

# Duck Creek (DCT)

Оценка капитала | DCF

США | ПО

 Потенциал роста: **30%**

 Целевая цена: **\$27,3**

 Диапазон размещения: **\$19-\$21**

оценка перед IPO

## IPO DCT: SaaS-решение для страховых компаний



Duck Creek Technologies

Выручка, 3Q2020 (млн USD)	153
EBIT, 3Q2020 (млн USD)	-7
Прибыль, 3Q2020 (млн USD)	-8
Чистый долг, 3Q2020 (млн USD)	0

P/E, 2020 (x)	—
P/S, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-5

Капитализация IPO (млрд USD)	2,568
Акции после IPO (млн шт)	128,4
Акции к размещению (млн шт)	15
Объем IPO (млн USD)	300
Минимальная цена IPO (USD)	19
Максимальная цена IPO (USD)	21
Целевая цена (USD)	27,3
Дата IPO	13 августа

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

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

**13 августа состоится IPO Duck Creek Technologies — поставщика ПО основные системы для индустрии страхования. Андеррайтерами размещения выступают Goldman Sachs, J.P. Morgan, BofA Securities, Barclays и RBC Capital Markets.**

**О компании.** Компания была основана в 2000 году, а в 2011-м ее купила Accenture. В 2016 году контрольный пакет акций Duck Creek приобрела компания Arah Partners. По данным crunchbase, Duck Creek Technologies за время своего существования привлекла \$357 млн. Среди акционеров компании Arah (40,8%), Accenture (25,86%) и Kayne Anderson Rudnick Investment Management (8,45%). Клиентская база компании насчитывает более 150 клиентов по всему миру. В числе клиентов Progressive, Liberty Mutual, AIG, The Hartford, Berkshire Hathaway Specialty Insurance, GEICO и Munich Re Specialty Insurance и другие.

**Продукты компании.** Компания начала предлагать свои SaaS-решения для основных систем в сфере страхования P&C в 2013 году. В 2014 году впервые продала подписку на платформу. Duck Creek Suite — это пакет из нескольких основных продуктов, которые поддерживают жизненный цикл процесса страхования P&C. В него входят Duck Creek Policy (запуск новых продуктов), Duck Creek Billing (выставление счетов) и Duck Creek Claims (поддерживание всего жизненного цикла страхового случая). Также клиентам доступны такие сервисы, как Duck Creek Insights (аналитика), Duck Creek Rating (разработка новых тарифов), Duck Creek Industry Content (специально созданный контент для определенного направления бизнеса).

**Партнерская экосистема.** Компания поддерживает партнерские отношения с Accenture, Capgemini, Cognizant, Microsoft, Salesforce, Arity, SPLICE Software и Cape Analytics.

**Потенциальный рынок.** Компания оценивает свой адресный рынок в \$6 млрд в США и в \$15 млрд во всем мире. Среди своих конкурентов она указывает IBM, Wipro, Cognizant, Guidewire, Insurity, Majesco, Sapiens, Oracle, SAP, Pegasystems, DXC Technology, NTT Data и Tata Consultancy Services Limited.

**Апсайд в 30% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала Duck Creek в \$3,568 млрд при целевой цене обыкновенной акции \$27,3 с потенциалом роста роста 30%.**

