

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

SEMrush Holdings (SEMR)

 Потенциал роста: **30%**

 Целевая цена: **\$20,8**

 Диапазон размещения: **\$14–16**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | ПО

Оценка перед IPO

IPO SEMR: управление «ВИДИМОСТЬЮ» В ИНТЕРНЕТЕ



Выручка, 2020 (млн USD)	125
EBIT, 2020 (млн USD)	-6
Прибыль, 2020 (млн USD)	-7
Чистый долг, 2020 (млн USD)	0

P/E, 2021 (x)	—
P/S, 2021 (x)	—
EV/S, 2021 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-5

Капитализация IPO (млрд USD)	2,098
Акции после IPO (млн шт.)	139,9
Акции к размещению (млн шт.)	16,8
Объем IPO (млн USD)	252
Минимальная цена IPO (USD)	14
Максимальная цена IPO (USD)	16
Целевая цена (USD)	20,8
Дата IPO	24 марта

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

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

24 марта состоится IPO компании SEMrush Holdings. Компания является разработчиком платформы для управления цифровым маркетингом, что позволяет компании достигать нужной аудитории для своего контента в нужном контексте и по определенным каналам. **Андеррайтерами размещения выступают Goldman Sachs, J.P. Morgan, Jefferies и KeyBanc Securities.**

О компании и ее продукте. SEMrush Holdings предоставляет онлайн-платформу, которая позволяет клиентам компании управлять «видимостью» своего контента. «Видимость» в интернете показывает, насколько эффективно компания взаимодействует с потребителями через различные цифровые каналы, включая поиск, социальные и цифровые медиа, то есть платформа помогает продвигать сайты, собирать статистику, анализировать трафик и делать таргетированную рекламу. По состоянию на 31 декабря 2020 года у компании было около 404 тысяч бесплатных клиентов и более 67 тысяч платных клиентов в 142 странах. Сама компания была создана в 2008 году в Санкт-Петербурге Олегом Щеголевым и Дмитрием Мельниковым. По данным G2.com, компания является лидером в своей отрасли. У компании более 50 продуктов.

Как зарабатывает компания. Компания предоставляет бесплатный доступ к своей платформе для привлечения клиентов. После использования платформы клиенты могут расширить ее возможности, приобретая платную подписку. В 2020 году ставка удержания составляет 114%, а ARR на одного пользователя вырос с \$1892 в 2019 году до \$2123 в 2020 году.

Финансовые показатели компании. Темпы роста выручки в 2020 году составили 36%, основной драйвер роста выручки – это рост платных клиентов с 54 тысяч в 2019 году до 67 тысяч в 2020 году. EBIT-маржа составила -9% в 2019 году и -5% в 2020 году. Главные драйверы снижения расходов и роста маржи – снижение расходов на R&D с 45% от выручки в 2019 году до 44% в 2020 году, G&A – с 15 до 14% и S&M – с 24% в 2019 году до 23% в 2020 году.

Потенциальный рынок. По данным Grand View Research, рынок ПО для цифрового маркетинга оценивался в \$43,8 млрд в 2019 году. К 2027 году ожидается рост до \$158 млрд. По прогнозу ResearchAndMarkets, рынок ПО для цифрового маркетинга к 2027 году составит \$151,8 млрд. Основные драйверы роста – это растущее использование видеорекламы и использование маркетинга в социальных сетях.

Апсайд в 30% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$2,962 млрд при целевой цене \$20,8 на одну простую акцию с потенциалом роста 30%.

