

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

DoubleVerify Holdings (DV)

 Потенциал роста: **31%**

 Целевая цена: **\$35,4**

 Диапазон размещения: **\$24–27**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Обработка данных

Оценка перед IPO

IPO DV: повышение эффективности онлайн-рекламы



Выручка, 2020 (млн USD)	244
EBIT, 2020 (млн USD)	21
Прибыль, 2020 (млн USD)	20
Чистый долг, 2020 (млн USD)	0

P/E, 2021 (x)	—
P/S, 2021 (x)	—
EV/S, 2021 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	9

Капитализация IPO (млрд USD)	3,9
Акции после IPO (млн шт.)	155,39
Акции к размещению (млн шт.)	13,3
Объем IPO (млн USD)	340
Минимальная цена IPO (USD)	24
Максимальная цена IPO (USD)	27
Целевая цена (USD)	35,4
Дата IPO	20 апреля

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

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

20 апреля состоится IPO компании DoubleVerify Holdings. Компания разработала платформу, которая предоставляет аналитику цифровой рекламы. Андеррайтерами размещения выступают Goldman Sachs, J.P. Morgan, Barclays, RBC Capital Markets и Truist Securities.

О компании. Компания была основана в 2008 году, и по состоянию на 31 марта 2021 года у компании было более 1000 клиентов, из них более 50 из числа 100 крупнейших рекламодателей, включая такие, как Colgate-Palmolive, Ford, Mondelez и Pfizer. Ставка удержания в 2020 году составила 123%, средняя продолжительность работы с крупными клиентами – более шести лет. Всего компания привлекла \$549,5 млн и сделала четыре приобретения. Среди акционеров компании числятся The Providence, Blumberg Capital и Tiger Global Management.

Технология и платформа DoubleVerify Holdings. Технология компании предоставляет аналитику данных, которая позволяет рекламодателям повысить эффективность, качество и окупаемость инвестиций в цифровую рекламу. **DV Authentic Ad** – это показатель качества цифровых медиа. Этот показатель оценивает наличие мошенничества (защита рекламодателей от мошенничества путем непрерывного отслеживания на предмет аномальной активности), безопасность бренда (оценка контента веб-страницы для предотвращения появления рядом с рекламой клиента неподходящего контента), видимость рекламы (определение видимости рекламы) и географические регионы (помощь таргетной рекламы в определенных географических регионах). Платформа компании предоставляет DV Authentic Ad клиентам в режиме реального времени для оценки эффективности рекламы. После чего клиенты используют аналитику для повышения эффективности рекламы, тем самым избегая ненужных затрат.

Потенциальный рынок и конкуренция. По данным Magna Global, в 2020 году затраты на рекламную индустрию составили \$569 млрд. По прогнозу Magna Global, расходы на цифровую рекламу (за исключением поиска) составили \$170 млрд. К 2023 году прогнозируется рост до \$225 млрд. Расходы на покупку ПО для рекламы в 2020 году составили \$51 млрд с прогнозируемым ростом до \$75 млрд к 2023 году. Среди конкурентов компания выделяет Integral Ad Science, Moat and Grapeshot (Oracle Data Cloud), White Ops и OpenSlate.

Апсайд в 31% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFE проецирует оценку собственного капитала в \$5,549 млрд при целевой цене \$35,4 на одну простую акцию с потенциалом роста 31%.