## Duck Creek Technologies: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	9M20	Балансовый отчет, млн USD	2018	2019	9M20
<b>Выручка</b>	<b>160</b>	<b>171</b>	<b>153</b>	Наличность	14	12	19
Себестоимость	64	72	68	Дебиторская задолженность	18	25	30
<b>Валовая выручка</b>	<b>95</b>	<b>99</b>	<b>86</b>	Доход по невыставленным счетам	11	15	18
R&D	36	36	29	Прочие активы	6	6	6
S&M	34	40	34	<b>Текущие активы</b>	<b>49</b>	<b>59</b>	<b>73</b>
G&A	31	36	30	ОС	11	17	20
Компенсация	1	1	0	Гудвилл	253	272	272
<b>ЕБИТ</b>	<b>-6</b>	<b>-14</b>	<b>-7</b>	НМА	112	99	86
Прочие доходы/расходы	-1	-1	-0	Налог	1	1	1
Процентный расход	-1	-1	-0	Доход по невыставленным счетам	17	8	6
<b>Доналоговая прибыль</b>	<b>-7</b>	<b>-16</b>	<b>-8</b>	Прочие активы	7	12	18
Налог	0	1	1	Активы в аренду	0	0	20
<b>Чистая прибыль</b>	<b>-8</b>	<b>-17</b>	<b>-8</b>	<b>Активы</b>	<b>449</b>	<b>467</b>	<b>497</b>
				Кредиторская задолженность	2	1	1
				Начисленные обязательства	21	31	40
				Обязательства по выплатам	3	4	4
				Отложенный доход	16	23	24
				Аренда	0	0	4
				<b>Текущие обязательства</b>	<b>41</b>	<b>60</b>	<b>73</b>
				Обязательства по выплатам	0	6	3
				Долг	0	4	0
				Аренда	4	5	0
				Доходы будущих периодов	1	1	0
				Отсроченная аренда	0	0	22
				Прочие обязательства	1	2	2
				<b>Всего обязательства</b>	<b>47</b>	<b>78</b>	<b>100</b>
				<b>Конвертируемые акции</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
				<b>Капитал</b>	<b>402</b>	<b>389</b>	<b>397</b>
				<b>Обязательства и собственный капитал</b>	<b>449</b>	<b>467</b>	<b>497</b>
				<b>Позлементный анализ ROIC</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>9M20</b>
				Маржа NOPLAT, %	-	-	-
				ICTO, x	-	-	-
				AICTO, x	-	-	-
				ROIC, %	-	-	-
				Себестоимость/выручка, %	-	-	-
				Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
				WCTO, x	-	-	-
				FATO, x	-	-	-
				<b>Ликвидность и структура капитала</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>9M20</b>
				ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
				Текущая ликвидность, x	1,19	0,98	1,00
				Долг/общая капитализация, %	-	-	-
				Долг/активы, %	-	-	-
				Долг/собственные средства, x	-	-	-
				Долг/IC, %	-	-	-
				Собственные средства/активы, %	3%	3%	4%
				Активы/собственный капитал, x	-	-	-
				<b>Мультипликаторы</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>9M20</b>
				P/B, x	-	-	-
				P/E, x	-	-	-
				P/S, x	-	-	-
				EV/ЕБИТDA, x	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-
<b>Рост и маржа (%)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>9M20</b>				
Темпы роста выручки	2%	7%	24%				
Темпы роста ЕБИТDA	-	-	-				
Темпы роста ЕБИТ	-	-	-				
Темпы роста NOPLAT	-	-	-				
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-				
Валовая маржа	60%	58%	56%				
ЕБИТDA маржа	-	-	-				
ЕБИТ маржа	-4%	-8%	-5%				
NOPLAT маржа	-	-	-				
Маржа чистой прибыли	-5%	-10%	-6%				
<b>Cash Flow, млн USD</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>9M20</b>				
<b>CFO</b>	<b>12</b>	<b>15</b>	<b>8</b>				
D&A	20	20	15				
<b>CFI</b>	<b>(9)</b>	<b>(20)</b>	<b>(6)</b>				
CapEx	(7)	(5)	(3)				
<b>CFF</b>	<b>(1)</b>	<b>3</b>	<b>5</b>				
<b>Денежный поток</b>	<b>2</b>	<b>(2)</b>	<b>7</b>				
Наличность на начало года	12	14	12				
Наличность на конец года	14	12	19				
<b>Справочные данные</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>9M20</b>				
Акции в обращении, млн штук	-	-	-				
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-				
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-				
Рыночная капитализация, USD	-	-	-				
EV, USD	-	-	-				
Капитальные инвестиции, USD	7	5	3				
Рабочий капитал, USD	-	-	-				
Реинвестиции, USD	-	-	-				
BV, USD	-	-	-				
Инвестированный капитал	-	-	-				
EPS, USD на акцию	-	-	-				

## Duck Creek Technologies: ключевые факты

**О компании Duck Creek Technologies.** Компания является поставщиком ПО основных систем для индустрии страхования (P&C — отрасль страхования имущества и несчастных случаев). Продукт компании предназначен для повышения операционной производительности страховщиков.

