

# Expensify (EXFY)

Оценка капитала | DCF

США | Программное обеспечение

Потенциал роста: 30%

Целевая цена: \$32,4

Диапазон размещения: \$23–25

Оценка перед IPO

## IPO EFXY: платформа для управления расходами



Выручка, 6M21 (млн USD)	65
EBIT, 6M21 (млн USD)	19
Прибыль, 6M21 (млн USD)	15
Чистый долг, 6M21 (млн USD)	0

P/E, 2021 (x)	—
P/S, 2021 (x)	—
EV/S, 2021 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	29

Капитализация IPO (млн USD)	1 942
Акции после IPO (млн шт.)	80,90
Акции к размещению (млн шт.)	9,73
Объем IPO (млн USD)	130,5
Минимальная цена IPO (USD)	23
Максимальная цена IPO (USD)	25
Целевая цена (USD)	32,4
Дата IPO	9 ноября

Динамика акций | биржа/тикер NASDAQ/EXFY

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

**9 ноября пройдет IPO компании Expensify. Компания предоставляет облачную программную платформу для управления расходами. Андеррайтеры размещения – J.P. Morgan, Citigroup, BofA Securities.**

**О компании.** Expensify делает программное обеспечение, которое сотрудники предприятий крупного и малого бизнеса используют для возмещения расходов, выставления и оплаты счетов. Компания была основана в 2008 году. С момента основания компания добавила более 10 млн участников, также обработала и автоматизировала более 1,1 млрд транзакций по расходам. За второй квартал 2021 года у компании в среднем было 639 оплачиваемых участников из 53 тысяч компаний более чем в 200 странах. Всего компания привлекла \$38,2 млн.

**Платформа и бизнес-модель компании.** Компания предоставляет легкий способ использования платформы через загрузку мобильного приложения или регистрацию через веб-сайт на бесплатной основе, также для расширения функций можно подключить платную подписку. Внедрение платформы в компанию часто начинается с использования платформы отдельным сотрудником, который с помощью платформы может отправить свои расходы менеджеру. В случае распространения платформы внутри организации компания может приобрести подписку и расширить свои функции, такие как Expensify Card или Bill Pay. По состоянию на 30 июня 2021 года 60% выручки компании можно отнести к случаю, когда сотрудник первым использовал приложение и рекомендовал его своему руководителю. Основные предложения компании включают в себя: **управление расходами** – сбор финансовых данных (отправка квитанций), после чего идет регистрация финансовых транзакций и их утверждение (проверка расходов компании и соблюдение корпоративных правил), после чего идет оплата; **карты Expensify** – это виртуальная карта, которая синхронизируется в режиме реального времени с бухгалтерскими системами компании, также карта дает возможность кешбэка; **выставление и оплата счетов** – компания предоставляет упрощение платежей и множество различных вариантов оплаты.

**Потенциальный рынок.** Компания оценивает свой адресный рынок в \$37,5 млрд. По данным Grand View Research, мировой рынок программного обеспечения для командировок и управления расходами оценивается в \$6,9 млрд в 2019 году и, по прогнозам, достигнет \$17,6 млрд к 2027 году.

**Апсайд в 30% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$2,621 млрд при целевой цене \$32,4 на одну простую акцию с потенциалом роста 30%.**