DoubleVerify Holdings: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	2020	Балансовый отчет, млн USD	2019	2020
Выручка	104	183	244	Наличность	11	33
Себестоимость	19	25	36	Дебиторская задолженность	69	95
Разработка продукта	24	32	47	Прочие активы	6	14
S&M	23	38	62	Текущие активы	85	142
G&A	15	27	53	ОС	13	18
D&A	19	22	25	Гудвилл	227	227
EBIT	5	39	21	НМА	140	122
Процентный расход	-3	-5	-5	Отложенный налог	0	0
Прочие доходы	-0	1	1	Прочие активы	1	2
Доналоговая прибыль	2	35	17	Активы	466	511
Налог	-1	12	-3	Кредиторская задолженность	1	3
Чистая прибыль	3	23	20	Начисленные расходы	16	25
				Налог	8	1
				Долг	0	0
				Аренда	1	2
				Условное вознаграждение	2	1
				Прочие обязательства	3	1
				Текущие обязательства	32	34
				Долг	73	22
				Аренда	4	3
				Налог	37	31
				Прочие обязательства	2	3
				Условное вознаграждение	1	0
				Всего обязательств	148	95
				Конвертируемые акции	0	0
				Капитал	318	417
				Обязательства и собственный капитал	466	511
Рост и маржа (%)	2018	2019	2020	Поэлементный анализ ROIC	2019	2020
Темпы роста выручки	-	75	34	Маржа NOPLAT, %	-	-
Темпы роста EBITDA	-	-	-	ICTO, x	-	-
Темпы роста EBIT	-	-	-	AICTO, x	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	ROIC, %	-	-
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	Себестоимость/выручка, %	-	-
Валовая маржа	23	17	19	Операционные издержки/выручка, %	-	-
EBITDA-маржа	-	-	-	WCTO, x	-	-
EBIT-маржа	5	21	9	FATO, x	-	-
NOPLAT-маржа	-	-	-			
Маржа чистой прибыли	3	13	8			
				Ликвидность и структура капитала	2019	2020
Cash Flow, млн USD	2018	2019	2020	EBIT/процентные платежи, x	-	-
CFO	12	29	21	Текущая ликвидность, x	2,66	4,17
D&A	19	22	25	Долг/общая капитализация, %	-	-
				Долг/активы, %	16	4
CFI	(13)	(63)	(10)	Долг/собственные средства, x	6,66	0,66
CapEx	(2)	(6)	(10)	Долг/IC, %	-	-
				Собственные средства/активы, %	2	7
CFF	23	15	10	Активы/собственный капитал, x	1,47	1,23
Денежный поток	22	(19)	22	Мультипликаторы	2019	2020
Наличность на начало года	8	30	11	P/B, x	-	-
Наличность на конец года	30	11	33	P/E, x	-	-
				P/S, x	-	-
				EV/EBITDA, x	-	-
				EV/S, x	-	-
Справочные данные	2018	2019	2020			
Акции в обращении, млн шт.	-	-	-			
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-			
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-			
Рыночная капитализация, USD	-	-	-			
EV, USD	-	-	-			
Капитальные инвестиции, USD	2	6	10			
Рабочий капитал, USD	-	-	-			
Реинвестиции, USD	-	-	-			
BV, USD	-	-	-			
Инвестированный капитал	-	-	-			
EPS, USD на акцию	-	-	-			

DoubleVerify Holdings: ключевые факты

О компании. DoubleVerify Holdings разработала платформу, которая предоставляет аналитику цифровой рекламы.

Компания была основана в 2008 году, и на сегодняшний у нее более 1000 клиентов во всех отраслях.

Всего компания привлекла \$549,5 млн и сделала четыре приобретения. Среди акционеров компании числятся The Providence, Blumberg Capital и Tiger Global Management.

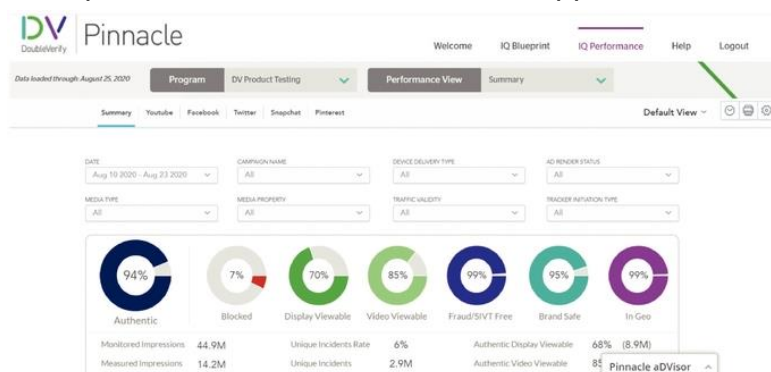
Технология и платформа DoubleVerify Holdings. Технология компании предоставляет аналитику данных, которая позволяет рекламодателям повысить эффективность, качество и окупаемость инвестиций в цифровую рекламу.

