

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Coursera Inc. (COUR)

 Потенциал роста: **31%**

 Целевая цена: **\$43,1**

 Диапазон размещения: **\$30–33**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | ПО

Оценка перед IPO

IPO COUR: платформа для онлайн-обучения



Выручка, 2020 (млн USD)	294
EBIT, 2020 (млн USD)	-67
Прибыль, 2020 (млн USD)	-67
Чистый долг, 2020 (млн USD)	0

P/E, 2021 (x)	—
P/S, 2021 (x)	—
EV/S, 2021 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-23

Капитализация IPO (млрд USD)	4,1
Акция после IPO (млн шт.)	130,27
Акция к размещению (млн шт.)	15,7
Объем IPO (млн USD)	495,5
Минимальная цена IPO (USD)	30
Максимальная цена IPO (USD)	33
Целевая цена (USD)	43,1
Дата IPO	30 марта

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

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

30 марта состоится IPO компании Coursera Inc. Компания занимается образовательными технологиями. Андеррайтерами размещения выступают Morgan Stanley, Goldman Sachs, Citigroup и UBS Investment Bank.

О компании. На сегодняшний день компания сотрудничает с более чем 200 ведущими мировыми университетами в 28 странах (Университет Джона Хопкинса, Мичиганский университет, UPenn, Йельский университет, Пекинский университет и другие), также по состоянию на 31 декабря 2020 году на платформе компании зарегистрировалось более 77 млн учащихся. В 2020 году через платформу компании более 4 тысяч колледжей и университетов запустили бесплатные программы обучения, также более 300 правительственных агентств использовали Coursera for Government для повышения квалификации и переподготовки своих государственных служащих. Помимо университетов у компании есть более 50 отраслевых партнеров – AWS, Autodesk, DeepLearning.AI Corp, Goldman Sachs Foundation, Google, International Business Machines Corporation, LearnQuest, SAS Institute Inc и Unity Technologies ApS. Всего за свою историю компания привлекла \$443,1 млн. Среди акционеров числятся New Enterprise Associates 13, G Squared, KPCB Holdings и Future Fund Investment Company.

Продукты компании. Платформа Coursera представляет широкий спектр обучающих программ – от двухчасового управляемого проекта за \$9,99 по созданию веб-сайта до получения степени магистра общественного здравоохранения Мичиганского университета за \$45 тысяч. Также компания предлагает модульное обучение, например, курс цифрового маркетинга Университета Иллинойса может засчитываться в качестве кредита для специализации по цифровому маркетингу, который может идти в зачет двухлетнего MBA, полученного на Coursera. Coursera предлагает свои услуги частным лицам (подписка к более чем 3 тысячам курсов, компания анонсировала данный продукт в феврале 2020 года, и на 31 декабря 2020 года данный продукт приобрели 50 тысяч человек. Услуги для компаний, академических и правительственных учреждений.

Финансовые показатели. Темпы роста выручки в 2018 году составили 26%, в 2019 году темпы роста составили 13%, и в 2020 году темпы роста ускорились до 59%. EBIT-маржа составила -26% в 2019 году и -23% в 2020 году. Главные драйверы снижения расходов и роста маржи – снижение расходов на себестоимость с 49% от выручки в 2019 году до 47% в 2020 году, R&D – с 31 до 26% и S&M – с 16 до 13%.

Апсайд в 31% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$5,718 млрд при целевой цене \$43,1 на одну простую акцию с потенциалом роста 31%.