## Expensify: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2019	2020	6M21	Балансовый отчет, млн USD	2019	2020	6M21
<b>Выручка</b>	<b>80</b>	<b>88</b>	<b>65</b>	Наличность	10	34	45
Себестоимость	32	32	16	Дебиторская задолженность	8	10	13
<b>Валовая прибыль</b>	<b>48</b>	<b>56</b>	<b>49</b>	Расчетные активы	31	14	22
R&D	4	7	6	Предоплачиваемые затраты	1	1	2
G&A	16	33	17	Дебиторская задолженность по кредитам	0	1	1
S&M	27	10	7	Прочие активы	0	3	8
<b>ЕБИТДА</b>	<b>4</b>	<b>9</b>	<b>21</b>	<b>Текущие активы</b>	<b>51</b>	<b>64</b>	<b>92</b>
Амортизация	3	3	2	ПО	3	4	4
<b>ЕБИТ</b>	<b>1</b>	<b>6</b>	<b>19</b>	ОС	14	15	16
Прочие расходы	(3)	(3)	(2)	Активы в аренду	5	4	3
<b>Доналоговая прибыль</b>	<b>(2)</b>	<b>3</b>	<b>18</b>	Отложенный налог	3	0	0
Налог	(3)	5	3	Дебиторская задолженность по кредитам	1	0	0
<b>Чистая прибыль</b>	<b>1</b>	<b>(2)</b>	<b>15</b>	Прочие активы	1	1	1
				<b>Долгосрочные активы</b>	<b>26</b>	<b>24</b>	<b>25</b>
<b>Рост и маржа (%)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>6M21</b>	<b>Активы</b>	<b>77</b>	<b>88</b>	<b>117</b>
Темпы роста выручки	-	9	60	Кредиторская задолженность	3	2	1
Темпы роста ЕБИТДА	-	-	-	Начисленные расходы	2	4	11
Темпы роста ЕБИТ	-	-	-	Кредитная линия	6	15	15
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	Долг	1	2	2
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	Аренда	2	2	2
Валовая маржа	60	63	76	Расчетные обязательства	31	14	21
ЕБИТДА-маржа	5	10	33	<b>Текущие обязательства</b>	<b>45</b>	<b>39</b>	<b>53</b>
ЕБИТ-маржа	2	6	29	Аренда	3	2	2
NOPLAT-маржа	-	-	-	Отложенный налог	0	1	1
Маржа чистой прибыли	2	-2	23	Прочие обязательства	0	1	1
				Долг	33	30	29
<b>Cash Flow, млн USD</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>6M21</b>	<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>35</b>	<b>34</b>	<b>33</b>
CFO	12	8	24	<b>Всего обязательства</b>	<b>80</b>	<b>74</b>	<b>85</b>
D&A	3	3	2	<b>Конвертируемые акции</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>45</b>
				<b>Капитал</b>	<b>(48)</b>	<b>(31)</b>	<b>(14)</b>
<b>CFI</b>	<b>(5)</b>	<b>(4)</b>	<b>(3)</b>	<b>Обязательства и собственный капитал</b>	<b>77</b>	<b>88</b>	<b>117</b>
CapEx	(5)	(4)	(3)				
				<b>Позлементный анализ ROIC</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>6M21</b>
<b>CFF</b>	<b>5</b>	<b>9</b>	<b>(4)</b>	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
<b>Денежный поток</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	ICFO, x	-	-	-
Наличность на начало года	22	35	47	AICFO, x	-	-	-
Наличность на конец года	35	47	64	ROIC, %	-	-	-
				Себестоимость/выручка, %	-	-	-
<b>Справочные данные</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>6M21</b>	Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
Акции в обращении, млн шт.	-	-	-	WCFO, x	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	FATO, x	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-				
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	<b>Ликвидность и структура капитала</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>6M21</b>
EV, USD	-	-	-	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	5	4	3	Текущая ликвидность, x	1,13	1,62	1,75
Рабочий капитал, USD	-	-	-	Долг/общая капитализация, %	-	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	-	Долг/активы, %	43	35	25
BV, USD	-	-	-	Долг/собственные средства, x	3,26	0,88	0,64
Инвестированный капитал	-	-	-	Долг/IC, %	-	-	-
EPS, USD на акцию	-	-	-	Собственные средства/активы, %	13	39	39
				Активы/собственный капитал, x	-	-	-
				<b>Мультипликаторы</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>6M21</b>
				P/B, x	-	-	-
				P/E, x	-	-	-
				P/S, x	-	-	-
				EV/ЕБИТДА, x	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-

## Expensify: ключевые факты

**Expensify (EXFY).** Компания предоставляет облачную программную платформу для управления расходами.

Expensify делает программное обеспечение, которое сотрудники предприятий крупного и малого бизнеса используют для возмещения расходов, выставления и оплаты счетов.