SEMrush Holdings: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2019	2020	Балансовый отчет, млн USD	2019	2020
Выручка	92	125	Наличность	37	36
Себестоимость	23	30	Дебиторская задолженность	2	1
Валовая выручка	70	95	Отложенные затраты на контракты	3	4
S&M	42	55	Прочие активы	2	3
R&D	14	18	Текущие активы	45	44
G&A	22	29	ОС	2	3
ЕБИТ	(8)	(6)	НМА	0	2
Прочие расходы	-1	-0	Гудвилл	0	2
Доналоговая прибыль	(10)	(6)	Отложенные затраты на контракты	1	2
Налог	0	1	Прочие активы	1	2
Чистая прибыль	(10)	(7)	Активы	48	55
			Кредиторская задолженность	7	9
			Начисленные расходы	4	8
			Отложенный доход	19	27
			Текущие обязательства	30	43
			Отложенный доход	0	0
			Отложенный налог	0	0
			Прочие обязательства	0	0
			Всего обязательства	31	44
			Конвертируемые акции	18	18
			Капитал	(1)	(7)
			Обязательства и собственный капитал	48	55
Рост и маржа (%)	2019	2020	Поэлементный анализ ROIC	2019	2020
Темпы роста выручки	-	36	Маржа NOPLAT, %	0%	-
Темпы роста EBITDA	-	-	ICTO, x	-	-
Темпы роста EBIT	-	-	AICTO, x	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	ROIC, %	-	-
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	Себестоимость/выручка, %	-	-
Валовая маржа	76	76	Операционные издержки/выручка, %	-	-
EBITDA-маржа	-	-	WCSTO, x	-	-
EBIT-маржа	-9	-5	FATO, x	-	-
NOPLAT-маржа	-	-			
Маржа чистой прибыли	-11	-6			
			Ликвидность и структура капитала	2019	2020
			ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-
			Текущая ликвидность, x	1,49	1,02
			Долг/общая капитализация, %	-	-
			Долг/активы, %	-	-
			Долг/собственные средства, x	-	-
			Долг/IC, %	-	-
			Собственные средства/активы, %	77	65
			Активы/собственный капитал, x	-	-
			Мультипликаторы	2019	2020
			P/B, x	-	-
			P/E, x	-	-
			P/S, x	-	-
			EV/EBITDA, x	-	-
			EV/S, x	-	-
Cash Flow, млн USD	2019	2020			
CFO	2	6			
D&A	1	1			
CFI	(1)	(6)			
CapEx	(1)	(3)			
CFF	5	(2)			
Денежный поток	6	(2)			
Наличность на начало года	32	38			
Наличность на конец года	38	36			
Справочные данные	2019	2020			
Акции в обращении, млн шт.	-	-			
Балансовая стоимость акции, USD	-	-			
Рыночная стоимость акции, USD	-	-			
Рыночная капитализация, USD	-	-			
EV, USD	-	-			
Капитальные инвестиции, USD	1	3			
Рабочий капитал, USD	-	-			
Реинвестиции, USD	-	-			
BV, USD	-	-			
Инвестированный капитал	-	-			
EPS, USD на акцию	-	-			

Оценка SEMrush Holdings: потенциал свыше 30% при доле рынка 0,61% к 2030 году

1. Прогноз выручки. Для построения модели мы использовали данные по потенциальному рынку компании.

По данным Grand View Research, рынок ПО для цифрового маркетинга оценивался в \$43,8 млрд в 2019 году. К 2027 году ожидается рост до \$158 млрд. По прогнозу ResearchAndMarkets, рынок ПО для цифрового маркетинга к 2027 году составит \$151,8 млрд. Основные драйверы роста – это растущее использование видеорекламы и использование маркетинга в социальных сетях.

В 2019 году доля рынка компании была 0,21%, а в 2020 году – 0,22%. Мы ожидаем, что в 2021 году доля рынка может составить до 0,26% (рост 20% г/г) за счет приобретения компании Prowly (польский производитель ПО для обеспечения связи с общественностью). Prowly пользуется доверием мировых брендов и имеет один из самых высоких рейтингов среди поставщиков цифрового PR на сайтах с обзорами программного обеспечения G2 и Capterra. К 2030 году мы ожидаем долю рынка в 0,62%.