Coursera Inc.: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2019	2020	Балансовый отчет, млн USD	2019	2020
Выручка	184	294	Наличность	56	80
Себестоимость	90	139	ЦБ	117	205
Валовая выручка	95	155	Дебиторская задолженность	17	41
R&D	56	77	Отложенные расходы	8	14
S&M	57	107	Прочие активы	9	15
G&A	30	37	Текущие активы	207	355
EBIT	(48)	(67)	ОС	14	19
Прочие доходы/расходы	2	1	Активы в аренду	0	22
Доналоговая прибыль	(46)	(65)	НМА	8	11
Налог	1	2	Наличность с ограничением	3	3
Чистая прибыль	(47)	(67)	Прочие активы	5	9
			Активы	236	418
Рост и маржа (%)	2019	2020	Выплаты партнерам преподавателям	21	39
Темпы роста выручки	-	59%	Кредиторская задолженность	5	13
Темпы роста EBITDA	-	-	Начисленные компенсации	8	13
Темпы роста EBIT	-	-	Аренда	0	8
Темпы роста NOPLAT	-	-	Отложенный доход	39	76
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	Прочие обязательства	9	5
Валовая маржа	51%	53%	Текущие обязательства	83	154
EBITDA-маржа	-	-	Аренда	0	18
EBIT-маржа	-26%	-23%	Прочие обязательства	5	1
NOPLAT-маржа	-	-	Отложенный доход	2	5
Маржа чистой прибыли	-25%	-23%	Всего обязательств	91	177
			Конвертируемые акции	333	462
			Капитал	(187)	(222)
			Обязательства и собственный капитал	236	418
Cash Flow, млн USD	2019	2020	Поэлементный анализ ROIC	2019	2020
CFO	(21)	(15)	Маржа NOPLAT, %	0%	-
D&A	5	10	ICTO, x	-	-
CFI	(65)	(101)	AICTO, x	-	-
CapEx	(10)	(12)	ROIC, %	-	-
CFF	113	139	Себестоимость/выручка, %	-	-
Денежный поток	27	23	Операционные издержки/выручка, %	-	-
Наличность на начало года	33	60	WCTO, x	-	-
Наличность на конец года	60	82	FATO, x	-	-
Справочные данные	2019	2020	Ликвидность и структура капитала	2019	2020
Акции в обращении, млн шт.	-	-	EBIT/процентные платежи, x	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	Текущая ликвидность, x	2,49	2,31
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	Долг/общая капитализация, %	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	Долг/активы, %	-	-
EV, USD	-	-	Долг/собственные средства, x	-	-
Капитальные инвестиции, USD	10	12	Долг/IC, %	-	-
Рабочий капитал, USD	-	-	Собственные средства/активы, %	73%	68%
Реинвестиции, USD	-	-	Активы/собственный капитал, x	-	-
BV, USD	-	-	Мультипликаторы	2019	2020
Инвестированный капитал	-	-	P/B, x	-	-
EPS, USD на акцию	-	-	P/E, x	-	-
			P/S, x	-	-
			EV/EBITDA, x	-	-
			EV/S, x	-	-

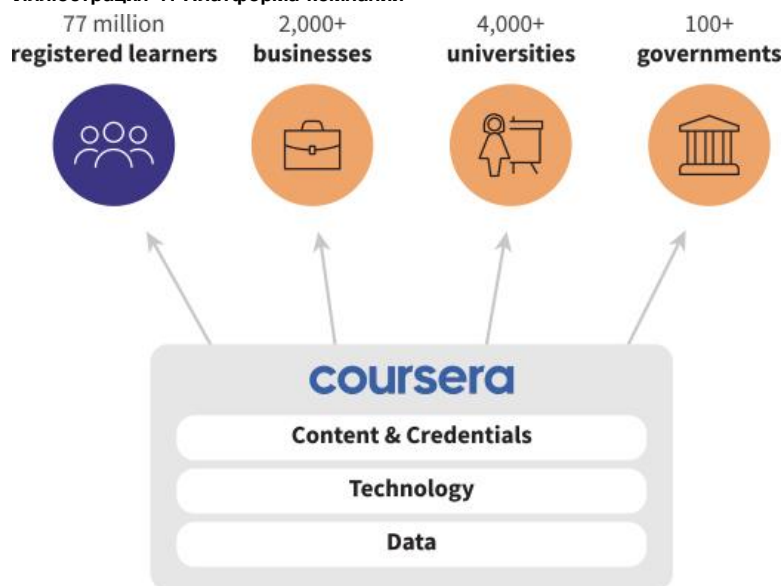
Coursera Inc.: ключевые факты

О компании. Компания занимается образовательными технологиями. На сегодняшний день компания сотрудничает с более чем 200 ведущими мировыми университетами в 28 странах (Университет Джона Хопкинса, Мичиганский университет, UPenn, Йельский университет, Пекинский университет и другие), также по состоянию на 31 декабря 2020 году на платформе компании зарегистрировалось более 77 млн учащихся.

