

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Monday.Com Ltd (MNDY)

 Потенциал роста: **30%**

 Целевая цена: **\$182,3**

 Диапазон размещения: **\$125–140**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Израиль | Программное обеспечение

Оценка перед IPO

IPO MNDY: управление проектами и рабочими процессами



Выручка, 1Q21 (млн USD)	59
EBIT, 1Q21 (млн USD)	-38
Прибыль, 1Q21 (млн USD)	-39
Чистый долг, 1Q21 (млн USD)	0

P/E, 2020 (x)	—
P/S, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-64

Капитализация IPO (млрд USD)	5,792
Акции после IPO (млн шт.)	43,724
Акции к размещению (млн шт.)	3,7
Объем IPO (млн USD)	490
Минимальная цена IPO (USD)	125
Максимальная цена IPO (USD)	140
Целевая цена (USD)	31,6
Дата IPO	9 июня

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

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

9 июня состоится IPO компании Monday.Com. Компания разработала платформу (инструмент) для управления рабочими процессами. Андеррайтеры размещения – Goldman Sachs, J.P. Morgan/ Allen & Co и Jefferies.

О компании. По состоянию на 31 марта 2021 года компания обслужила 127,924 тыс. клиентов в более чем 200 отраслях и в более чем 190 странах. Компания была основана в 2012 году в Израиле и возглавляется Роем Манном и Эраном Зинманом. За всю историю компания привлекла \$234,1 млн. Акционеры компании – Insight Partners, Stripes и Sonnipe Limited.

Платформа Monday.Com. Платформу компании обычно используют для: (1) создания программных приложений, (2) создания инструментов управления рабочими процессами и (3) формирования единых рабочих процессов и интеграции приложений в рамках одной организации. С помощью платформы можно создать инструменты управления рабочими процессами для таких сфер, как маркетинг, CRM, управление проектами, разработка ПО и другие. Разработчики могут использовать платформу для расширения и разработки своих собственных виджетов панели управления, интеграции различных приложений и различной автоматизации. Также компания открыла магазин приложений, где разработчики могут предлагать свои разработки через торговую площадку. По состоянию на 31 марта 2021 года 16,925 тыс. разработчиков посетили раздел платформы для разработки своих собственных приложений.

Примеры использования платформы. **Universal Music Group** использует приложение Monday.Com для управления проектами, различными компаниями, для IT-операций и др. **Indosuez Wealth Management** – это известная компания по управлению активами Crédit Agricole Group, компания использует платформу в качестве единого рабочего пространства для централизации данных и предоставления единого источника проверенной информации.

Потенциальный рынок компании. По данным IDC, адресный рынок компании оценивается в \$56,1 млрд в 2020 году с прогнозируемым ростом в \$87,6 млрд к 2024 году. Согласно данным MarketsAndMarkets, адресный рынок компании оценивается в \$13,2 млрд в 2020 году и с прогнозируемым ростом \$45,5 млрд в 2025 году.

Апсайд в 30% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$7,973 млрд при целевой цене \$182,3 на одну простую акцию с потенциалом роста 30%.