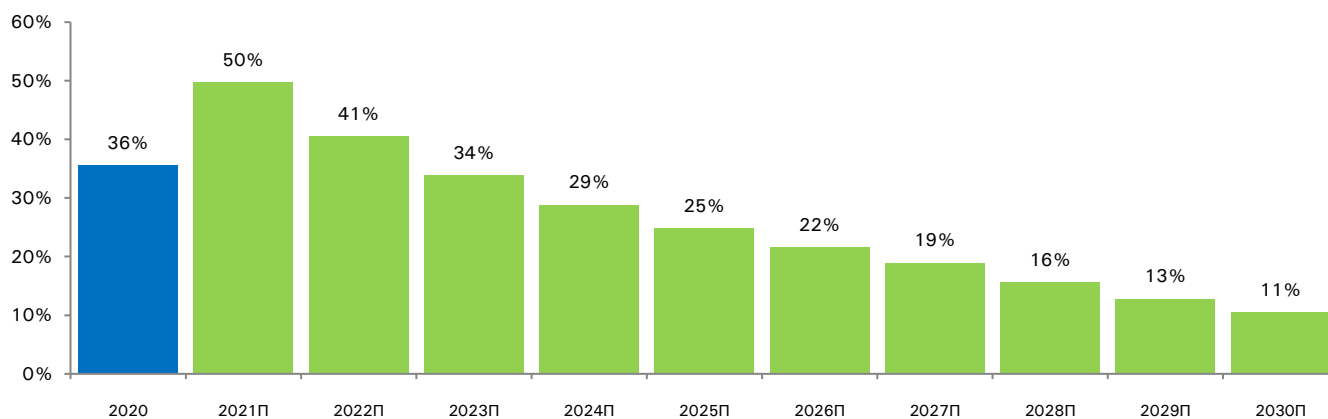
Темпы роста общей выручки компании ускорятся с 36% в 2020 году до 50% в 2021-м прогнозном году с дальнейшим замедлением до 11% к 2030-му прогнозному году. Выручка вырастет с \$125 млн в 2020 году до \$1,178 млрд к 2030-му прогнозному году. Доля рынка компании может вырасти с 0,22% в 2020 году до 0,62% к 2030-му прогнозному году.

Иллюстрация 1. Прогноз выручки SEMrush Holdings

Модель выручки из целевого рынка	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Потенциальный рынок компании, млрд USD	44	58	72	87	101	115	129	144	158	171	181	191
Темпы роста, %		33%	25%	20%	16%	14%	12%	11%	10%	8%	6%	5%
Доля SEMrush Holdings, %	0,21%	0,22%	0,26%	0,30%	0,35%	0,39%	0,44%	0,48%	0,52%	0,55%	0,59%	0,62%
Темпы роста, %		2%	20%	17%	15%	13%	11%	10%	8%	7%	6%	5%
Всего выручка, млн USD	92	125	187	263	352	453	566	688	818	945	1 066	1 178
Темпы роста, %		36%	50%	41%	34%	29%	25%	22%	19%	16%	13%	11%

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

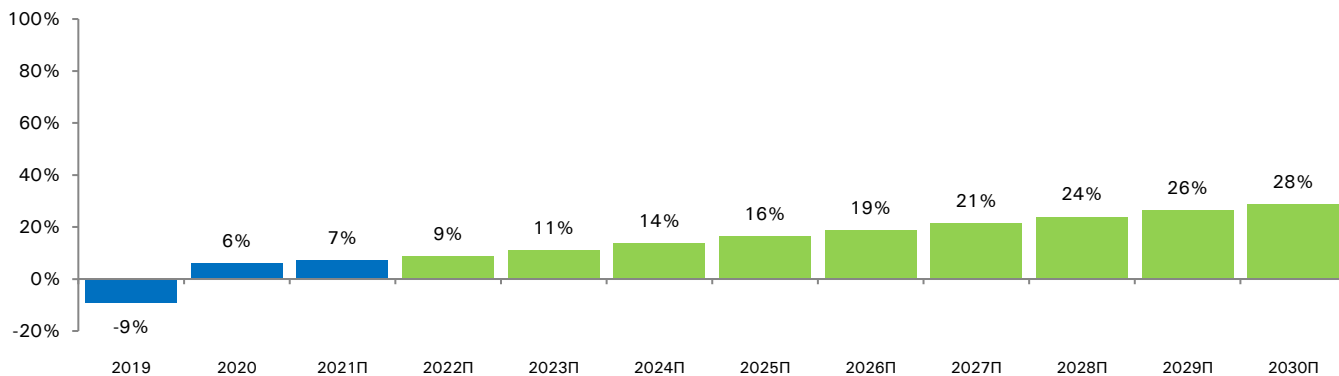
График 1. Прогноз темпов роста SEMrush Holdings



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

2. Консервативный прогноз маржи. В 2020 году показатели EBIT-маржи были равны -5%, после амортизации показатели маржи составили 6%. Мы сделали консервативный прогноз маржи и приравнивали к среднеотраслевым значениям в 28%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 9,9% до среднеотраслевых 4%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$378 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 6,3%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 47% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (\$400 млн) и зрелого (\$2,298 млрд) периодов, составит \$2,748 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды в \$4 млн, наличность на счетах в \$36 млн, поступления от IPO в \$225 млн и стоимость опционов в \$43 млн, собственный капитал SEMrush Holdings можно оценить в \$2,962 млрд.