DV Authentic Ad – это показатель качества цифровых медиа. Этот показатель оценивает наличие мошенничества (защита рекламодателей от мошенничества путем непрерывного отслеживания на предмет аномальной активности), безопасность бренда (оценка контента веб-страницы для предотвращения появления рядом с рекламой клиента неподходящего контента), видимость рекламы (определение видимости рекламы) и географические регионы (помощь таргетной рекламы в определенных географических регионах).

Платформа компании предоставляет DV Authentic Ad клиентам в режиме реального времени для оценки эффективности рекламы. После чего клиенты используют аналитику для повышения эффективности рекламы, тем самым избегая ненужных затрат.

DV Pinnacle позволяет клиентам компании настраивать и развертывать элементы управления для своего медиаплана, также отслеживать показатели эффективности компании по каналам, форматам и устройствам.

Иллюстрация 1. DV Pinnacle – пользовательский интерфейс



Источник: по данным компании

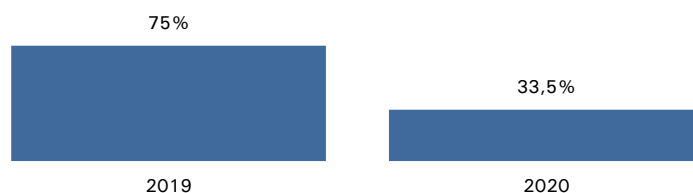
Сама платформа интегрирована во всю экосистему цифровой рекламы, включая программные платформы и каналы социальных сетей. Среди интеграций можно отметить Amazon, Google, Trade Desk, Verizon Media Group, AppNexus, MediaMath, Adobe, SpotX, InMobi, Amobee, Teads, MoPub (Twitter), Tremor, Facebook, Instagram, YouTube, Twitter, Snapchat, Pinterest, Roku, Nielsen и MediaOcean Prisma.

История компании.

- 2008 год – основание компании в Израиле.
- 2010 год – запуск первого решения по безопасности бренда, также было открытие головного офиса в Нью-Йорке.
- 2011 год – запуск решения для таргетинга.
- 2012 год – запуск решения для определения видимости рекламы.
- 2014 год – запуск решения по борьбе с мошенничеством.
- 2015 год – интеграция с партнерами, включая The Trade Desk и Google.
- 2017 год – объявлено о партнерстве с социальными платформами Facebook, Snap и YouTube.
- 2018 год – начало партнерства с Twitter, открытие международных офисов в Европе, на Ближнем Востоке, в Африке, Бразилии и Азиатско-Тихоокеанском регионе.
- 2019 год – приобретение Zentrack и Ad-Juster.
- 2020 год – начало партнерства с Pinterest.

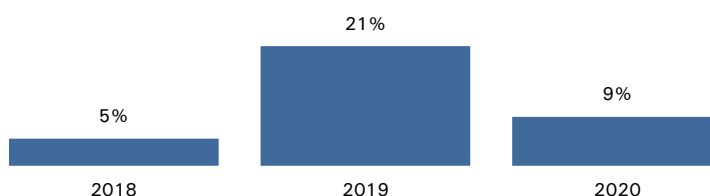
Клиенты компании. По состоянию на 31 марта 2021 года у компании было более 1000 клиентов, из них более 50 из числа 100 крупнейших рекламодателей, среди которых Colgate-Palmolive, Ford, Mondelez и Pfizer. Ставка удержания в 2020 году составила 123%, средняя продолжительность работы с крупными клиентами – более шести лет.

Финансовые показатели компании. Темпы роста выручки в 2019 году составили 75%, в 2020 году темпы роста составили 33,5%.

График 1. Темпы роста выручки

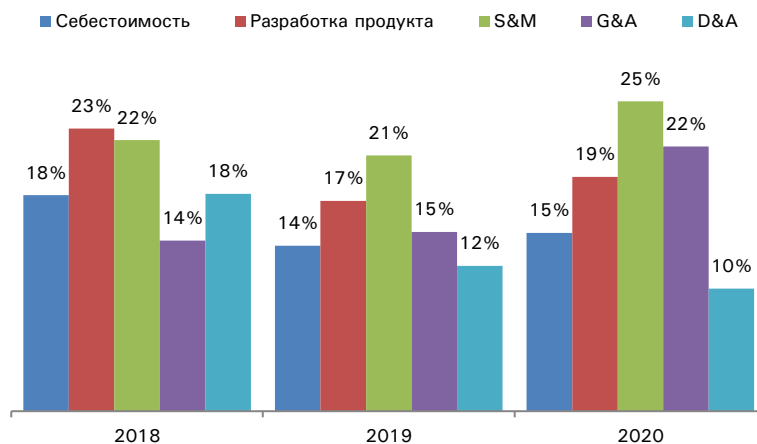
Источник: по данным компании

ЕБИТ-маржа составила 5% в 2018 году, 21% в 2019 году и 9% в 2020 году.

