

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

JFrog Ltd (FROG)

Потенциал роста: **31%**

Целевая цена: **\$48,6**

Диапазон размещения: **\$33-\$37**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | ПО

оценка перед IPO

IPO FROG: платформа для непрерывного обновления ПО



| | |
|-------------------------------|-----------|
| Выручка, 2Q2020 (млн USD) | 69 |
| EBIT, 2Q2020 (млн USD) | -1 |
| Прибыль, 2Q2020 (млн USD) | 0 |
| Чистый долг, 2Q2020 (млн USD) | 0 |

| | |
|----------------|-----------|
| P/E, 2020 (x) | — |
| P/S, 2020 (x) | — |
| EV/S, 2020 (x) | — |
| ROA (%) | — |
| ROIC (%) | — |
| ROE (%) | — |
| Маржа EBIT (%) | -1 |

| | |
|------------------------------|--------------------|
| Капитализация IPO (млрд USD) | 3,103 |
| Акции после IPO (млн шт) | 88,7 |
| Акции к размещению (млн шт) | 11,6 |
| Объем IPO (млн USD) | 404,9 |
| Минимальная цена IPO (USD) | 33 |
| Максимальная цена IPO (USD) | 37 |
| Целевая цена (USD) | 48,6 |
| Дата IPO | 15 сентября |

Динамика акций | биржа/тикер **FROG/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

15 сентября состоится IPO компании JFrog. Компания разработала комплексную универсальную платформу DevOps для непрерывного управления программными обеспечениями. Андеррайтерами размещения выступают Morgan Stanley, J.P. Morgan и BofA Securities.

О компании. Компания была основана в 2008 году в Израиле, на текущий момент штаб-квартира находится в штате Калифорния. Сама компания за свою историю привлекла \$226,5 млн, по данным crunchbase, также сделала 5 приобретений. Акционеры компании - Gemini Israel Ventures с долей в 15,7% (14,3% - доля после IPO), Scale Venture Partners IV с долей в 10,7% (8,6% - доля после IPO), Sapphire Ventures Fund II с долей в 9,9% (9% - доля после IPO), Insight Partners с долей в 9,8% (8,9% - доля после IPO), Dell с долей в 9,3% (8,5% - доля после IPO) и Qumra Capital с долей в 5,2% (3,5% - доля после IPO).

Платформа JFrog. Компания разработала платформу JFrog Artifactory, которая, по сути, представляет собой набор инструментов, позволяющий хранить различные сборки программного обеспечения с исходным кодом для их дальнейшего использования. Основное предназначение набора инструментов платформы – это управление и развертывание программных модулей (программ и их отдельных функциональных частей). Все это позволяет программному обеспечению оставаться актуальным благодаря так называемому непрерывному обновлению. Самым главным преимуществом платформы является автоматическая интеграция с различными технологиями, что существенно снижает затраты на обслуживание системы и повышает производительность.

Клиентская база. По состоянию на 30 июня 2020 года клиентская база составляла около 5800 организаций, включая все 10 ведущих технологических организаций, 8 из 10 ведущих организаций финансового сектора, 9 из 10 ведущих организаций розничной торговли, 8 из 10 ведущих организаций здравоохранения, также 7 из 9 ведущих телекоммуникационных организаций из списка Fortune 500 приняли JFrog.

Потенциальный рынок. По данным IDC, рынок всех инструментов DevOps к 2024 году составит \$18 млрд. Сама компания оценивает свой адресный рынок в \$22 млрд. Среди своих конкурентов, JFrog отмечает IBM (Red Hat), Pivotal Software, VMware, GitLab, Sonatype, Alphabet Inc, Amazon.com и Microsoft.