Monday.Com Ltd: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2019	2020	1Q21	Балансовый отчет, млн USD	2019	2020	1Q21
Выручка	78	161	59	Наличность	172	130	124
Себестоимость	12	22	8	Депозит	4	10	10
Валовая прибыль	66	139	51	Дебиторская задолженность	3	4	5
R&D	25	43	16	Прочие активы	2	4	7
S&M	119	191	63	Текущие активы	181	148	146
G&A	15	54	10	ОС	3	7	11
ЕБИТДА	(92)	(149)	(37)	Прочие активы	1	3	3
Амортизация	1	2	1	Долгосрочные активы	4	10	15
ЕБИТ	(93)	(151)	(38)	Активы	185	157	160
Финансовый доход	2	2	0	Кредиторская задолженность	19	26	30
Финансовый расход	(1)	(1)	(0)	Начисленные расходы	8	23	29
Доналоговая прибыль	(91)	(150)	(38)	Отложенный доход	41	71	88
Налог	(1)	(2)	(1)	Кредит	13	21	21
Чистая прибыль	(92)	(152)	(39)	Текущие обязательства	81	140	167
				Прочие обязательства	2	1	1
				Долгосрочные обязательства	2	1	1
Рост и маржа (%)	2019	2020	1Q21	Всего обязательства	82	141	168
Темпы роста выручки	-	106	85	Конвертируемые акции	233	233	233
Темпы роста EBITDA	-	-	-	Капитал	(131)	(218)	(241)
Темпы роста EBIT	-	-	-	Обязательства и собственный капитал	185	157	160
Темпы роста NOPLAT	-	-	-				
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	Поэлементный анализ ROIC	2019	2020	1Q21
Валовая маржа	85	86	87	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
ЕБИТДА-маржа	-118	-92	-63	ICTO, x	-	-	-
ЕБИТ-маржа	-118	-93	-64	AICTO, x	-	-	-
NOPLAT-маржа	-	-	-	ROIC, %	-	-	-
Маржа чистой прибыли	-117	-94	-66	Себестоимость/выручка, %	-	-	-
				Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
Cash Flow, млн USD	2019	2020	1Q21	WCTO, x	-	-	-
CFO	(37)	(37)	(1)	FATO, x	-	-	-
D&A	1	2	1				
				Ликвидность и структура капитала	2019	2020	1Q21
CFI	13	(11)	(5)	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
CapEx	(2)	(5)	(5)	Текущая ликвидность, x	2,25	1,05	0,87
				Долг/общая капитализация, %	-	-	-
CFF	158	8	0	Долг/активы, %	-	-	-
				Долг/собственные средства, x	-	-	-
Денежный поток	135	(40)	(5)	Долг/IC, %	-	-	-
Наличность на начало года	37	172	132	Собственные средства/активы, %	95	89	84
Наличность на конец года	172	132	127	Активы/собственный капитал, x	-	-	-
Справочные данные	2019	2020	1Q21	Мультипликаторы	2019	2020	1Q21
Акции в обращении, млн шт.	-	-	-	P/B, x	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	P/E, x	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	P/S, x	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	EV/ЕБИТДА, x	-	-	-
EV, USD	-	-	-	EV/S, x	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	2	5	5				
Рабочий капитал, USD	-	-	-				
Реинвестиции, USD	-	-	-				
BV, USD	-	-	-				
Инвестированный капитал	-	-	-				
EPS, USD на акцию	-	-	-				

Monday.Com Ltd: ключевые факты

О компании Monday.Com Ltd. Компания разработала платформу (инструмент) для управления рабочими процессами.

По состоянию на 31 марта 2021 года компания обслужила 127,924 тыс. клиентов в более чем в 200 отраслях и в более чем 190 странах.

