

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Vertex (VERX)

 Потенциал роста: **34%**

 Целевая цена: **\$21,4**

 Диапазон размещения: **\$14-\$16**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | ПО

оценка перед IPO

IPO VERX: платформа для автоматизации уплаты налогов



Выручка, 1Q2020 (млн USD)	89
EBIT, 1Q2020 (млн USD)	-28
Прибыль, 1Q2020 (млн USD)	-29
Чистый долг, 1Q2020 (млн USD)	124

P/E, 2020 (x)	—
P/S, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	10

Капитализация IPO (млрд USD)	2,124
Акции после IPO (млн шт)	141,6
Акции к размещению (млн шт)	21,2
Объем IPO (млн USD)	317,3
Минимальная цена IPO (USD)	14
Максимальная цена IPO (USD)	16
Целевая цена (USD)	21,4
Дата IPO	28 июля

Динамика акций | биржа/тикер VERX/NASDAQ

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



28 июля состоится IPO компании Vertex, разработчика платформы с программным обеспечением для автоматизации уплаты налогов. Андеррайтерами размещения выступают Goldman Sachs и Morgan Stanley.

О компании. Компания начала предоставлять свои услуги в начале 1980-х годов, а первое ПО для обработки налоговых транзакций было продано в 1982 году. На сегодняшний день у компании больше 4 тысяч клиентов, в том числе более половины из списка Fortune 500, в более чем 130 странах мира.

Платформа Vertex. Платформа Vertex позволяет определять налоговые нормы, управлять налоговыми данными, документооборотом и т.д. Платформа оснащена более чем 300 млн различных налоговых правил и поддерживает соблюдение правил уплаты косвенных налогов в 19 тысячах юрисдикций по всему миру.

Платформа также имеет партнёрскую экосистему: Adobe / Magento, Coupa, Microsoft Dynamics, NetSuite, Oracle, Salesforce, SAP, SAP Ariba, Workday и Zuora.

Как работает платформа. Решение компании автоматизирует сквозные процессы косвенного налогообложения для предприятий со сложными налоговыми операциями и аудиторским риском. Платформа определяет налог, проверяет уплату налога, различные налоговые отчетности, обеспечивает управление налоговыми данными и документооборотом, также есть готовые интеграционные решения для крупного бизнеса.

Потенциальный рынок. Компания оценивает свой адресный рынок в не более \$7 млрд, при этом учитывается только рынок США. Согласно данным Reportbuyer, мировой рынок ПО для обеспечения уплаты налога с продаж к 2027 году составит \$13,13 млрд.

Апсайд в 34% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$3,103 млрд при целевой цене в \$21,4 на 1 простую акцию с потенциалом роста 34%.