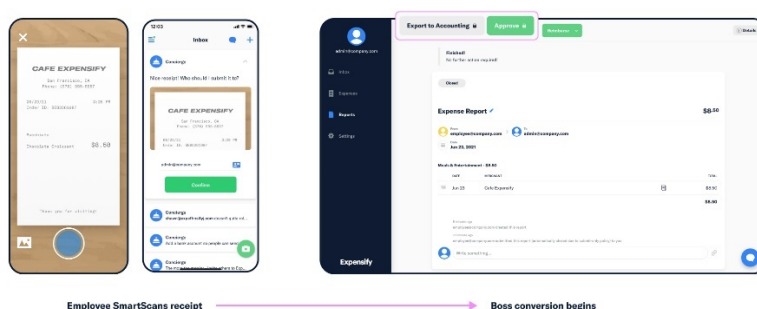
Компания была основана в 2008 году. С момента основания компания добавила более 10 млн участников, также обработала и автоматизировала более 1,1 млрд транзакций по расходам. За второй квартал 2021 года у компании в среднем было 639 оплачиваемых участников из 53 тысяч компаний более чем в 200 странах.

Всего компания привлекла \$38,2 млн.

**Платформа и бизнес-модель компании.** Компания предоставляет легкий способ использования платформы через загрузку мобильного приложения или регистрацию через веб-сайт на бесплатной основе, также для расширения функций можно подключить платную подписку.

### Иллюстрация 1. Платформа компании

#### Frictionless bottom-up conversion



Источник: на основе данных компании

Внедрение платформы в компанию часто начинается с использования платформы отдельным сотрудником, который с помощью платформы может отправить свои расходы менеджеру.

В случае распространения платформы внутри организации компания может приобрести подписку и расширить свои функции, такие как Expensify Card или Bill Pay. По состоянию на 30 июня 2021 года 60% выручки компании можно отнести к случаю, когда сотрудник первым использовал приложение и рекомендовал его своему руководителю.

Основные предложения компании включают в себя:

- **Управление расходами** – сбор финансовых данных (отправка квитанций), после чего идет регистрация финансовых транзакций и их утверждение (проверка расходов компании и соблюдение корпоративных правил), после чего идет оплата.

- **Карты Expensify** – это виртуальная карта, которая синхронизируется в режиме реального времени с бухгалтерскими системами компании. Также карта дает возможность кешбэка.
- **Выставление и оплата счетов** – компания предоставляет упрощение платежей и множество различных вариантов оплаты.

#### Иллюстрация 2. Интеграции платформы



*Источник: на основе данных компании*

**Потенциальный рынок.** Компания оценивает свой адресный рынок в \$37,5 млрд.

По данным Grand View Research, мировой рынок программного обеспечения для командировок и управления расходами оценивается в \$6,9 млрд в 2019 году и, по прогнозам, достигнет \$17,6 млрд к 2027 году.

## Оценка Expensify: потенциал свыше 30% с учетом роста базы платных пользователей и восстановления деловой активности

**1. Прогноз выручки.** Для построения модели мы использовали данные компании по выручке и количеству платных пользователей.

**Количество платных пользователей.** В 2020 году количество платных пользователей сократилось на 10% на фоне пандемии COVID-19. По состоянию на 30 июня 2021 года у компании было 639 тысяч платных пользователей, и, по предварительным данным, на 30 сентября 2021 года у компании может быть 660–670 тысяч платных пользователей. Мы ожидаем, что по итогам 2021 года количество платных пользователей вырастет до 710 тысяч, в 2022 году – до 802 тысяч, и к 2030-му прогнозируемому году количество платных пользователей составит 1,264 млн. Основной драйвер роста – это открытие экономик и увеличение деловой активности во всем мире, что позволит компании нарастить базу пользователей.