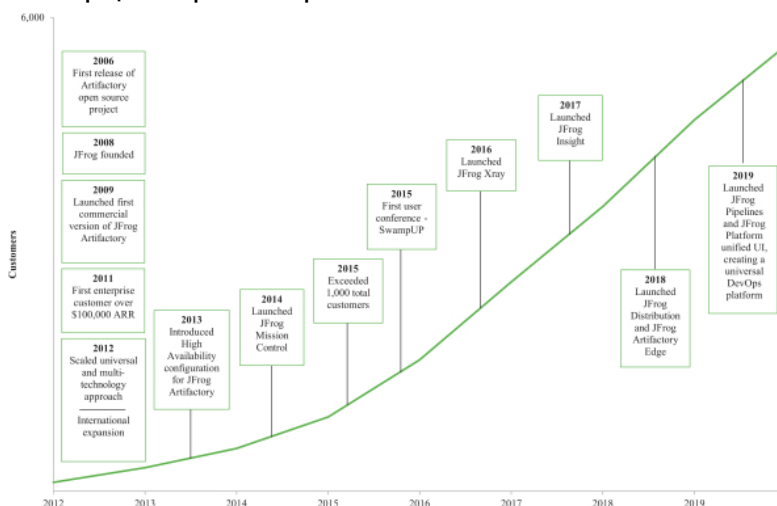
Апсайд в 31% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$4,393 млрд при целевой цене в \$48,6 на 1 простую акцию с потенциалом роста 31%.

JFrog Ltd: ключевые факты

О компании JFrog Ltd. Компания разработала комплексную универсальную платформу DevOps для непрерывного управления программными обеспечениями. С продуктом JFrog клиенты получают автоматическое обновление программного обеспечения. JFrog называет свой продукт «жидким программным обеспечением».

Компания была основана в 2008 году в Израиле, на текущий момент штаб-квартира находится в штате Калифорния. Сама компания за свою историю привлекла \$226,5 млн, по данным crunchbase, также сделала 5 приобретений. Акционеры компании - Gemini Israel Ventures с долей в 15,7% (14,3% - доля после IPO), Scale Venture Partners IV с долей в 10,7% (8,6% - доля после IPO), Sapphire Ventures Fund II с долей в 9,9% (9% - доля после IPO), Insight Partners с долей в 9,8% (8,9% - доля после IPO), Dell с долей в 9,3% (8,5% - доля после IPO) и Qumra Capital с долей в 5,2% (3,5% - доля после IPO).

Иллюстрация 1. Хронология развития компании



Источник: на основе данных компании

Платформа JFrog. Компания разработала платформу JFrog Artifactory, которая, по сути, представляет собой набор инструментов, позволяющий хранить различные сборки программного обеспечения с исходным кодом для их дальнейшего использования.

Основное предназначение набора инструментов платформы – это управление и развертывание программных модулей (программ и их отдельных функциональных частей). Все это позволяет программному обеспечению оставаться актуальным благодаря так называемому непрерывному обновлению.

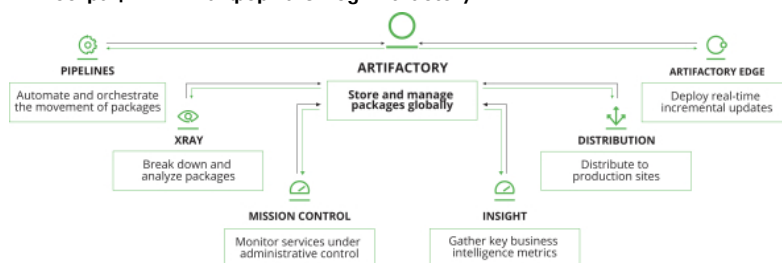
Самым главным преимуществом платформы является автоматическая интеграция с различными технологиями, что существенно снижает затраты на обслуживание системы и повышает производительность.

Сама платформа состоит из различных продуктов:

- JFrog Pipelines – это инструмент непрерывной интеграции, отвечающий за автоматизацию и организацию движения пакетов ПО через платформу.

- JFrog Xray – инструмент, постоянно сканирующий JFrog Artifacts, чтобы выявить потенциальные уязвимости.
- JFrog Distribution – инструмент, выполняющий функцию распространения ПО внутри компании.
- JFrog Artifacts Edge – инструмент для автоматического обновления (то есть обновляются не все приложения, а частично устаревшие коды внутри приложения).
- JFrog Mission Control – это панель управления платформой, которая позволяет настраивать и просматривать различные рабочие процессы.
- JFrog Insight – инструмент аналитики, который интегрируется с различными продуктами, осуществляющий дальнейшую обработку и сбор данных для предоставления аналитики для разработчиков.