В 2020 году через платформу компании более 4 тысяч колледжей и университетов запустили бесплатные программы обучения, также более 300 правительственных агентств использовали Coursera for Government для повышения квалификации и переподготовки своих государственных служащих.

Помимо университетов у компании есть более 50 отраслевых партнеров – AWS, Autodesk, DeepLearning.AI Corp, Goldman Sachs Foundation, Google, International Business Machines Corporation, LearnQuest, SAS Institute Inc и Unity Technologies ApS.

Иллюстрация 1. Платформа компании



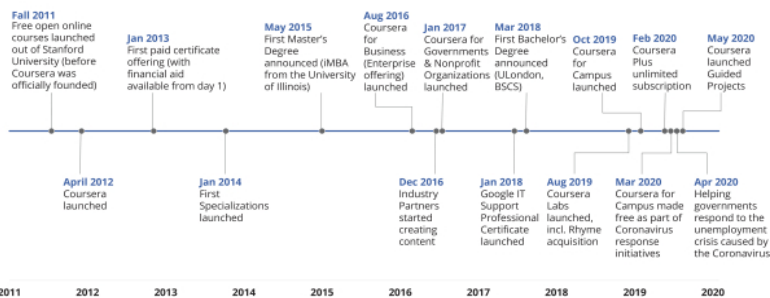
Источник: по данным компании

Всего за свою историю компания привлекла \$443,1 млн. Среди акционеров числятся New Enterprise Associates 13, G Squared, KPCB Holdings и Future Fund Investment Company.

История компании. Компания была основана в 2011 году, а платформа компании была запущена в апреле 2012 года. Компания начала с бесплатных онлайн-курсов, со временем расширилась и представила ряд учебных предложений, включая проекты, курсы, различные специализации, сертификаты и повышение степени квалификации. В 2015 году компания объявила о первой программе повышения степени квалификации, в 2016 году компания запустила корпоративное предложение, и в 2019 году был запущен Coursera for Campus (онлайн-курсы).

Иллюстрация 2. История компании

Our History



Источник: по данным компании

Продукты компании. Платформа Coursera представляет широкий спектр обучающих программ – от двухчасового управляемого проекта за \$9,99 по созданию веб-сайта до получения степени магистра общественного здравоохранения Мичиганского университета за \$45 тысяч.

Иллюстрация 3. Список обучающих программ



Источник: по данным компании

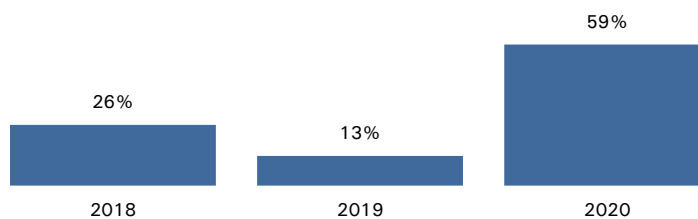
Также компания предлагает модульное обучение, например, курс цифрового маркетинга Университета Иллинойса может засчитываться в качестве кредита для специализации по цифровому маркетингу, который может идти в зачет двухлетнего MBA, полученного на Coursera. По состоянию на 31 декабря 2020 года партнеры Coursera предложили 26 степеней бакалавра и магистра для более 11 тысяч зачисленных студентов.

Coursera предлагает свои услуги частным лицам (различные курсы, также подписка к более чем 3 тысячам курсов, компания анонсировала данный продукт в феврале 2020 года, и на 31 декабря 2020 года данный продукт приобрели 50 тысяч человек.

Услуги для компаний, академических и правительственных учреждений. Данная услуга позволяет заказчикам создавать курсы, которые предназначены только для учащихся или сотрудников учреждений.