График 2. ЕБИТ-маржа

Источник: по данным компании

График 3. Расходы от выручки по годам



Источник: по данным компании

Потенциальный рынок и конкуренция. По данным Magna Global, в 2020 году затраты на рекламную индустрию составили \$569 млрд.

По прогнозу Magna Global, расходы на цифровую рекламу (за исключением поиска) составили \$170 млрд. К 2023 году прогнозируется рост до \$225 млрд.

Расходы на покупку ПО для рекламы в 2020 году составили \$51 млрд с прогнозируемым ростом до \$75 млрд к 2023 году.

Среди конкурентов компания выделяет Integral Ad Science, Moat and Grapeshot (Oracle Data Cloud), White Ops и OpenSlate.

Оценка DoubleVerify Holdings: потенциал свыше 31% с учетом большого рынка в \$569 млрд и текущих показателей компании

1. Прогноз выручки. Для построения модели мы использовали данные по выручке от продажи услуг через цифровые ресурсы, через программные платформы и продажу аналитики данных.

Выручка от услуг, купленных через цифровые ресурсы. В 2019 году темпы роста выручки составили 40%, в 2020 году темпы роста были на уровне 26%. Мы ожидаем, что в 2021 году темпы роста составят 23% с дальнейшим снижением до 9% к 2030-му прогнозируемому году. Выручка вырастет с \$106,4 млн до \$434,5 млн.

Выручка от услуг, купленных через программные платформы. В 2019 году темпы роста составили 126%, в 2020 году темпы роста замедлились до 39%. В 2021 году мы ожидаем дальнейшее замедление темпов роста до 34% и до 11% к 2030-му прогнозируемому году. Выручка вырастет с \$116,1 млн в 2020 году до \$747 млн к 2030-му прогнозируемому году.

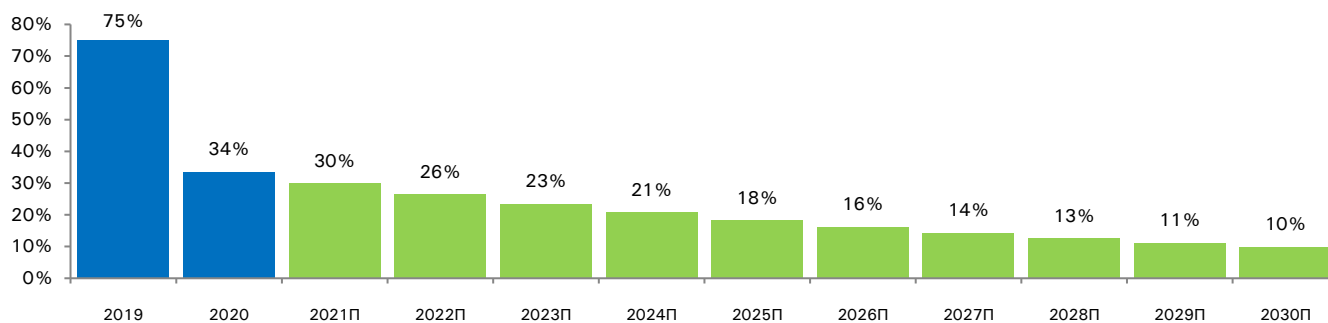
Выручка от аналитики данных. Компания предоставляет аналитику данных для проверки качества рекламных ресурсов, для улучшения таргетинга и облегчения покупки цифровой рекламы. Темпы роста выручки в 2019 году составили 102%, в 2020 году – 45%. Мы ожидаем рост выручки с \$21,4 млн в 2020 году до \$104,7 млн к 2030-му прогнозируемому году, темпы роста выручки снизятся с 45 до 6%.