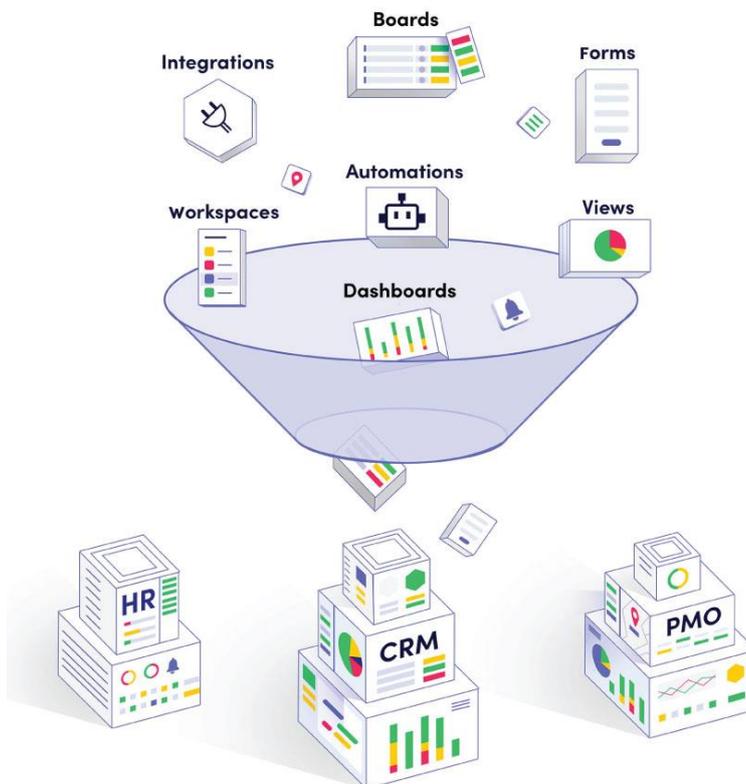
Компания была основана в 2012 году в Израиле и возглавляется Роем Манном и Эраном Зинманом. За всю историю компания привлекла \$234,1 млн. Акционеры компании – Insight Partners, Stripes и Sonnipe Limited.

Платформа Monday.Com Ltd. Платформу компании обычно используют для: (1) создания программных приложений, (2) создания инструментов управления рабочими процессами и (3) формирования единых рабочих процессов и интеграции приложений в рамках одной организации.

С помощью платформы можно создать инструменты управления рабочими процессами для таких сфер, как маркетинг, CRM, управление проектами, разработка ПО и другие.

Иллюстрация 1. Платформа Monday.Com Ltd

From modular building blocks to complete Product Solutions

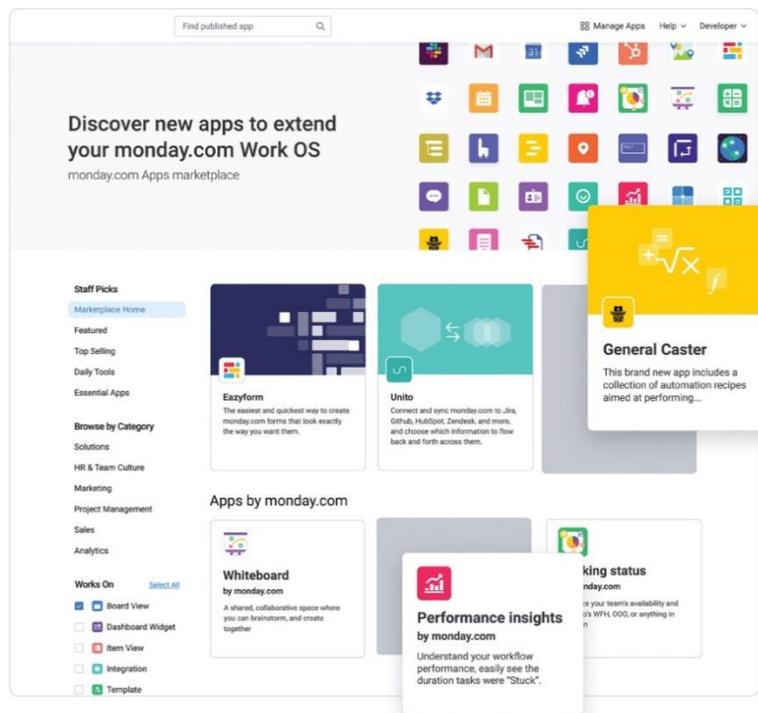


Источник: на основе данных компании

Разработчики могут использовать платформу для расширения и разработки своих собственных виджетов панели управления, интеграции различных приложений и различной автоматизации.

Также компания открыла магазин приложений, где разработчики могут предлагать свои разработки через торговую площадку. По состоянию на 31 марта 2021 года 16,925 тыс. разработчиков посетили раздел платформы для разработки своих собственных приложений.

Иллюстрация 2. Магазин приложений



Источник: на основе данных компании

Примеры использования Monday.Com Ltd. Universal Music Group использует приложение Monday.Com для управления проектами, различными компаниями, для IT-операций и др.

