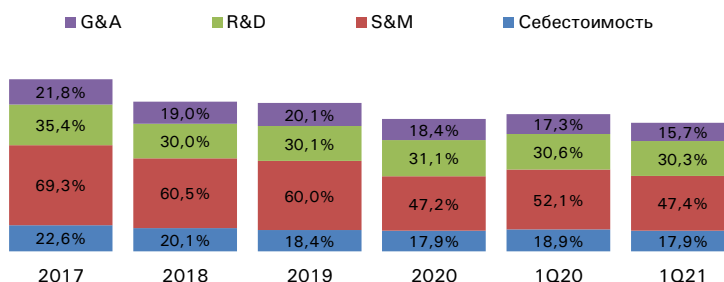
Показатели EBIT выросли с -49% в 2017 году до -15% в 2020 году и -1% в первом квартале 2021 года. Основным фактором роста маржи стало снижение расходов: себестоимости – с 22,6% в 2017 году до 17,9% в 2020 году от выручки, S&M – с 69,3 до 47,2% в 2020 году и G&A – с 21,8 до 18,4%.

График 2. Основные индикаторы маржинальности бизнеса, %



Источник: на основе данных компании

График 3. Структура затрат компании



Источник: на основе данных компании

Оценка Procore Technologies Inc: потенциал роста свыше 32% с учетом консервативного прогноза

1. Прогноз выручки. Для построения модели мы использовали данные компании по количеству клиентов и выручки компании.

Клиентская база. В 2018 году база клиентов выросла на 41%, в 2019 году – на 40%. В 2020 году темпы роста замедлились до 20% из-за пандемии коронавируса. Всего база за период 2017–2020 гг. выросла с 4,31 тыс. до 10,166 тыс. Мы ожидаем, что темпы роста базы клиентов компании в 2021 году могут остаться на уровне 20%, сама база вырастет до 12,2 тыс. клиентов. Основной драйвер роста – это восстановление сектора строительства в мире, по данным GlobalData, темпы роста строительного сектора в 2021 году составят 5,2% против 2,7% в 2019 году. К 2030-му прогнозируемому году база компании может составить до 32,99 тыс. компаний.

ARPU на одного клиента. В 2018 году ARPU выросла на 17%, в 2019 году замедлилась до 11% и в 2020 году ускорилась до 16%. Сам ARPU вырос с \$26,04 тыс. в 2017 году до \$39,38 тыс. в 2020 году. Мы ожидаем, что темпы роста ARPU замедлятся с 16% в 2020 году до 6% к 2030-му прогнозируемому году. Сам ARPU компании вырастет с \$39,38 тыс. в 2020 году до \$96,8 тыс. к 2030-му прогнозируемому году.

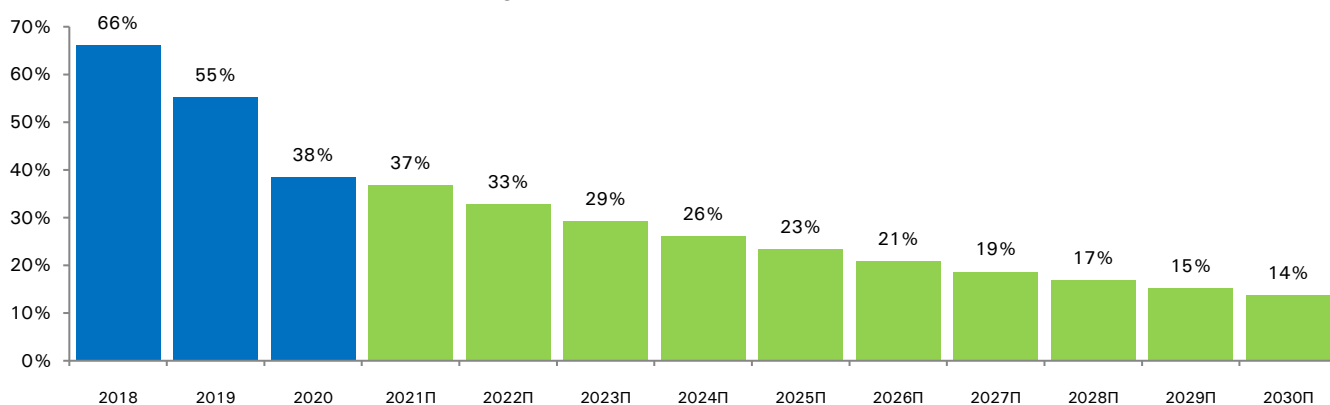
С учетом всех вводных данных мы заложили замедление темпов роста с 38% в 2020 году до 14% в 2030-му прогнозируемому году. Общая выручка компании вырастет с \$400 млн в 2020 году до \$3,193 млрд к 2030-му прогнозируемому году.