Финансовые показатели компании. Темпы роста выручки в 2018 году составили 26%, в 2019 году темпы роста составили 13%, и в 2020 году темпы роста ускорились до 59%.

График 1. Темпы роста выручки



Источник: по данным компании

ЕБИТ-маржа составила -26% в 2019 году и -23% в 2020 году. Главные драйверы снижения расходов и роста маржи – снижение расходов на себестоимость с 49% от выручки в 2019 году до 47% в 2020 году, R&D – с 31 до 26% и S&M – с 16% в 2019 году до 13% в 2020 году.

График 2. ЕБИТ-маржа



Источник: по данным компании

Потенциальный рынок и конкуренция. По данным HolonIQ, мировой рынок высшего образования в 2019 году составил \$2,2 трлн, рынок онлайн-обучения – \$36 млрд. HolonIQ прогнозирует рост рынка онлайн-обучения с \$36 млрд в 2019 году до \$74 млрд к 2025 году.

Оценка Coursera Inc.: потенциал свыше 31% с учетом вводных данных и консервативного прогноза

1. Прогноз выручки. Для построения модели мы использовали данные по выручке от потребителей, корпоративную выручку и выручку от дипломов.

Выручка от потребителей. Темпы роста выручки от потребителей в 2018 году составили 26%, в 2019 году 13% и в 2021 году ускорились до 59%. Ускорение выручки было на фоне увеличения численности учащихся с 46,4 млн до 76,6 млн. Мы ожидаем, что в 2020 году темпы роста замедлятся до 50% с дальнейшим замедлением до 11% к 2030 году. Выручка от потребителей вырастет с \$192,9 млн в 2020 году до \$1,872 млрд к 2030-му прогнозируемому году.

Корпоративная выручка. Темпы роста корпоративной выручки в 2018 году составили 261%, в 2019 году – 80% и в 2020 году – 47%. Мы ожидаем, что в 2021 году они составят 40% с дальнейшим замедлением до 9% к 2030 году. Корпоративная выручка вырастет с \$70,8 млн в 2020 году до \$470,7 млн к 2030-му прогнозируемому году.

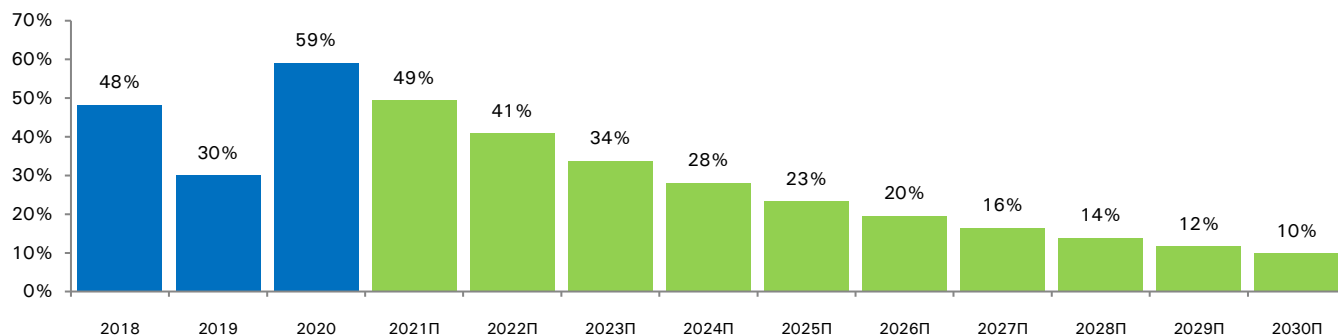
Выручка от получения дипломов. Темпы роста выручки от дипломов в 2018 году составили 191%, в 2019 году – 104% и в 2020 году – 97%. Мы ожидаем дальнейшего замедления до 68% в 2021 году и 3% к 2030-му прогнозируемому году. Выручка от получения дипломов вырастет с \$29,8 млн в 2020 году до \$191,4 млн к 2030-му прогнозируемому году.