Учитывая 139,9 млн акций после IPO, целевая цена на одну акцию равна \$20,8. Потенциал к верхней границе IPO в \$16 составляет 30%.

15 млн из размещаемых 16,8 млн акций продает компания, 1,8 млн продают акционеры.

Иллюстрация 2. Модель оценки SEMrush Holdings методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	зрелый
темпа роста выручки, %		36%	50%	41%	34%	29%	25%	22%	19%	16%	13%	11%	3,0%
(+) Выручка	92	125	187	263	352	453	566	688	818	945	1 066	1 178	1 213
(x) Операционная маржа	-9%	6%	7%	9%	11%	14%	16%	19%	21%	24%	26%	28%	28%
(=) EBIT	-8	7	13	22	39	62	91	129	174	225	281	336	346
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	0	3	4	8	12	18	26	35	45	56	67	69
(=) NOPLAT	-8	7	10	18	31	49	73	103	139	180	225	268	277
(-) чистые реинвестиции	14	12	17	23	29	34	39	44	47	49	49	47	131
(=) FCFF	(23)	(5)	(7)	(5)	3	15	34	59	92	131	176	221	145
FCFF-маржа, %		-3,9%	-3,7%	-1,9%	0,7%	3,4%	6,0%	8,6%	11,3%	13,9%	16,5%	18,8%	
(x) фактор дисконтирования			0,92x	0,85x	0,79x	0,73x	0,68x	0,64x	0,60x	0,56x	0,53x	0,53x	
PV FCF			(6)	(4)	2	11	23	38	55	73	92	116	
Терминальная стоимость													4 375
PV Терминальной стоимости													2 298
Имплицированные переменные модели													
Выручка/капитал, x	4,80x	4,31x	3,97x	3,71x	3,52x	3,36x	3,25x	3,16x	3,07x	2,99x	2,99x	3,32x	
Инвестированный капитал	26	43	66	95	129	168	212	259	308	357	355		
Чистое реинвестирование, %	167%	166%	128%	92%	69%	54%	42%	34%	27%	22%	18%		47%
Реинвестирование к выручке, %	9,9%	9,3%	8,7%	8,1%	7,5%	6,9%	6,3%	5,8%	5,2%	4,6%	4,0%		
ROIC, %	28%	24%	27%	33%	38%	44%	49%	54%	58%	63%	76%		6,3%
Маржа NOPLAT, %	6%	6%	7%	9%	11%	13%	15%	17%	19%	21%	23%		
Расчет WACC													
Безрисковая ставка	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Бета послерыноговая	1,48	1,44	1,39	1,34	1,29	1,24	1,19	1,15	1,10	1,10	1,10	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%	4,6%	4,6%
Стоимость собственного капитала	8,6%	8,3%	8,1%	7,9%	7,7%	7,4%	7,2%	7,0%	6,8%	6,3%	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%	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%	0,0%	0,0%
СК/Стоимость компании	100%	100%	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%	0%	0%
Средневзвешенная стоимость капитала	8,6%	8,3%	8,1%	7,9%	7,7%	7,4%	7,2%	7,0%	6,8%	6,3%	6,3%		
Кумулятивная стоимость капитала	0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x	
Оценка капитала, млн USD													
(=) Стоимость в прогнозируемом периоде	400												
(+) Стоимость в терминальном периоде	2 298												
(x) Коэффициент на дату оценки	1,02x												
(=) EV	2 748												
(-) Долг (вкл. операционную аренду)	4												
(+) Наличность	36												
(+) Поступления от IPO	225												
(-) Стоимость выпущенных опционов	43												
(=) Оценка собственного капитала	2 962												
Рыночная капитализация	2 238												
Целевая цена на акцию, USD	20,8												
Максимум диапазона на IPO, USD	16												
Потенциал роста, %	30%												

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

Риски: отток, привлечение клиентов и ключевые сотрудники

Отток платных клиентов. Компания получает доход от клиентов с премиум-подписками, в случае если клиенты не будут продлевать данную подписку, то это может сказаться на выручке компании.

Привлечение новых клиентов. Если компания не сможет привлекать новых клиентов, то это способно повлиять на будущий рост компании.

Ключевые сотрудники. Если компания не сможет удерживать или привлекать высококвалифицированных сотрудников, то это способно повлиять на дальнейшее развитие бизнеса.

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.