Иллюстрация 3. Модель выручки Procore Technologies Inc

Модель выручки из целевого рынка	2017	2018	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Клиентская база, тыс	4,310	6,095	8,506	10,166	12,20	14,37	16,65	18,99	21,38	23,77	26,13	28,46	30,76	32,99
Темпы роста, %		41%	40%	20%	20%	18%	16%	14%	13%	11%	10%	9%	8%	7%
ARPU на 1 клиента, тыс USD	26,04	30,58	34,00	39,38	44,9	50,5	56,4	62,3	68,2	74,1	80,0	85,7	91,4	96,8
Темпы роста, %		17%	11%	16%	14%	13%	12%	10%	10%	9%	8%	7%	7%	6%
Всего выручки, млн USD	112	186	289	400	547	726	938	1183	1458	1762	2090	2441	2810	3193
Темпы роста, %		66%	55%	38%	37%	33%	29%	26%	23%	21%	19%	17%	15%	14%

Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

График 4. Прогноз темпов роста Procore Technologies Inc

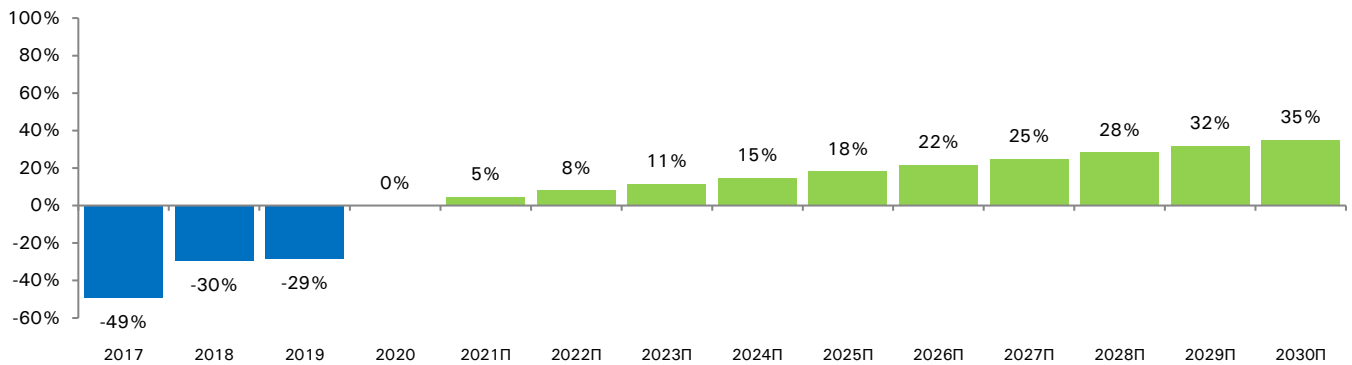


Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений в 35%.

В 2020 году показатели EBIT-маржи были равны -15%, после корректировок маржа составила 0,2%. Мы сделали консервативный прогноз маржи и приравняли к среднеотраслевым значениям в 35%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 10,5% до среднеотраслевых 3%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$912 млн.

График 5. Прогноз EBIT-маржи



Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

3. Предположения для зрелого периода. В зрелом возрасте мы заложили 3% роста. ROIC в зрелом периоде мы консервативно приравняли к затратам на капитал в 5,6%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 53% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (\$1,602 млрд) и зрелого (\$8,692 млрд) периодов, составит \$10,485 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды в \$54 млн, наличность на счетах в \$413 млн, поступления от IPO в \$592 млн и стоимость опционов в \$442 млн, собственный капитал Procore Technologies можно оценить в \$10,994 млрд.

Учитывая 128,13 млн акций после IPO, целевая цена на одну акцию равна \$85,8. Потенциал к верхней границе IPO в \$65 составляет 32%.