Иллюстрация 2. Платформа JFrog Artifacts



Источник: на основе данных компании

Клиентская база. По состоянию на 30 июня 2020 года клиентская база составляла около 5800 организаций, включая все 10 ведущих технологических организаций, 8 из 10 ведущих организаций финансового сектора, 9 из 10 ведущих организаций розничной торговли, 8 из 10 ведущих организаций здравоохранения, также 7 из 9 ведущих телекоммуникационных организаций из списка Fortune 500 приняли JFrog.

Иллюстрация 3. Клиенты JFrog

| | | |
|---|--|---|
| Banking & Financial Services American Express Bank of America Morgan Stanley National Australia Bank Paychex Société Générale Svenska Handelsbanken Visa | Education & Nonprofit Ohio University Ontario Institute University of Maryland University of Texas University of Washington Vanderbilt University | Establishment & Media Blizzard Entertainment Frima Studio Sky Networks Time Inc. Washington Post |
| Internet & Software Amadeus Box Expedia Google JetBrains Microsoft Rogue Wave Software Twilio Wix.com | Retail & Consumer Bluestem Brands Hotel Reservation Service Kupidishes T-Mobile Target Under Armour | Technology & Electronics HP, Inc. Resolute Building Intelligence, a MadDog Technology company Qualcomm Siemens Sony Toshiba UTC Aerospace Systems Xerox |

Источник: на основе данных компании

Бизнес-кейсы. Vox является клиентом JFrog с 2015 года. С момента начала использования Vox сократила развертывание новых сервисов с 6 месяцев до 3 дней и меньше, также сократилось время обновления до нескольких часов и вырос объем передачи данных с нескольких гигабайт до 230 терабайт в месяц. В результате Vox улучшила безопасность своих продуктов и производительность разработчиков.

Atlassian стала клиентом JForg в 2015 году, и в результате использования платформы компания повысила производительность разработчиков и упростила выпуск своих продуктов.

Потенциальный рынок и конкуренция. По данным IDC, рынок всех инструментов DevOps к 2024 году составит \$18 млрд. Сама компания оценивает свой адресный рынок в \$22 млрд.

Оценка JFrog Ltd: потенциал роста компании составляет свыше 31% с учетом консервативного прогноза

1. Замедление темпов роста выручки с 65% в 2019 году до 13% к 2029 прогнозируемому году. Для построения модели мы использовали такие виды выручки, как выручка от подписки и выручка от лицензий.

Выручка от подписки. В 2019 году темпы роста выручки от подписки составили 69%, за 6 месяцев 2020 года наблюдается замедление до 52%. На фоне роста клиентской базы и роста клиентов с крупными контрактами (клиенты с контрактами свыше \$100 тыс. в декабре 2018 г. - 131, в декабре 2019 г. - 234 и на 30 июня 2020 года - 286) мы предполагаем, что в 1 прогнозируемом году темпы роста останутся на уровне 1ПГ 2020 г. - 52%, так как платформа компании пользуется большим спросом. Таким образом, темпы роста замедлятся с 69% в 2019 году до 52% в 2020 ПГ и снизятся до 13% к 2029 ПГ. Выручка вырастет с \$95 млн в 2019 году до \$1,240 млрд к 2029 году.

Выручка от лицензий. В 2019 году выручка от лицензий выросла на 35%, а за 6 месяцев 2020 года - на 31%. Мы предполагаем, что в 2020 прогнозируемом году темпы роста снизятся до 29% с дальнейшим снижением до 4% к 2029 прогнозируемому году. Выручка от лицензий вырастет с \$10 млн в 2019 году до \$33 млн к 2029 прогнозируемому году.