Темпы роста общей выручки компании замедлятся с 59% в 2020 году до 49% в 2021-м прогнозируемом году, к 2030 году темпы роста выручки прогнозируются на уровне 10%. Выручка вырастет с \$294 млн в 2020 году до \$2,535 млрд к 2030-му прогнозируемому году.

Иллюстрация 4. Прогноз выручки Coursera Inc.

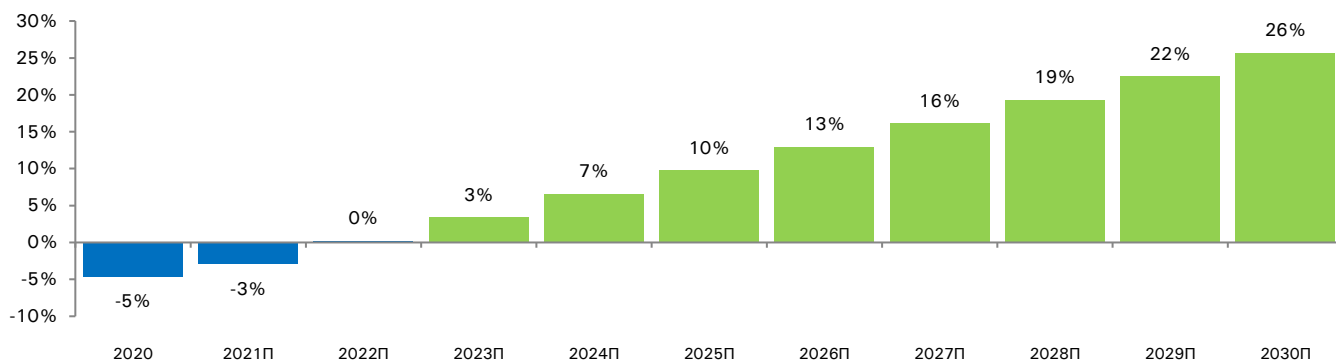
Модель выручки из целевого рынка	2017	2018	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Выручка от потребителей, млн USD	85,7	107,6	121,0	192,9	289,5	411,8	558,3	725,9	909,5	1103,4	1301,8	1499,0	1690,5	1872,6
Темпы роста, %		26%	13%	59%	50%	42%	36%	30%	25%	21%	18%	15%	13%	11%
Корпоративная выручка, USD	7,4	26,8	48,3	70,8	98,9	132,2	170,1	211,5	255,3	300,2	345,2	389,0	431,1	470,7
Темпы роста, %		261%	80%	47%	40%	34%	29%	24%	21%	18%	15%	13%	11%	9%
Выручка от получения дипломов, USD	2,5	7,4	15,1	29,8	50,1	73,8	98,4	121,3	141,1	157,2	169,7	179,2	186,3	191,4
Темпы роста, %		191%	104%	97%	68%	48%	33%	23%	16%	11%	8%	6%	4%	3%
Всего выручка, млн USD	96	142	184	294	438	618	827	1 059	1 306	1 561	1 817	2 067	2 308	2 535
Темпы роста, %		48%	30%	59%	49%	41%	34%	28%	23%	20%	16%	14%	12%	10%

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

График 3. Прогноз темпов роста Coursera Inc.


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

2. Консервативный прогноз маржи. В 2020 году показатели EBIT-маржи были равны -23%, после амортизации показатели маржи составили -4,6%. Мы сделали консервативный прогноз маржи и приравнили к среднеотраслевым значениям в 26%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 17,4% до среднеотраслевых 4%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$1,192 млрд.

График 4. 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 приравнили к затратам на капитал в 6,3%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 48% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (\$292 млн) и зрелого (\$5,073 млрд) периодов, составит \$5,439 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды в \$20 млн, наличность на счетах в \$285 млн, поступления от IPO в \$462 млн и стоимость опционов в \$447 млн, собственный капитал Coursera Inc. можно оценить в \$5,719 млрд.

Учитывая 130,27 млн акций после IPO, целевая цена на одну акцию равна \$43,1. Потенциал к верхней границе IPO в \$33 составляет 31%.

Компания на IPO разместит 14,664 млн акций, акционеры компании продадут на IPO 1,065 млн акций.