Vertex: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	3M20
Выручка	272	322	89
Себестоимость	96	110	39
Валовая выручка	177	211	50
R&D	24	31	13
S&M	57	68	24
G&A	59	71	38
Амортизация	8	9	3
Обесценивание активов	33	0	0
Прочие операционные доходы/расходы	-1	1	0
ЕБИТ	-3	32	-28
Процентный доход	1	1	0
Процентный расход	-2	-2	-1
Доналоговая прибыль	-4	31	-29
Налог	2	-0	0
Чистая прибыль	-6	31	-29
Рост и маржа (%)	2018	2019	3M20
Темпы роста выручки	-	18%	20%
Темпы роста EBITDA	-	-	-
Темпы роста EBIT	-	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-
Валовая маржа	65%	66%	56%
EBITDA маржа	-	-	-
EBIT маржа	-1%	10%	-32%
NOPLAT маржа	-	-	-
Маржа чистой прибыли	-2%	10%	-33%
Cash Flow, млн USD	2018	2019	3M20
CFO	80	92	-6
D&A	25	25	7
CFI	(33)	(38)	(22)
CapEx	(21)	(20)	(4)
CFF	(31)	(31)	104
Денежный поток	16	24	76
Наличность на начало года	43	59	83
Наличность на конец года	59	83	159
Справочные данные	2018	2019	3M20
Акции в обращении, млн штук	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-
EV, USD	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	21	20	4
Рабочий капитал, USD	-	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	-
BV, USD	-	-	-
Инвестированный капитал	-	-	-
EPS, USD на акцию	-	-	-
Балансовый отчет, млн USD	2018	2019	3M20
Наличность	56	76	40
Средства клиентов	3	8	8
Дебиторская задолженность	62	70	62
Авансы	0	0	0
Прочие активы	11	11	14
Текущие активы	132	166	124
Средства, предназначенные для распределения акций	0	0	110
ОС	49	55	56
Капитализированное ПО	23	32	33
Гудвилл	0	0	20
Отложенная комиссия	9	11	11
Прочие активы	1	1	2
Активы	215	265	356
Долг	5	51	9
Кредиторская задолженность	7	11	8
Начисленные расходы	11	13	12
Распределения к оплате	11	13	0
Обязательства клиентов	3	8	8
Начисленная зарплата	13	15	13
Начисленная переменная компенсация	19	22	6
Отсроченная компенсация	6	9	7
Отложенный доход	164	192	189
Аренда	1	1	1
Текущие обязательства	239	335	254
Отсроченная компенсация	13	19	54
Отложенный доход	15	14	12
Будущее обязательство по приобретению	0	0	11
Долг	50	1	164
Прочие обязательства	11	9	9
Всего обязательства	327	377	505
Конвертируемые акции	15	17	33
Капитал	-126	-130	-181
Обязательства и собственный капитал	215	265	356
Поэлементный анализ ROIC	2018	2019	3M20
Маржа NOPLAT, %	-	-	-
ICTO, x	-	-	-
АICTO, x	-	-	-
ROIC, %	-	-	-
Себестоимость/выручка, %	-	-	-
Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
WCTO, x	-	-	-
FATO, x	-	-	-
Ликвидность и структура капитала	2018	2019	3M20
ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
Текущая ликвидность, x	0,55	0,49	0,49
Долг/общая капитализация, %	-	-	-
Долг/активы, %	23%	0%	46%
Долг/собственные средства, x	0,89	0,01	4,07
Долг/IC, %	-	-	-
Собственные средства/активы, %	26%	29%	11%
Активы/собственный капитал, x	-	-	-
Мультипликаторы	2018	2019	3M20
P/B, x	-	-	-
P/E, x	-	-	-
P/S, x	-	-	-
EV/EBITDA, x	-	-	-
EV/S, x	-	-	-

Vertex: ключевые факты

О компании Vertex. Компания Vertex предлагает программное обеспечение для автоматизации налогов. Компания начала предоставлять свои услуги в начале 1980-х годов, а первое ПО для обработки налоговых транзакций было продано в 1982 году.

На сегодняшний день у компании больше 4 тысяч клиентов, в том числе более половины из списка Fortune 500, в более чем 130 странах мира.

Иллюстрация 1. Хронология развития компании



Источник: на основе данных компании

О платформе Vertex и ее пользе. Система налогообложения довольно сложна, так как в каждой стране различные системы учета. По мере того, как компании расширяют свой бизнес в новых географических точках, они сталкиваются с проблемами косвенного налогообложения или новыми налоговыми нормами.

Платформа Vertex позволяет определять налоговые нормы, управлять налоговыми данными, документооборотом и т.д. Платформа оснащена более чем 300 млн различных налоговых правил и поддерживает соблюдение правил уплаты косвенных налогов в 19 тысячах юрисдикций по всему миру.

Платформа также имеет партнёрскую экосистему: Adobe / Magento, Coupa, Microsoft Dynamics, NetSuite, Oracle, Salesforce, SAP, SAP Ariba, Workday и Zuora.

Как работает платформа Vertex. Решение компании автоматизирует сквозные процессы косвенного налогообложения для предприятий со сложными налоговыми операциями и аудиторским риском.

Платформа определяет налог, проверяет уплату налога, различные налоговые отчетности, обеспечивает управление налоговыми данными и документооборотом, также есть готовые интеграционные решения для крупного бизнеса.