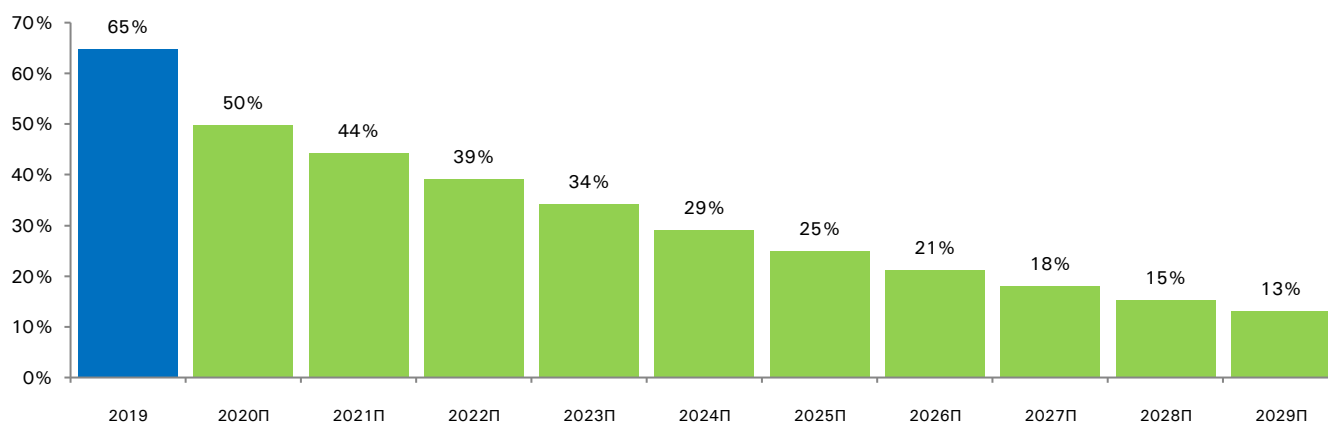
С учетом всех вводных данных мы заложили замедление темпов роста с 65% в 2019 году до 50% к 2020 прогнозируемому году и дальнейшим снижением до 13% к 2029 прогнозируемому году, общая выручка компании вырастет со \$105 млн до \$1,273 млрд.

Иллюстрация 4. Модель выручки JFrog Ltd

| Модель выручки из целевого рынка | 2018 | 2019 | 2020П | 2021П | 2022П | 2023П | 2024П | 2025П | 2026П | 2027П | 2028П | 2029П |
|----------------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Выручка от подписки, млн USD | 56 | 95 | 144 | 210 | 296 | 401 | 522 | 655 | 798 | 945 | 1094 | 1240 |
| Темпы роста, % | | 69% | 52% | 46% | 41% | 35% | 30% | 26% | 22% | 18% | 16% | 13% |
| Выручка от лицензий, млн USD | 7 | 10 | 13 | 16 | 19 | 22 | 24 | 27 | 29 | 31 | 32 | 33 |
| Темпы роста, % | | 35% | 29% | 23% | 19% | 15% | 12% | 10% | 8% | 6% | 5% | 4% |
| Всего выручка, млн USD | 64 | 105 | 157 | 226 | 315 | 423 | 546 | 682 | 827 | 976 | 1 126 | 1 273 |
| Темпы роста, % | | 65% | 50% | 44% | 39% | 34% | 29% | 25% | 21% | 18% | 15% | 13% |