Иллюстрация 5. Модель оценки Coursera Inc. методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	зрелый
темпы роста выручки, %		59%	49%	41%	34%	28%	23%	20%	16%	14%	12%	10%	3,0%
(+) Выручка	184	294	438	618	827	1 059	1 306	1 561	1 817	2 067	2 308	2 535	2 611
(х) Операционная маржа	-26%	-5%	-3%	0%	3%	7%	10%	13%	16%	19%	22%	26%	26%
(=) EBIT	-48	-14	-13	1	28	70	128	202	293	399	519	650	679
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	0	0	0	6	14	26	40	59	80	104	130	136
(=) NOPLAT	-48	-14	-13	1	23	56	102	162	234	319	415	520	543
(-) чистые реинвестиции	61	51	70	91	110	127	139	146	145	138	123	101	259
(=) FCFF	(109)	(65)	(83)	(89)	(88)	(71)	(37)	16	89	181	292	419	284
FCFF-маржа, %		-22,0%	-19,0%	-14,5%	-10,6%	-6,7%	-2,9%	1,0%	4,9%	8,8%	12,6%	16,5%	
(х) фактор дисконтирования		0,94x	0,94x	0,89x	0,84x	0,79x	0,75x	0,70x	0,66x	0,62x	0,59x		
PV FCF			(79)	(84)	(78)	(60)	(30)	12	62	120	182	246	
Терминальная стоимость													8 647
PV Терминальной стоимости													5 073
Имплицитные переменные модели		2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	
Выручка/капитал, x		3,68x	2,92x	2,57x	2,35x	2,21x	2,11x	2,04x	2,00x	1,97x	1,97x	2,21x	
Инвестированный капитал		80	150	241	351	478	618	764	909	1 047	1 170	1 148	
Чистое реинвестирование, %		-374%	-543%	6358%	489%	228%	137%	90%	62%	43%	30%	19%	48%
Реинвестирование к выручке, %		17,4%	16,0%	14,7%	13,3%	12,0%	10,7%	9,3%	8,0%	6,7%	5,3%	4,0%	
ROIC, %		-17%	-9%	1%	6%	12%	17%	21%	26%	30%	35%	45%	6,3%
Маржа NOPLAT, %		-5%	-3%	0%	3%	5%	8%	10%	13%	15%	18%	21%	
Расчет WACC		2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П		
Безрисковая ставка		1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	
Бета послерыноговая		0,92	0,93	0,94	0,95	0,95	0,96	0,97	0,98	0,98	0,98	1,00	
Премия за риск инвестирования		4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	
Стоимость собственного капитала		5,9%	6,0%	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%	6,2%	6,2%	6,2%	6,3%		
Ставка долга, до налогов		0,0%	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%	0,0%	
СК/Стоимость компании		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
Долг/Стоимость компании		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Средневзвешенная стоимость капитала		5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%	6,2%	6,2%	6,3%		
Кумулятивная стоимость капитала		0,9x	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													292
(+) Стоимость в терминальном периоде													5 073
(х) Коэффициент на дату оценки													1,01x
(=) EV													5 439
(-) Долг (вкл. операционную аренду)													20
(+) Наличность													285
(+) Поступления от IPO													462
(-) Стоимость выпущенных опционов													448
(=) Оценка собственного капитала													5 718
Рыночная капитализация													4 299
Целевая цена на акцию, USD													43,1
Максимум диапазона на IPO, USD													33
Потенциал роста, %													31%

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

Риски: партнеры, учащиеся и конкуренция

Партнерские отношения. Если компания не сможет расширить или сохранить партнерские отношения с университетами и отраслевыми партнерами, то это способно повлиять на дальнейший рост компании.

Привлечение новых учащихся. Если компания не сможет привлекать новых учащихся или удерживать старых, то это способно повлиять на будущий рост компании.

Конкуренция. Компания сталкивается с конкуренцией в лице edX Inc, FutureLearn Limited, Udemy, Inc, 2U, Eruditus Learning Solutions Pte, Noodle Partners, upGrad Education Private Limited и других.

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.