Саму платформу клиенты могут приобрести полностью (то есть все инструменты) или частично.

- **Определение налога:** решение компании в реальном времени рассчитывает косвенные налоги и соответствующие сборы за сделки купли и продажи.
- **Соответствие:** платформа позволяет автоматизировать уплату всех налогов и переводить косвенные налоги в соответствующие юрисдикции.

- **Управление налоговыми данными:** объединение данных из различных бизнес-приложений, чтобы устранить ошибки или проблемы в журналах аудита.
- **Управление документами:** платформа автоматизирует проверку, хранение и поддержку налогового аудита для налоговых льгот.
- **Отраслевые решения:** платформа предлагает ряд решений для специальных отраслей, где есть особые косвенные налоги, такие как налоги на связь или лизинг.

Иллюстрация 2. Платформа компании



Источник: на основе данных компании

Ключевые преимущества компании на рынке.

- Комплексная платформа для управления процессами косвенного налогообложения и снижения риска.
- Снижение риска провала налоговой проверки и различных затрат.
- Широкий географический охват.
- Поддержка новых бизнес-моделей.

Потенциальный рынок. Компания оценивает свой адресный рынок в не более \$7 млрд, при этом учитывается только рынок США.

Согласно данным Reportbuyer, мировой рынок ПО для обеспечения уплаты налога с продаж к 2027 году составит \$13,13 млрд.

Оценка Vertex: потенциал роста составляет свыше 34% от верхней границы размещения

1. Консервативный прогноз выручки – ускорение темпов роста в 2020 ПГ с дальнейшим замедлением. Для построения модели мы использовали такие виды выручки, как выручка от подписки и выручка от услуг.

Выручка от подписки. В 2019 году темпы роста выручки от подписки составили 17%, в 1 квартале наблюдается ускорение до 17,7%. Ускорение произошло из-за увеличения выручки за счет текущих клиентов, а также роста ставки удержания со 106% в 1 квартале 2019 года до 109% в 1 квартале 2020 года. Мы предполагаем, что в 1 прогнозном году темпы роста ускорятся до 21% за счет роста ставки удержания. Таким образом, темпы роста вырастут с 17% в 2019 году до 21% в 2020 ПГ и снизятся до 10% к 2029 ПГ. Выручка вырастет с \$276 млн в 2019 году до \$1,095 млрд к 2029 году.

Выручка от услуг. В 2019 году темпы роста составили 25%, а в 1 квартале 2020 года ускорились до 31,8% за счет роста дохода от подписки и роста числа новых клиентов. Мы предполагаем, что в 2020 ПГ выручка ускорится до 29% против 25% в 2019 году с дальнейшим замедлением до 7% к 2029 ПГ. Выручка от услуг вырастет с \$46 млн в 2019 году до \$191 млн к 2029 прогнозному году.

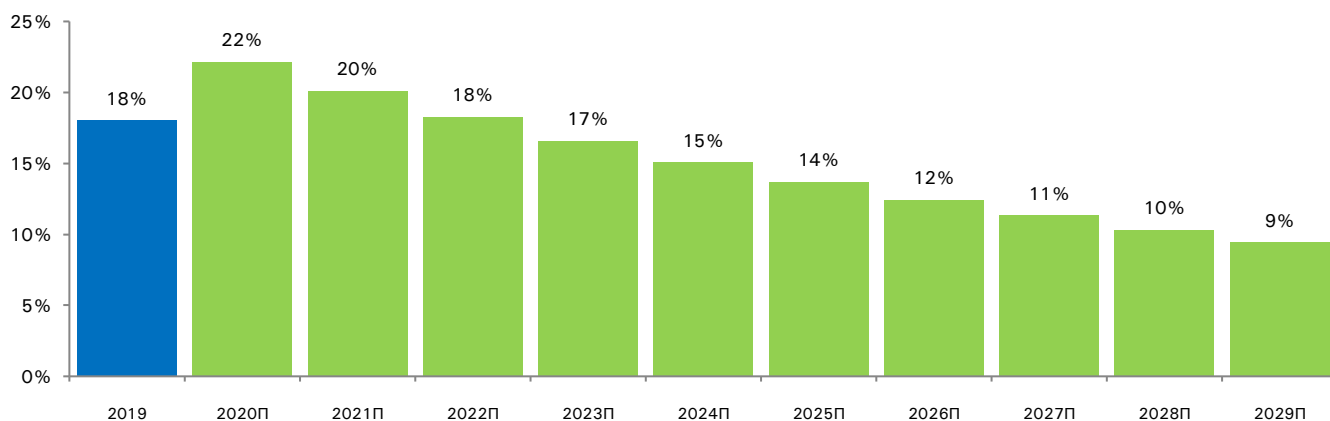
С учетом всех вводных данных мы заложили ускорение темпов роста с 18% в 2019 году до 22% к 2020 прогнозному году с дальнейшим снижением до 9% к 2029 прогнозному году, общая выручка компании вырастет с \$322 млн до \$1,286 млрд.