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

График 1. Прогноз темпов роста JFrog Ltd

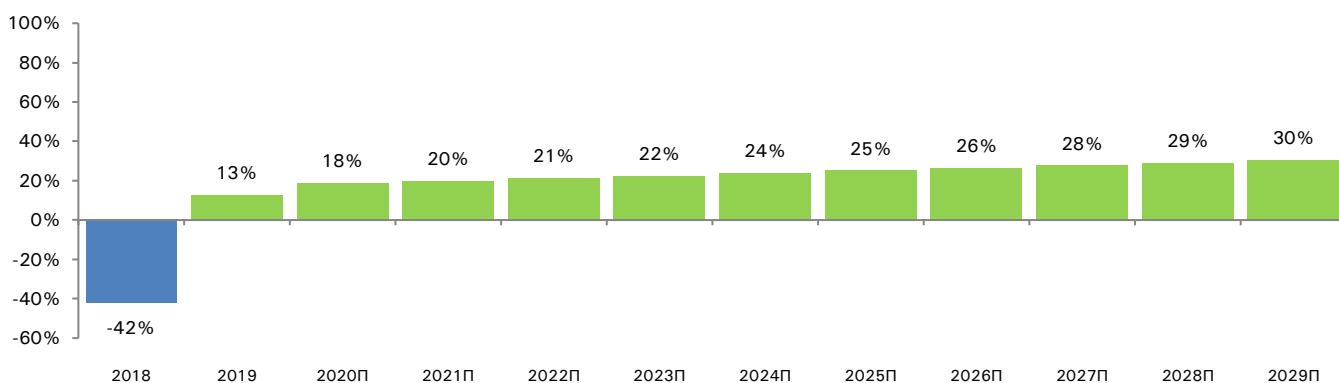


Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений в 30%.

В 2019 году показатели EBIT-маржи были равны -7%, после корректировок показатели маржи стали равны 12,6% (последний квартал компания закрыла с положительной маржой). Мы сделали консервативный прогноз маржи и приравнивали к среднеотраслевым значениям в 30%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 15,1% до среднеотраслевых в 4%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$472 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 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 (\$497 млн) и зрелого (\$3,567 млрд) периода, составит \$4,187 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды в \$6 млн, наличность на счетах и ЦБ на балансе в \$171 млн, поступления от IPO в \$280 млн и стоимость опционов в \$238 млн, собственный капитал JFrog Ltd можно оценить в \$4,393 млрд.

Учитывая 86,67 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$48,6. Потенциал к верхней границе IPO в \$37 составляет 31%.

На IPO компания продает 8 млн акций, а акционеры - 3,57 млн акций.