Indosuez Wealth Management – это известная компания по управлению активами Crédit Agricole Group, компания использует платформу в качестве единого рабочего пространства для централизации данных и предоставления единого источника проверенной информации.

Адресный рынок. По данным IDC, адресный рынок компании оценивается в \$56,1 млрд в 2020 году с прогнозируемым ростом в \$87,6 млрд к 2024 году.

Согласно данным MarketsAndMarkets, адресный рынок компании оценивается в \$13,2 млрд в 2020 году и с прогнозируемым ростом \$45,5 млрд в 2025 году.

Оценка Monday.Com Ltd: текущие вводные данные проецируют оценку компании в \$7,973 млрд

1. Прогноз выручки. Для построения модели мы использовали данные компании по количеству корпоративных клиентов и общей выручке компании для вычисления среднего ARPU на одного клиента.

Количество корпоративных клиентов. В 2020 году база корпоративных клиентов выросла на 247%, с 76 до 264, за первый квартал количество корпоративных клиентов выросло до 335 (рост г/г 219%). Мы ожидаем, что база корпоративных клиентов вырастет с 264 в 2020 году до 8,851 тыс. к 2030-му прогнозируемому году. Основной драйвер роста – малокодовый принцип построения платформы компании. Малокодовое программирование означает возможность создавать новые бизнес-приложения в графическом интерфейсе с минимальным написанием кода вручную. Это значительно ускоряет работу разработчиков и повышает ее эффективность. Также компания имеет довольно высокую ставку удержания в 119% в 2020 году и 121% в первом квартале 2021 года, что говорит о популярности продукта среди клиентов компании.

ARPU на одного клиента. В 2020 году ARPU сократился на 41%, с \$1 млн до \$0,6 млн. Такое снижение возможно из-за резкого роста клиентской базы. Мы ожидаем, что ARPU будет сокращаться до 2023 года на фоне быстрого роста базы. К 2030-му прогнозируемому году прогнозируется восстановление ARPU до \$0,83 млн.

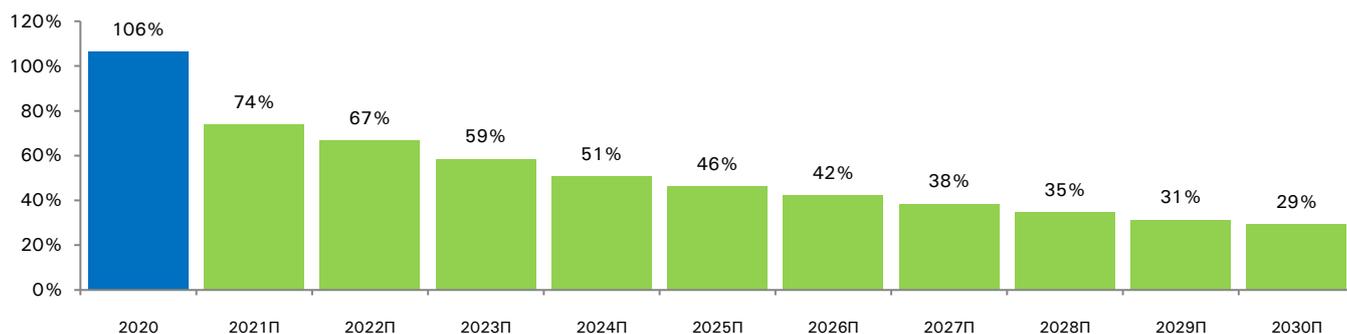
С учетом всех вводных данных мы заложили замедление темпов роста с 106% в 2020 году до 74% в 2021-м прогнозируемом году с дальнейшим замедлением до 29% к 2030-му прогнозируемому году. Общая выручка компании вырастет с \$161 млн в 2020 году до \$7,341 млрд к 2030-му прогнозируемому году.