**Выручка на одного пользователя.** В 2020 году выручка на одного пользователя выросла на 21%, в 1ПГ2021 года темпы роста ускорились до 58%. Мы ожидаем, что в 2021 году темпы роста составят 45% с дальнейшим снижением до 5% к 2030-му прогнозируемому году. Выручка на одного пользователя вырастет с \$136,5 в 2020 году до \$663,6 к 2030-му прогнозируемому году.

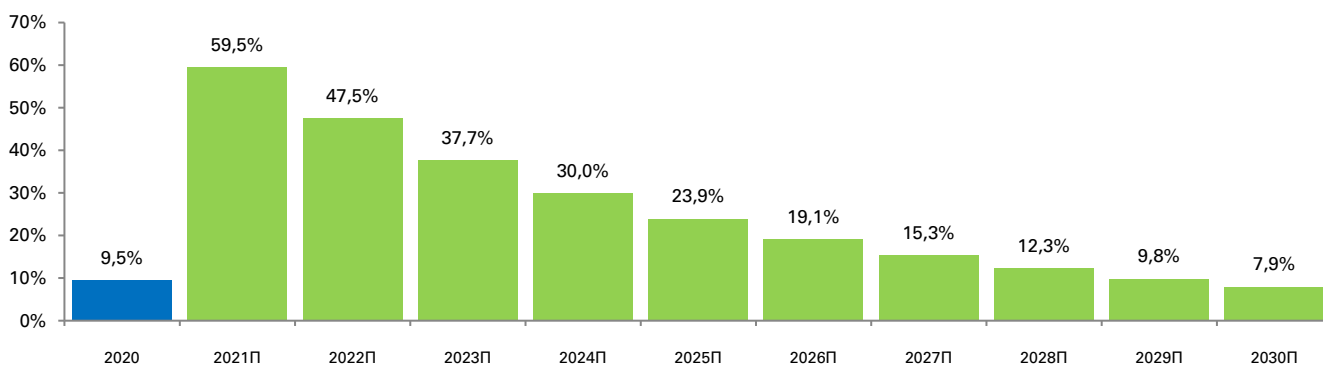
**С учетом всех вводных данных мы прогнозируем ускорение темпов роста с 9,5% в 2020 году до 59,5% в 2021-м прогнозируемом году с дальнейшим замедлением до 7,9% к 2030-му прогнозируемому году. Общая выручка компании вырастет с \$88 млн в 2020 году до \$839 млн к 2030-му прогнозируемому году.**

Иллюстрация 3. Модель выручки Expensify

Модель выручки из целевого рынка	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Платные пользователи, тыс	714	645	710	802	887	965	1034	1095	1147	1193	1231	1264
Темпы роста, %		-10%	10%	13%	11%	9%	7%	6%	5%	4%	3%	3%
Выручка на 1 пользователя, USD	112,7	136,5	198,0	258,4	321,4	384,1	444,0	499,5	549,4	593,3	631,3	663,6
Темпы роста, %		21%	45%	30%	24%	20%	16%	12%	10%	8%	6%	5%
Всего выручки, млн USD	80	88	140	207	285	371	459	547	630	708	777	839
Темпы роста, %		9,5%	59,5%	47,5%	37,7%	30,0%	23,9%	19,1%	15,3%	12,3%	9,8%	7,9%