Компания была основана в 2000 году, а в 2011-м ее купила Accenture. В 2016 году контрольный пакет акций Duck Creek приобрела компания Arah Partners. По данным crunchbase, Duck Creek Technologies за время своего существования привлекла \$357 млн. Среди акционеров компании Arah (40,8%), Accenture (25,86%) и Kayne Anderson Rudnick Investment Management (8,45%). Клиентская база компании насчитывает более 150 клиентов по всему миру. В числе клиентов Progressive, Liberty Mutual, AIG, The Hartford, Berkshire Hathaway Specialty Insurance, GEICO и Munich Re Specialty Insurance и другие.

**Продукты Duck Creek.** Компания начала предлагать свои SaaS-решения для основных систем в сфере страхования P&C в 2013 году, а в 2014-м продала первую подписку на свою платформу.

Иллюстрация 1. Основные функции продуктов компании



Источник: на основе данных компании

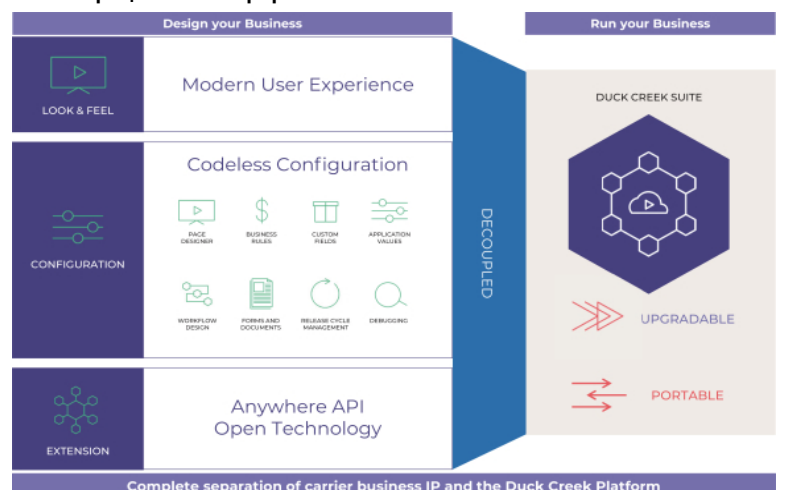
Duck Creek Suite включает несколько основных продуктов, которые поддерживают жизненный цикл процесса страхования P&C:

- Duck Creek Policy позволяет страховщикам разрабатывать и запускать новые страховые продукты и управлять всеми аспектами администрирования полиса от определения продукта до расчета стоимости.
- Duck Creek Billing поддерживает основные возможности оплаты и выставления счетов (боры, обработка комиссионных, управление выплатами) для всех типов страхования.
- Duck Creek Claims поддерживает весь жизненный цикл страхового случая.

Помимо основных продуктов компания также предлагает другие продукты:

- Duck Creek Rating – разработка новых тарифов и предоставление точных расценок в режиме реального времени.
- Duck Creek Insights – решение для страховой аналитики.
- Duck Creek Digital Engagement – продукт для цифрового взаимодействия между страховщиками, агентами, брокерами и страхователями.
- Duck Creek Distribution Management – автоматизация деятельности агентов и брокеров в каналах продаж.
- Duck Creek Reinsurance Management – автоматизация важных финансовых и административных функций при перестраховании.
- Duck Creek Industry Content – предоставление предварительно созданного контента для определенных направлений бизнеса в сфере страхования.
- 

## Иллюстрация 2. Платформа компании



Источник: на основе данных компании

**Партнерская экосистема.** Компания поддерживает партнерские отношения с Accenture, Capgemini, Cognizant, Microsoft, Salesforce, Arity, SPLICE Software и Cape Analytics.

**Бизнес-кейсы.** Berkshire Hathaway Specialty Insurance была образована

в 2013 году с целью создания крупной страховой компании. Компания стремилась запустить более 40 продуктов за 18 месяцев при минимальных затратах на IT в будущем. В 2013 году BHSI приобрела решения Duck Creek. Используя Duck Creek OnDemand в качестве единой платформы, BHSI продает более 100 продуктов в девяти направлениях бизнеса в США, а также развивается на международных рынках, присутствует в полутора десятках стран.