Иллюстрация 3. Модель выручки Monday.Com Ltd

Модель выручки из целевого рынка	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Количество корпоративных клиентов	76	264	656	1333	2297	3460	4686	5849	6864	7698	8353	8851
Темпы роста, %		247%	148%	103%	72%	51%	35%	25%	17%	12%	9%	6%
ARPU на 1 клиента, млн USD	1,0	0,6	0,43	0,35	0,32	0,32	0,35	0,40	0,47	0,56	0,68	0,83
Темпы роста, %		-41%	-30%	-18%	-8%	0%	8%	14%	18%	20%	21%	22%
Всего выручки, млн USD	78	161	280	467	740	1115	1631	2321	3214	4326	5679	7341
Темпы роста, %		106%	74%	67%	59%	51%	46%	42%	38%	35%	31%	29%

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

График 1. Прогноз темпов роста Monday.Com Ltd

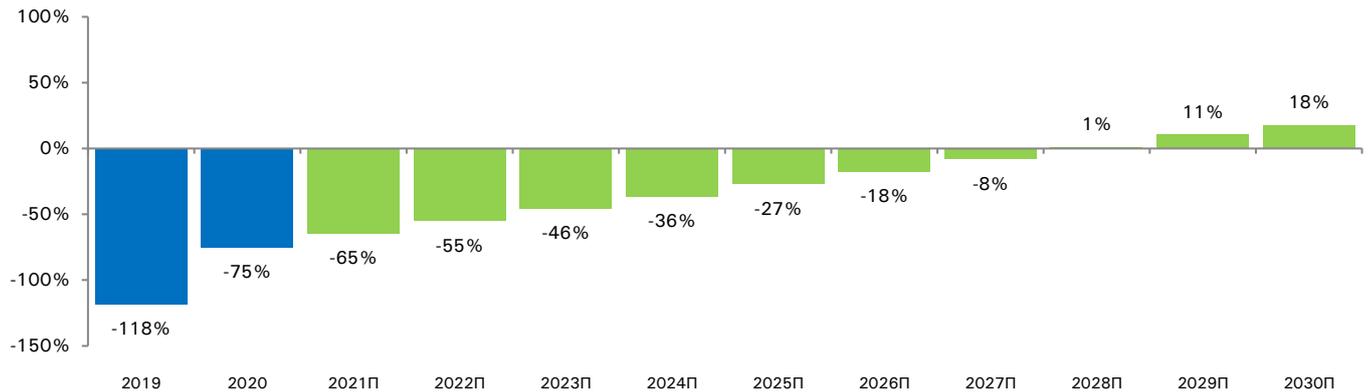


Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений в 19%.

В 2020 году показатели EBIT-маржи были равны -93% и в первом квартале 2021 года были равны -64%. После амортизации НИОКР и операционной аренды маржа составила -75% против -93% в конце 2020 года. Мы сделали консервативный прогноз маржи и приравняли к среднеотраслевым значениям в 19%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 21,6% до среднеотраслевых 5%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$2,342 млрд.

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 5,3%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 56% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (-\$2,587 млрд) и зрелого (\$10,257 млрд) периодов, составит \$7,801 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды в \$44 млн, наличность на счетах и ценные бумаги на балансе в \$388 млн, поступления от IPO в \$490 млн, стоимость частного размещения в \$150 млн и опционов в \$560 млн, собственный капитал Monday.Com Ltd можно оценить в \$7,973 млрд.

Учитывая 43,724 млн акций после IPO, целевая цена на одну акцию равна \$182,3. Потенциал к верхней границе IPO в \$140 составляет 30%.