Иллюстрация 3. Модель выручки Vertex

Модель выручки из целевого рынка	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Выручка от подписки, млн USD	236	276	334	398	469	545	627	714	805	899	996	1095
Темпы роста, %		17%	21%	19%	18%	16%	15%	14%	13%	12%	11%	10%
Выручка от услуг, млн USD	37	46	59	74	89	105	121	137	152	166	179	191
Темпы роста, %		25%	29%	25%	21%	18%	15%	13%	11%	9%	8%	7%
Всего выручка, млн USD	272	322	393	472	558	650	748	851	957	1 065	1 175	1 286
Темпы роста, %		18%	22%	20%	18%	17%	15%	14%	12%	11%	10%	9%

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

График 1. Прогноз темпов роста Vertex

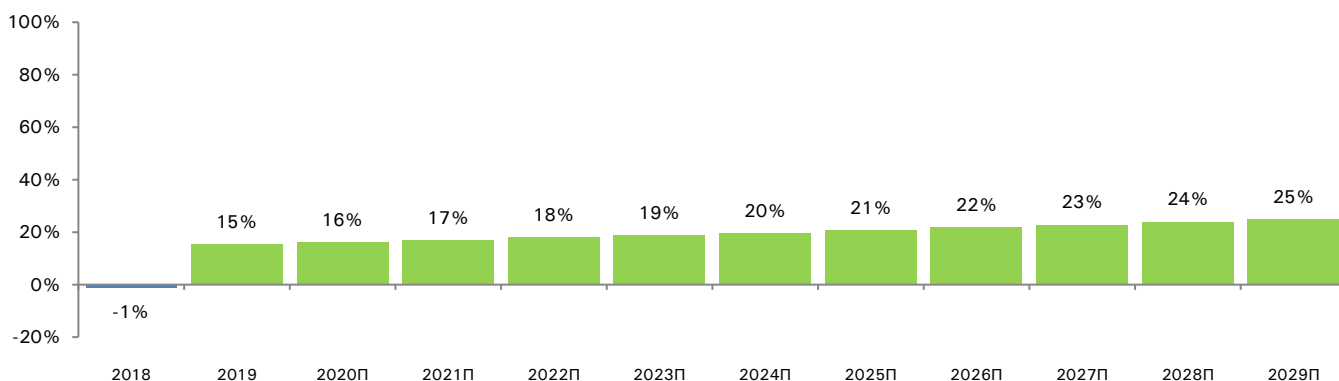


Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений в 25%.

В 2019 году показатели EBIT-маржи были равны 10%, после корректировок показатели маржи стали равны 15,5%. Мы сделали консервативный прогноз маржи и приравняли к среднеотраслевым значениям в 25%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 4,3% до среднеотраслевых в 3%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$282 млн.

График 2. 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 6,1%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 49% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (\$633 млн) и зрелого (\$2,504 млрд) периода, составит \$3,253 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга в \$191 млн, наличность на счетах в \$40 млн, собственный капитал Vertex можно оценить в \$3,103 млрд.