**Потенциальный рынок и конкуренция.** Компания оценивает свой адресный рынок в \$6 млрд в США и в \$15 млрд во всем мире.

Среди своих конкурентов компания называет IBM, Wipro, Cognizant, Guidewire, Insurity, Majesco, Sapiens, Oracle, SAP, Pegasystems, DXC Technology, NTT Data и Tata Consultancy Services Limited.

---

## Оценка Duck Creek Technologies: потенциал роста превышает 30% благодаря переходу на модель подписки

---

**1. Ускорение выручки до 31% в первом прогнозном году с дальнейшим замедлением до 13%.** Для построения модели мы использовали данные по выручке от подписки, продажи лицензии, сопровождения и от услуг.

**Выручка от подписки.** В 2019 году выручка от подписки поднялась на 32%, за девять месяцев 2020 года — на 49%. Ускорение выручки обеспечил рост продаж. Мы предполагаем, что в первом прогнозном году ускорятся до 57% за счет увеличения числа клиентов и продаж подписки на платформу. Затем к 2029 году темп роста выручки замедлится до 15%. Показатель с \$56 млн в 2019 году увеличится \$780 млн к 2029 году.

**Выручка от лицензии.** В 2019 году выручка от продажи лицензии сократилась на 34%, а за девять месяцев 2020 года — на 43%. Снижение выручки от продажи лицензии объясняется смещением фокуса в сторону продаж SaaS-решений новым клиентам. Мы предполагаем, что компания в дальнейшем полностью перейдет на модель подписки, а выручка от продажи лицензии продолжит сокращаться и с \$14 млн в 2019 году опустится до \$1 млн к 2029 прогнозируемому году.

**Выручка от сопровождения и поддержки.** В 2019 году данный показатель упал на 8%, а за девять месяцев 2020 года — на 2%. Эта динамика также объясняется переходом на модель подписки. Мы предполагаем, что в 2020 прогнозируемом году выручка сократится на 2% и в дальнейшем останется примерно на том же уровне. В результате показатель сократится с \$24 млн в 2019 году до \$23 млн в 2020-м и будет стагнировать до 2029 прогнозируемого года.

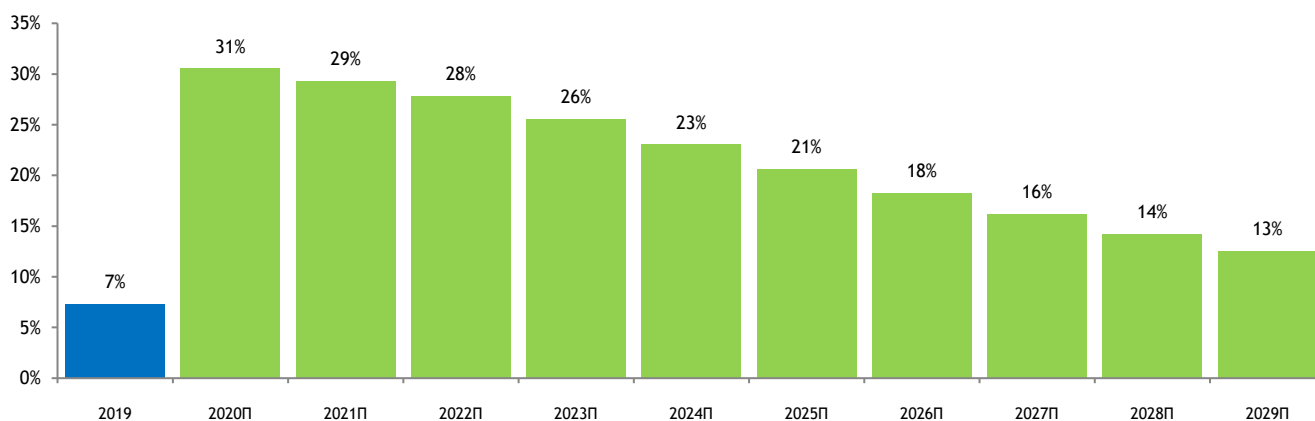
**Выручка от услуг.** В 2019 году выручка показатель увеличился на 11%, а за 9 месяцев 2020 года вырос на 27%. Ускорение роста выручки объясняется увеличением базы обслуживаемого ПО и покупками SaaS-решений новыми клиентами. Мы предполагаем, что в 2020 прогнозируемом году выручка повысится на 34%, а к 2029 прогнозируемому году поднимется на 9%. Сам показатель с \$78 млн в 2019 году увеличится до \$410 млн к 2029 прогнозируемому году.