Иллюстрация 4. Модель оценки Monday.Com Ltd методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	зрелый
темпы роста выручки, %		106%	74%	67%	59%	51%	46%	42%	38%	35%	31%	29%	3,0%
(+) Выручка	78	161	280	467	740	1 115	1 631	2 321	3 214	4 326	5 679	7 341	5 850
(х) Операционная маржа	-118%	-75%	-65%	-55%	-46%	-36%	-27%	-18%	-8%	1%	11%	18%	19%
(=) EBIT	-93	-121	-181	-258	-340	-407	-442	-410	-266	48	597	1 321	1 117
Налоговая ставка	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
(-) Налог на EBIT	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	304	257
(=) NOPLAT	-93	-121	-181	-258	-340	-407	-442	-410	-266	48	597	1 018	860
(-) чистые реинвестиции	26	35	56	85	123	167	217	270	320	360	378	367	485
(=) FCFF	(118)	(156)	(237)	(344)	(463)	(574)	(659)	(680)	(587)	(311)	219	650	375
FCFF маржа, %	-152%	-97%	-85%	-74%	-62%	-51%	-40%	-29%	-18%	-7%	4%	9%	
(х) фактор дисконтирования			0,96x	0,92x	0,88x	0,85x	0,81x	0,77x	0,74x	0,70x	0,67x	0,63x	
PV FCF			(228)	(317)	(409)	(485)	(532)	(525)	(432)	(218)	146	412	
Терминальная стоимость													16 177
PV Терминальной стоимости													10 257
Имплицитные переменные модели		2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	
Выручка/капитал, x		2,52x	2,34x	2,28x	2,26x	2,25x	2,29x	2,37x	2,47x	2,60x	2,78x	3,05x	
Инвестированный капитал		64	120	205	328	495	711	981	1 302	1 661	2 039	2 406	
Чистое реинвестирование, %		-29%	-31%	-33%	-36%	-41%	-49%	-66%	-120%	745%	63%	36%	56%
Реинвестирование к выручке, %		21,6%	19,9%	18,3%	16,6%	14,9%	13,3%	11,6%	10,0%	8,3%	6,7%	5,0%	
ROIC, %		-189%	-151%	-126%	-104%	-82%	-62%	-42%	-20%	3%	29%	42%	5,3%
Маржа NOPLAT, %		-75%	-65%	-55%	-46%	-36%	-27%	-18%	-8%	1%	11%	14%	
Расчет WACC		2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П		
Безрисковая ставка		0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	
Бета послерыноговая		0,76	0,79	0,81	0,83	0,86	0,88	0,90	0,93	0,95	1,00		
Премия за риск инвестирования		5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	
Стоимость собственного капитала		4,1%	4,2%	4,3%	4,5%	4,6%	4,7%	4,8%	5,0%	5,1%	5,3%		
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%	
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		4,1%	4,2%	4,3%	4,5%	4,6%	4,7%	4,8%	5,0%	5,1%	5,3%		
Кумулятивная стоимость капитала		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													(2 587)
(+) Стоимость в терминальном периоде													10 257
(х) Коэффициент на дату оценки													1,02x
(=) EV													7 801
(-) Долг (вкл. операционную аренду)													44
(+) Наличность													134
(+) Поступления от IPO													640
(-) Стоимость выпущенных опционов													560
(=) Оценка собственного капитала													7 973
Рыночная капитализация													6 121
Целевая цена на акцию, USD													182,3
Максимум диапазона на IPO, USD													140
Потенциал роста, %													30%

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

Риски: открытый исходный код, интеграции и конкуренция

Открытый исходный код. Платформа компании использует ПО с открытым исходным кодом, и любые дефекты и уязвимости в безопасности ПО могут негативно повлиять на бизнес компании.

Интеграции. Если компания не сможет обеспечить взаимодействие платформы с другими ПО, это способно повлиять на конкурентоспособность платформы и на будущие результаты компании.

Конкуренция. Компания работает на конкурентном рынке, среди конкурентов можно отметить Asana, Wrike, SmartSheet, Notion, Citrix Systems, Zendesk, Freshworks Inc, SugarCRM, Pipedrive, Zoho, Atlassian Corporation PLC (Jira), Procore Technologies, Workday, BombooHR, Hootsuite Media Inc и Adobe Experience Cloud.

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.