Иллюстрация 4. Модель оценки Procore Technologies Inc методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2017	2018	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	зрелый
<i>темпа роста выручки, %</i>		66%	55%	38%	37%	33%	29%	26%	23%	21%	19%	17%	15%	14%	3,0%
(+) Выручка	112	186	289	400	547	726	938	1 183	1 458	1 762	2 090	2 441	2 810	3 193	2 894
(x) Операционная маржа	-49%	-30%	-29%	0%	5%	8%	11%	15%	18%	22%	25%	28%	32%	35%	35%
(=) EBIT	-55	-55	-83	1	26	59	107	175	266	380	522	692	892	1 120	1 027
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	0	0	0	5	12	21	35	53	76	104	138	178	224	205
(=) NOPLAT	-55	-55	-83	1	21	47	86	140	212	304	418	554	713	896	822
(-) чистые реинвестиции	43	67	61	42	54	66	78	89	99	106	110	110	105	96	438
(=) FCFF		(122)	(144)	(42)	(33)	(19)	8	51	114	198	308	444	608	800	383
FCFF маржа, %		-65,7%	-49,8%	-10,4%	-6,0%	-2,6%	0,9%	4,3%	7,8%	11,3%	14,7%	18,2%	21,6%	25,0%	
(x) фактор дисконтирования					0,95x	0,91x	0,86x	0,82x	0,78x	0,74x	0,70x	0,66x	0,63x	0,60x	
PV FCF					(31)	(17)	7	42	88	146	215	294	382	476	
Терминальная стоимость															14 608
PV Терминальной стоимости															8 692
Имплицированные переменные модели				2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	
Выручка/капитал, x				2,66x	2,68x	2,69x	2,70x	2,71x	2,72x	2,75x	2,78x	2,83x	2,91x	3,01x	
Инвестированный капитал				151	204	270	347	436	535	641	751	861	967	1 062	
Чистое реинвестирование, %				7968%	261%	140%	90%	63%	46%	35%	26%	20%	15%	11%	53%
Реинвестирование к выручке, %				10,5%	9,8%	9,0%	8,3%	7,5%	6,8%	6,0%	5,3%	4,5%	3,8%	3,0%	
ROIC, %				0%	10%	17%	25%	32%	40%	47%	56%	64%	74%	84%	5,6%
Маржа NOPLAT, %				0%	4%	6%	9%	12%	15%	17%	20%	23%	25%	28%	
Расчет WACC					2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	
Безрисковая ставка					1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	
Бета послерыночная					0,86	0,88	0,89	0,90	0,92	0,93	0,95	0,96	0,97	1,00	
Премия за риск инвестирования					4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
Стоимость собственного капитала					5,1%	5,1%	5,2%	5,2%	5,3%	5,4%	5,4%	5,5%	5,5%	5,6%	
Ставка долга, до налогов					0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Ставка долга, после налогов					0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
СК/Стоимость компании					100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
Долг/Стоимость компании					0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Средневзвешенная стоимость капитала					5,1%	5,1%	5,2%	5,2%	5,3%	5,4%	5,4%	5,5%	5,5%	5,6%	
Кумулятивная стоимость капитала					1,0x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	
Оценка капитала, млн USD															
(=) Стоимость в прогнозном периоде					1 602										
(+) Стоимость в терминальном периоде															8 692
(x) Коэффициент на дату оценки															1,02x
(=) EV															10 485
(-) Долг (вкл. операционную аренду)															54
(+) Наличие															414
(+) Поступления от IPO															592
(-) Стоимость выпущенных опционов															442
(=) Оценка собственного капитала															10 994
Рыночная капитализация															8 329
Целевая цена на акцию, USD															85,8
Максимум диапазона на IPO, USD															65
Потенциал роста, %															32%

Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

Риски: экономика, госконтроль и сотрудники

Изменения в экономике. На бизнес компании могут повлиять изменения в экономике, так как в случае снижения экономики расходы на строительство также снизятся, что может повлиять на выручку компании.

Государственный контроль. Компания подвергается государственному контролю, так как на продукты и платформу компании распространяются различные ограничения в соответствии с законами США. Любые изменения в платформе могут привести к различным ограничениям для использования и продаж на международном рынке.

Конкуренция. Компания работает на конкурентном рынке, среди конкурентов можно отметить Oracle, Autodesk и Trimble.

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 подготовки 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, применимых в сфере деятельности оценки стоимости.