**С учетом всех вводных данных мы заложили ускорение темпов роста с 7% в 2019 году до 31% в 2020-м с дальнейшим снижением до 13% к 2029 прогнозируемому году. Общая выручка компании вырастет со \$171 млн до \$1,215 млрд.**

**Иллюстрация 3. Модель выручки Duck Creek Technologies**

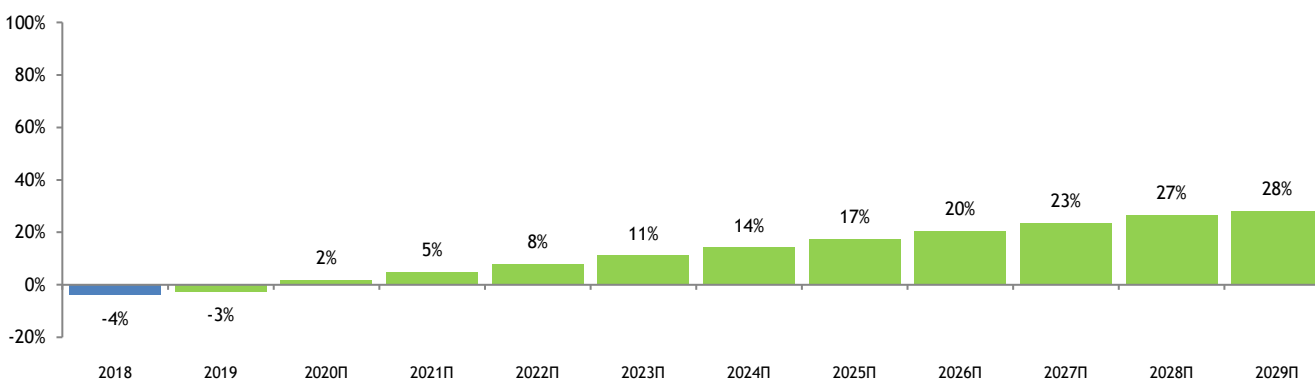
Модель выручки из целевого рынка	2017	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Выручка от подписки, млн USD	33	42	56	88	128	179	240	312	394	483	579	678	780
Темпы роста, %		27%	32%	57%	46%	40%	35%	30%	26%	23%	20%	17%	15%
Выручка от лицензий, млн USD	25	21	14	8	5	4	3	2	2	2	1	1	1
Темпы роста, %		-18%	-34%	-40%	-34%	-30%	-25%	-22%	-19%	-16%	-14%	-12%	-10%
Выручка от сопровождения и поддержки, млн USD	23	26	24	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23
Темпы роста, %		15%	-8%	-2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Выручка от профессиональных услуг, млн USD	75	70	78	104	132	164	197	233	269	306	342	377	410
Темпы роста, %		-7%	11%	34%	27%	24%	21%	18%	16%	14%	12%	10%	9%
Всего выручка, млн USD	157	160	171	224	289	370	464	571	688	814	945	1 080	1 215
Темпы роста, %			7%	31%	29%	28%	26%	23%	21%	18%	16%	14%	13%

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

**График 1. Прогноз темпов роста Duck Creek Technologies**


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

**2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений в 28%.** В 2019 году EBIT-маржа составила -8,3%, или -2,6% после корректировок. Согласно нашему консервативному прогнозу, маржа выйдет на среднеотраслевой уровень 28%. Чистые реинвестиции от выручки в течение десяти прогнозных лет вырастут с 2,9% до средних по индустрии 4% и составят \$243 млн.

**График 2. Прогноз EBIT-маржи**


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

**3. Предположения для зрелого периода.** На зрелый период развития бизнеса мы заложили рост на уровне 3% и консервативно приравняли ROIC к затратам на капитал в 5,9%. В итоге средние реинвестиции в для дальнейшего роста будут составлять 50% от NOPLAT.