Темпы роста общей выручки компании замедлятся с 34% в 2020 году до 30% в 2021-м прогнозируемом году, к 2030 году темпы роста выручки прогнозируются на уровне 10%. Выручка вырастет с \$244 млн в 2020 году до \$1,286 млрд к 2030-му прогнозируемому году. Основной драйвер роста выручки – это долгосрочные отношения с крупными клиентами (средний контракт шесть-семь лет). Для 25 крупнейших клиентов средний контракт составляет семь лет.

Иллюстрация 2. Прогноз выручки DoubleVerify Holdings

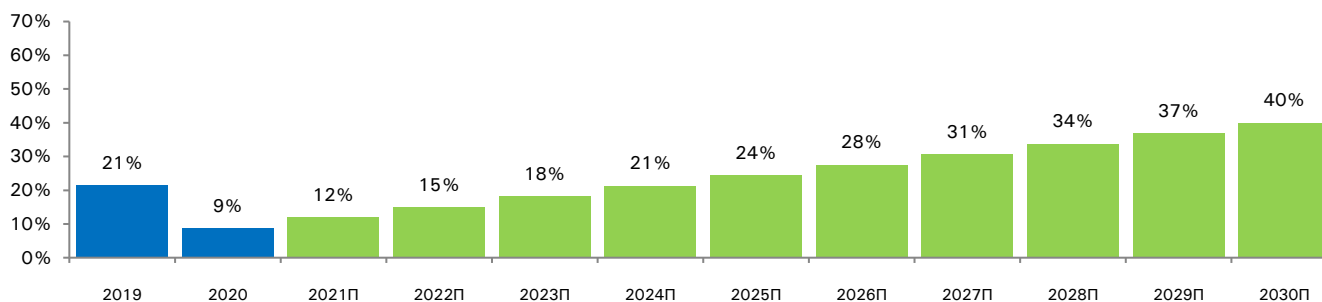
Модель выручки из целевого рынка	2018	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Выручка от услуг, купленной через цифровые ресурсы, млн USD	60,1	84,4	106,4	131,4	159,0	189,1	221,3	255,2	290,3	326,2	362,4	398,7	434,5
Темпы роста, %		40%	26%	23%	21%	19%	17%	15%	14%	12%	11%	10%	9%
Выручка от услуг, купленной через программные платформы, USD	36,9	83,5	116,1	156,1	203,3	257,5	317,9	383,5	453,1	525,5	599,4	673,6	747,0
Темпы роста, %		126%	39%	34%	30%	27%	23%	21%	18%	16%	14%	12%	11%
Выручка от аналитики данных, млн USD	7,3	14,8	21,4	29,2	38,0	47,4	57,0	66,5	75,6	84,0	91,7	98,6	104,7
Темпы роста, %		102%	45%	37%	30%	25%	20%	17%	14%	11%	9%	8%	6%
Всего выручка, млн USD	104	183	244	317	400	494	596	705	819	936	1 054	1 171	1 286
Темпы роста, %		75%	34%	30%	26%	23%	21%	18%	16%	14%	13%	11%	10%

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

График 4. Прогноз темпов роста DoubleVerify Holdings


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

2. Прогноз маржи. В 2020 году показатели EBIT-маржи были равны 9%. С учетом показателей маржи за 2019 год и роста расходов в 2020 году (некоторые расходы несли единовременный характер) мы ожидаем, что маржа компании выйдет на уровень 2019 года в 2024-м прогнозном году, также, учитывая зрелость компании, к 2030-му прогнозному году маржа может составить до 40%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 8% до среднеотраслевых 3%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$364 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 приравнивали к затратам на капитал в 5,7%. 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 (\$960 млн) и зрелого (\$4,252 млрд) периодов, составит \$5,325 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга в \$29 млн, наличность на счетах в \$33 млн и поступления от IPO в \$220 млн, собственный капитал DoubleVerify Holdings можно оценить в \$5,549 млрд.

Учитывая 155,39 млн акций после IPO, целевая цена на одну акцию равна \$35,4. Потенциал к верхней границе IPO в \$27 составляет 31%.

Компания на IPO разместит 8,627 млн акций, акционеры компании продадут на IPO 4,705 млн акций.