Учитывая 141,6 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$21,4. Потенциал к верхней границе IPO в \$16 составляет 34%.

Иллюстрация 4. Модель оценки Vertex методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
темпы роста выручки, %		18%	22%	20%	18%	17%	15%	14%	12%	11%	10%	9%	3,0%
(+) Выручка	272	322	393	472	558	650	748	851	957	1 065	1 175	1 286	1 324
(х) Операционная маржа	-1%	15%	16%	17%	18%	19%	20%	21%	22%	23%	24%	25%	25%
(=) EBIT	-3	50	64	80	100	122	148	176	208	244	282	321	331
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	10	13	16	20	24	30	35	42	49	56	64	66
(=) NOPLAT	-3	40	51	64	80	98	118	141	167	195	226	257	265
(-) чистые реинвестиции	20	14	16	19	22	25	27	30	32	35	37	39	130
(=) FCFF	(23)	26	35	45	58	73	91	111	134	160	189	219	135
FCFF маржа, %		8,1%	8,8%	9,6%	10,4%	11,3%	12,2%	13,1%	14,0%	15,0%	16,1%	17,0%	
(х) фактор дисконтирования			0,94x	0,88x	0,83x	0,78x	0,73x	0,69x	0,65x	0,61x	0,58x	0,58x	
PV FCFF			33	40	48	57	67	77	87	98		126	
Терминальная стоимость													4 338
PV Терминальной стоимости													2 504
Имплицированные переменные модели		2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	
Выручка/капитал, х		1,73x	1,94x	2,13x	2,29x	2,43x	2,53x	2,61x	2,67x	2,71x	2,74x	2,98x	
Инвестированный капитал		186	203	222	243	268	295	325	358	393	429	431	
Чистое реинвестирование, %		35%	32%	30%	27%	25%	23%	21%	19%	18%	16%	15%	49%
Реинвестирование к выручке, %		4,3%	4,2%	4,0%	3,9%	3,8%	3,7%	3,5%	3,4%	3,3%	3,1%	3,0%	
ROIC, %		21%	25%	29%	33%	37%	40%	43%	47%	50%	53%	60%	6,1%
Маржа NOPLAT, %		12%	13%	14%	14%	15%	16%	17%	17%	18%	19%	20%	
Расчет WACC		2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П		
Безрисковая ставка		0,59%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	
Бета послерыноговая		1,07	1,07	1,06	1,05	1,04	1,04	1,03	1,02	1,02	1,01	1,00	
Премия за риск инвестирования		5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	
Стоимость собственного капитала		6,7%	6,6%	6,6%	6,6%	6,5%	6,5%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,3%	
Ставка долга, до налогов		4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	
Ставка долга, после налогов		3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
СК/Стоимость компании		94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	
Долг/Стоимость компании		6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	
Средневзвешенная стоимость капитала		6,5%	6,5%	6,4%	6,4%	6,3%	6,3%	6,3%	6,2%	6,2%	6,2%	6,1%	
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 прогнозируемом периоде													633
(+) Стоимость в терминальном периоде													2 504
(х) Коэффициент на дату оценки													1,04x
(=) EV													3 253
(-) Долг (вкл. операционную аренду)													191
(+) Наличность													40
(+) Поступления от IPO													0
(-) Стоимость выпущенных опционов													0
(=) Оценка собственного капитала													3 103
Рыночная капитализация													2 265
Целевая цена на акцию, USD													21,4
Максимум диапазона на IPO, USD													16
Потенциал роста, %													34%

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

Риски: законы, качество услуг и сотрудники

Расширение клиентской базы. Если компания не сможет расширять свою клиентскую базу, то это может повлиять на дальнейший рост компании.

Изменение в законах. Изменения в налоговом законодательстве могут внести коррективы в работу компании, что в дальнейшем может нанести ущерб компании и способности привлекать новых клиентов.

Ключевые сотрудники. Если компания не сможет привлекать или удерживать ключевых сотрудников, это может повлиять на эффективное развитие компании, что может привести к снижению выручки и росту расходов.

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.