**4. Финальный расчет стоимости и потенциала.** EV, или сумма стоимости прогнозного (\$397 млн) и зрелого (\$2,754 млрд) периода, составит \$3,272 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды в \$24 млн, наличность на счетах в \$19 млн и поступления от IPO в \$300 млн, собственный капитал Duck Creek Technologies можно оценить в \$3,568 млрд.

Учитывая 128,4 млн акций после IPO, целевая цена одной акции равна \$27,3. Потенциал роста к верхней границе IPO в \$21 составляет 30%.



Иллюстрация	4.	Модель	оценки	Duck	Creek	Technologies	методом	FCFF							
Модель прогнозного периода, млн USD			2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
темп роста выручки, %				7%	28%	30%	28%	26%	23%	21%	18%	16%	14%	13%	3,0%
(+ ) Выручка			160	171	220	285	365	460	567	685	812	945	1 081	1 217	1 254
(x) Операционная маржа			-4%	-3%	2%	5%	8%	11%	14%	17%	20%	23%	27%	28%	28%
(= ) EBIT			-6	-4	4	14	29	51	80	118	166	222	288	341	351
Налоговая ставка			20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT			0	0	1	3	6	10	16	24	33	44	58	68	70
(= ) NOPLAT			-6	-4	3	11	23	41	64	95	132	178	230	273	281
(-) чистые реинвестиции			24	5	7	9	12	15	20	24	30	36	42	49	142
(= ) FCFF			(30)	(9)	(3)	2	11	25	45	70	103	142	188	224	139
FCFF маржа, %				-5,5%	-1,6%	0,8%	3,1%	5,5%	7,9%	10,3%	12,6%	15,0%	17,4%	18,4%	
(x) фактор дисконтирования					0,94x	0,88x	0,83x	0,78x	0,74x	0,70x	0,66x	0,62x	0,58x	0,58x	
PV FCF					(3)	2	10	20	33	49	67	88		131	
Терминальная стоимость															4 723
PV Терминальной стоимости															2 760
<b>Имплицированные переменные модели</b>															
			2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П		
Выручка/капитал, x			1,01x	1,24x	1,54x	1,85x	2,16x	2,44x	2,67x	2,84x	2,93x	2,97x	3,28x		
Инвестированный капитал			170	177	185	197	213	232	257	286	322	364	371		
Чистое реинвестирование, %			-112%	208%	80%	51%	38%	30%	26%	22%	20%	18%	18%	50%	
Реинвестирование к выручке, %			2,9%	3,0%	3,1%	3,2%	3,3%	3,4%	3,6%	3,7%	3,8%	3,9%	4,0%		
ROIC, %			-3%	2%	6%	12%	19%	28%	37%	46%	55%	63%	74%	5,9%	
Маржа NOPLAT, %			-3%	1%	4%	6%	9%	11%	14%	16%	19%	21%	22%		
<b>Расчет WACC</b>															
			2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П			
Безрисковая ставка			0,56%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%		
Бета послерыноговая			1,08	1,07	1,06	1,05	1,05	1,04	1,03	1,02	1,02	1,00			
Премия за риск инвестирования			5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%			
Стоимость собственного капитала			6,4%	6,4%	6,3%	6,3%	6,2%	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,0%			
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			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			6,4%	6,3%	6,3%	6,2%	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,0%	5,9%			
Кумулятивная стоимость капитала			0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x			
<b>Оценка капитала, млн USD</b>															
(= ) Стоимость в прогножном периоде			396												
(+ ) Стоимость в терминальном периоде			2 760												
(x) Коэффициент на дату оценки			1,04x												
(= ) EV			3 278												
(-) Долг (вкл. операционную аренду)			24												
(+ ) Наличность			19												
(+ ) Поступления от IPO			300												
(-) Стоимость выпущенных опционов			0												
(= ) Оценка собственного капитала			3 573												
Рыночная капитализация			2 696												
Целевая цена на акцию, USD			27,3												
Максимум диапазона на IPO, USD			21												
Потенциал роста, %			30%												

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