Иллюстрация 5. Модель оценки JFrog Ltd методом FCFF

| Модель прогнозного периода, млн USD | 2018 | 2019 | 2020П | 2021П | 2022П | 2023П | 2024П | 2025П | 2026П | 2027П | 2028П | 2029П | зрелый |
|--|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| темпа роста выручки, % | | 65% | 50% | 44% | 39% | 34% | 29% | 25% | 21% | 18% | 15% | 13% | 3,0% |
| (+) Выручка | 64 | 105 | 157 | 226 | 315 | 423 | 546 | 682 | 827 | 976 | 1 126 | 1 273 | 1 312 |
| (х) Операционная маржа | -42% | 13% | 18% | 20% | 21% | 22% | 24% | 25% | 26% | 28% | 29% | 30% | 30% |
| (=) EBIT | -27 | 13 | 29 | 45 | 66 | 95 | 129 | 170 | 217 | 269 | 325 | 385 | 395 |
| Налоговая ставка | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% |
| (-) Налог на EBIT | 0 | 3 | 6 | 9 | 13 | 19 | 26 | 34 | 43 | 54 | 65 | 77 | 79 |
| (=) NOPLAT | -27 | 11 | 23 | 36 | 53 | 76 | 103 | 136 | 174 | 215 | 260 | 308 | 316 |
| (-) чистые реинвестиции | 27 | 16 | 22 | 29 | 37 | 45 | 52 | 58 | 61 | 61 | 58 | 51 | 167 |
| (=) FCFF | (54) | (5) | 1 | 7 | 16 | 31 | 51 | 79 | 113 | 155 | 203 | 257 | 149 |
| FCFF маржа, % | | -5,0% | 0,8% | 2,9% | 5,1% | 7,3% | 9,4% | 11,6% | 13,7% | 15,9% | 18,0% | 20,2% | |
| (х) фактор дисконтирования | | | 0,96x | 0,91x | 0,87x | 0,83x | 0,79x | 0,75x | 0,71x | 0,68x | 0,64x | 0,64x | |
| PV FCFF | | | | 1 | 6 | 14 | 25 | 41 | 59 | 81 | 105 | | 165 |
| Терминальная стоимость | | | | | | | | | | | | | 5 566 |
| PV Терминальной стоимости | | | | | | | | | | | | | 3 567 |
| Имплицированные переменные модели | | 2019 | 2020П | 2021П | 2022П | 2023П | 2024П | 2025П | 2026П | 2027П | 2028П | 2029П | |
| Выручка/капитал, х | | 3,95x | 3,24x | 2,92x | 2,75x | 2,65x | 2,58x | 2,53x | 2,51x | 2,50x | 2,51x | 2,88x | |
| Инвестированный капитал | | 27 | 48 | 78 | 115 | 160 | 212 | 269 | 330 | 390 | 448 | 441 | |
| Чистое реинвестирование, % | | 149% | 95% | 81% | 70% | 59% | 50% | 42% | 35% | 28% | 22% | 17% | 53% |
| Реинвестирование к выручке, % | | 15,1% | 14,0% | 12,9% | 11,8% | 10,6% | 9,5% | 8,4% | 7,3% | 6,2% | 5,1% | 4,0% | |
| ROIC, % | | 40% | 48% | 46% | 46% | 47% | 49% | 51% | 53% | 55% | 58% | 70% | 5,7% |
| Маржа NOPLAT, % | | 10% | 15% | 16% | 17% | 18% | 19% | 20% | 21% | 22% | 23% | 24% | |
| Расчет WACC | | 2020П | 2021П | 2022П | 2023П | 2024П | 2025П | 2026П | 2027П | 2028П | 2029П | | |
| Безрисковая ставка | | 0,68% | 0,7% | 0,7% | 0,7% | 0,7% | 0,7% | 0,7% | 0,7% | 0,7% | 0,7% | 0,7% | |
| Бета послерыноговая | | 0,75 | 0,78 | 0,80 | 0,83 | 0,85 | 0,88 | 0,90 | 0,93 | 0,95 | 0,95 | 1,00 | |
| Премия за риск инвестирования | | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | |
| Стоимость собственного капитала | | 4,4% | 4,6% | 4,7% | 4,8% | 4,9% | 5,1% | 5,2% | 5,3% | 5,4% | 5,4% | 5,7% | |
| 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 | | 4,4% | 4,6% | 4,7% | 4,8% | 4,9% | 5,1% | 5,2% | 5,3% | 5,4% | 5,4% | 5,7% | |
| Кумулятивная стоимость капитала | | 1,0x | 1,0x | 0,9x | 0,9x | 0,8x | 0,8x | 0,8x | 0,7x | 0,7x | 0,7x | 0,6x | |
| Оценка капитала, млн USD | | | | | | | | | | | | | |
| (=) Стоимость в прогнозном периоде | | | | | | | | | | | | | 497 |
| (+) Стоимость в терминальном периоде | | | | | | | | | | | | | 3 567 |
| (х) Коэффициент на дату оценки | | | | | | | | | | | | | 1,03x |
| (=) EV | | | | | | | | | | | | | 4 187 |
| (-) Долг (вкл. операционную аренду) | | | | | | | | | | | | | 6 |
| (+) Наличность | | | | | | | | | | | | | 171 |
| (+) Поступления от IPO | | | | | | | | | | | | | 280 |
| (-) Стоимость выпущенных опционов | | | | | | | | | | | | | 238 |
| (=) Оценка собственного капитала | | | | | | | | | | | | | 4 393 |
| Рыночная капитализация | | | | | | | | | | | | | 3 281 |
| Целевая цена на акцию, USD | | | | | | | | | | | | | 48,6 |
| Максимум диапазона на IPO, USD | | | | | | | | | | | | | 37 |
| Потенциал роста, % | | | | | | | | | | | | | 31% |

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

Риски: сотрудники, сбои в платформе и конкуренция

Сотрудники. Если компания не сможет привлекать высококвалифицированных сотрудников или удерживать ключевых руководителей, это может привести к оттоку клиентов и снижению выручки.

Неправильная работа платформы. Если платформа начнет работать со сбоями или появится уязвимость системы, то это может привести к потере доходов, снижению репутации и оттоку клиентов.

Конкуренция. Компания сталкивается с конкуренцией на рынке, среди конкурентов компании числятся IBM (Red Hat), Pivotal Software, VMware, GitLab, Sonatype, Alphabet Inc, Amazon.com и Microsoft Corporation.

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.