Иллюстрация 3. Модель оценки DoubleVerify Holdings методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	зрелый	
темпы роста выручки, %		75%	34%	30%	26%	23%	21%	18%	16%	14%	13%	11%	10%	3,0%
(+) Выручка	104	183	244	317	400	494	596	705	819	936	1 054	1 171	1 286	1 325
(х) Операционная маржа	5%	21%	9%	12%	15%	18%	21%	24%	28%	31%	34%	37%	40%	40%
(=) EBIT	5	39	21	38	60	90	127	172	225	287	356	432	514	535
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	0	0	8	12	18	25	34	45	57	71	86	103	107
(=) NOPLAT	5	39	21	30	48	72	101	138	180	229	284	345	412	428
(-) Чистые реинвестиции	9	68	20	24	28	32	36	39	41	42	42	41	39	225
(=) FCFF	(4)	(29)	2	6	20	39	65	99	139	187	242	304	373	203
FCFF-маржа, %		0,7%	2,0%	5,0%	8,0%	11,0%	14,0%	17,0%	20,0%	23,0%	26,0%	29,0%		
(х) фактор дисконтирования			0,93x	0,93x	0,87x	0,81x	0,76x	0,72x	0,67x	0,63x	0,60x	0,57x		
PV FCF			6	19	34	53	75	100	126	154	182	211		
Терминальная стоимость														7 514
PV Терминальной стоимости														4 252
Имплицированные переменные модели		2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П		
Выручка/капитал, х		0,81x	0,98x	1,14x	1,28x	1,42x	1,53x	1,64x	1,72x	1,80x	1,87x	2,06x		
Инвестированный капитал		300	324	352	385	421	459	501	543	585	626	624		
Чистое реинвестирование, %		92%	79%	59%	45%	35%	28%	23%	18%	15%	12%	9%	53%	
Реинвестирование к выручке, %		8,0%	7,5%	7,0%	6,5%	6,0%	5,5%	5,0%	4,5%	4,0%	3,5%	3,0%		
ROIC, %		7%	9%	14%	19%	24%	30%	36%	42%	49%	55%	66%	5,7%	
Маржа NOPLAT, %		9%	10%	12%	15%	17%	20%	22%	25%	27%	30%	32%		
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%	1,6%	
Бета послерыноговая			1,41	1,37	1,33	1,29	1,25	1,21	1,17	1,12	1,08	1,00		
Премия за риск инвестирования			4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%		
Стоимость собственного капитала			7,4%	7,2%	7,1%	6,9%	6,7%	6,6%	6,4%	6,2%	6,0%	5,7%		
Ставка долга, до налогов			5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%		
Ставка долга, после налогов			4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%		
СК/Стоимость компании			99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%		
Долг/Стоимость компании			1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		
Средневзвешенная стоимость капитала			7,4%	7,2%	7,1%	6,9%	6,7%	6,5%	6,4%	6,2%	6,0%	5,7%		
Кумулятивная стоимость капитала			0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x		
Оценка капитала, млн USD														
(=) Стоимость в прогнозном периоде													960	
(+) Стоимость в терминальном периоде													4 252	
(х) Коэффициент на дату оценки													1,02x	
(=) EV													5 325	
(-) Долг (вкл. операционную аренду)													29	
(+) Наличность													33	
(+) Поступления от IPO													220	
(-) Стоимость выпущенных опционов													0	
(=) Оценка собственного капитала													5 549	
Рыночная капитализация													4 196	
Целевая цена на акцию, USD													35,4	
Максимум диапазона на IPO, USD													27	
Потенциал роста, %													31%	

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

Риски: персонал, сбой и конкуренция

Ключевой персонал. Если компания не сможет удерживать ключевой персонал или нанять дополнительный квалифицированный персонал, то это может повлиять на конкурентоспособность компании.

Системный сбой. Системный сбой, нарушения безопасности или кибератаки могут прервать работу платформы компании, что способно нанести ущерб бизнесу компании и финансовому состоянию.

Конкуренция. Компания сталкивается с конкуренцией в лице Integral Ad Science, Moat and Grapeshot (Oracle Data Cloud), White Ops и OpenSlate.

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.