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

График 1. Прогноз темпов роста Expensify

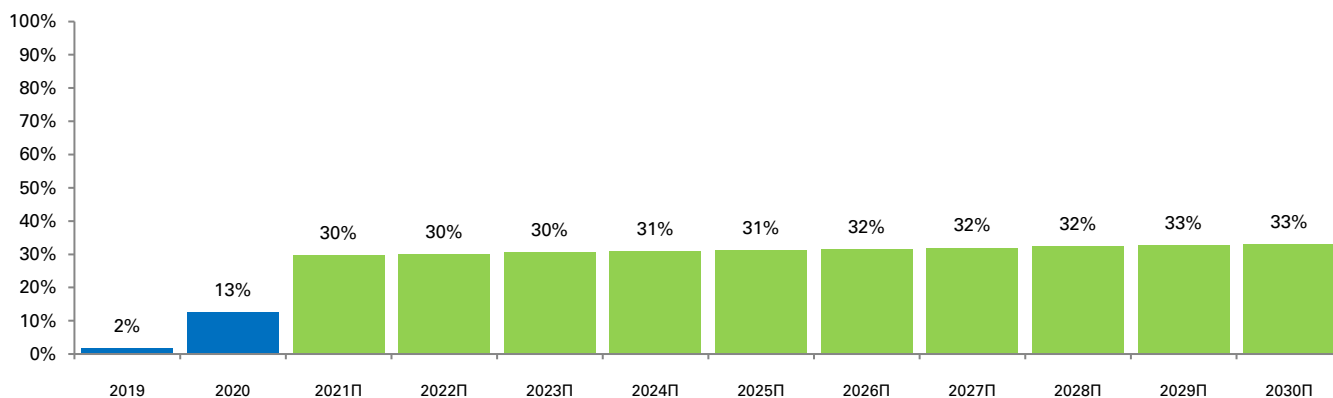


Источник: на основе данных компании и прогноза ООО ИК «Фридом Финанс»

## 2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений в 33%.

В 2020 году показатели EBIT-маржи были равны 6% и за 6М2021 года были равны 29%. Мы сделали консервативный прогноз маржи на уровне 33% с использованием данных по среднеотраслевым значениям и прогнозу компании. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 8,4% до среднеотраслевых 4%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$267 млн.

График 2. Прогноз EBIT-маржи



Источник: на основе данных компании и прогноза ООО ИК «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 6,1%. 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 (\$678 млн) и зрелого (\$1,975 млрд) периодов, составит \$2,778 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга в \$30 млн, наличность на счетах в \$45 млн, поступления от IPO в \$24 млн и стоимость опционов в \$197 млн, собственный капитал Expensify можно оценить в \$2,621 млрд.

Учитывая 80,90 млн акций после IPO, целевая цена на одну акцию равна \$32,4. Потенциал к верхней границе IPO в \$25 составляет 30%.

Компания продает 2,61 млн акций, акционеры продают 7,12 млн акций.

**Иллюстрация 4. Модель оценки Expensify методом FCFF**

Модель прогнозного периода, млн USD	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	зрелый
темпы роста выручки, %		9%	60%	47%	38%	30%	24%	19%	15%	12%	10%	8%	3,0%
(+ ) Выручка	80	88	140	207	285	371	459	547	630	708	777	839	801
(х) Операционная маржа	2%	13%	30%	30%	30%	31%	31%	32%	32%	32%	33%	33%	33%
(= ) EBIT	1	11	42	62	87	114	143	172	201	228	254	277	265
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	2	8	12	17	23	29	34	40	46	51	55	53
(= ) NOPLAT	1	9	33	50	69	91	114	138	161	183	203	221	212
(-) чистые реинвестиции	6	7	11	16	20	25	28	31	33	34	34	34	104
(= ) FCFF	(5)	1	22	34	49	67	86	106	127	148	168	188	108
FCFF маржа, %	-6%	2%	16%	17%	17%	18%	19%	19%	20%	21%	22%	22%	
(х) фактор дисконтирования			0,95x	0,90x	0,85x	0,80x	0,76x	0,72x	0,68x	0,64x	0,60x	0,57x	
PV FCF			21	31	42	54	65	76	86	95	102	107	
Терминальная стоимость													3 477
PV Терминальной стоимости													1 975
<b>Имплицитные переменные модели</b>		<b>2020</b>	<b>2021П</b>	<b>2022П</b>	<b>2023П</b>	<b>2024П</b>	<b>2025П</b>	<b>2026П</b>	<b>2027П</b>	<b>2028П</b>	<b>2029П</b>	<b>2030П</b>	
Выручка/капитал, x		2,07x	2,62x	2,99x	3,19x	3,26x	3,23x	3,15x	3,04x	2,93x	2,82x	2,71x	
Инвестированный капитал		43	54	69	89	114	142	174	207	242	276	310	
Чистое реинвестирование, %		84%	33%	31%	29%	27%	25%	23%	21%	19%	17%	15%	49%
Реинвестирование к выручке, %		8,4%	7,9%	7,5%	7,1%	6,6%	6,2%	5,7%	5,3%	4,9%	4,4%	4,0%	
ROIC, %		21%	62%	72%	78%	80%	80%	79%	78%	76%	74%	72%	6,1%
Маржа NOPLAT, %		10%	24%	24%	24%	25%	25%	25%	26%	26%	26%	26%	
<b>Расчет WACC</b>		<b>2021П</b>	<b>2022П</b>	<b>2023П</b>	<b>2024П</b>	<b>2025П</b>	<b>2026П</b>	<b>2027П</b>	<b>2028П</b>	<b>2029П</b>	<b>2030П</b>		
Безрисковая ставка		1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	
Бета послерыноговая		0,88	0,90	0,91	0,92	0,93	0,94	0,95	0,97	0,98	0,98	1,00	
Премия за риск инвестирования		4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Стоимость собственного капитала		5,6%	5,7%	5,7%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,1%	
Ставка долга, до налогов		4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	
Ставка долга, после налогов		3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	
СК/Стоимость компании		99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	
Долг/Стоимость компании		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
Средневзвешенная стоимость капитала		5,6%	5,6%	5,7%	5,7%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%	6,0%	6,0%	6,1%	
Кумулятивная стоимость капитала		0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	
<b>Оценка капитала, млн USD</b>													
(= ) Стоимость в прогнозном периоде		678											
(+ ) Стоимость в терминальном периоде		1 975											
(х) Коэффициент на дату оценки		1,05x											
(= ) EV		2 778											
(-) Долг (вкл. операционную аренду)		30											
(+ ) Наличность		45											
(+ ) Поступления от IPO		24											
(-) Стоимость выпущенных опционов		197											
(= ) Оценка собственного капитала		2 621											
Рыночная капитализация		2 023											
<b>Целевая цена на акцию, USD</b>		<b>32,4</b>											
Максимум диапазона на IPO, USD		25											
Потенциал роста, %		30%											

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

## Риски: платные пользователи и конкуренция

---

**Платные пользователи.** Если компания не сможет привлекать и удерживать платных пользователей, то это способно негативно сказаться на будущем росте компании.

**Конкуренция.** Среди конкурентов можно отметить Bento, Brex, Divvy, Emburse (Certify, Abacus и Nexonia), Expensya, Fyle, Happay, Pleo, Ramp, Spendesk, TravelBank, Webexpenses и Zoho Expense.

Данный обзор не является предложением неограниченному кругу лиц инвестировать в акции иностранных компаний, предназначен для клиентов ООО ИК «Фридом Финанс», являющихся квалифицированными инвесторами. ООО ИК «Фридом Финанс» не оказывает услуги приобретения иностранных ценных бумаг, упомянутых в данном обзоре, за счет клиентов, не являющихся квалифицированными инвесторами.

Данный обзор носит исключительно информационный характер, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, упомянутые финансовые инструменты или операции, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям), в приведенной информации не принимаются во внимание Ваши личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. ООО ИК «Фридом Финанс» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, и не рекомендует использовать данную информацию в качестве единственного источника информации при принятии решения. Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может как расти, так и падать. Результаты инвестирования в прошлом не являются гарантией получения доходов в будущем. ООО ИК «Фридом Финанс» не гарантирует и не обещает в будущем доходности вложений, не дает гарантии надежности возможных инвестиций и стабильности размеров возможных доходов.

Упомянутые в данном обзоре величины: Потенциал роста, Целевая цена, являются оценочным суждением ООО ИК «Фридом Финанс», не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем.

ООО ИК «Фридом Финанс» не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными.

ООО ИК «Фридом Финанс». Лицензия № 045-13561-100000 на осуществление брокерской деятельности, срок действия лицензии не ограничен.