

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

# Buy

CS Disco Inc (LAW)

 Потенциал роста: **31%**

 Целевая цена: **\$38**

 Диапазон размещения: **\$26–29**

## РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Программное обеспечение

Оценка перед IPO

## IPO LAW: платформа для юридических сервисов



Выручка, 1Q21 (млн USD)	21
EBIT, 1Q21 (млн USD)	-3
Прибыль, 1Q21 (млн USD)	-3
Чистый долг, 1Q21 (млн USD)	0

P/E, 2021 (x)	—
P/S, 2021 (x)	—
EV/S, 2021 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-13

Капитализация IPO (млрд USD)	1,55
Акции после IPO (млн шт.)	56,37
Акции к размещению (млн шт.)	7
Объем IPO (млн USD)	193
Минимальная цена IPO (USD)	26
Максимальная цена IPO (USD)	29
Целевая цена (USD)	38
Дата IPO	20 июля

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

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

**20 июля состоится IPO компании CS Disco Inc. Компания предоставляет ПО для поиска электронных документов, проверки юридических документов и управления делами. Андеррайтеры размещения – J.P Morgan, BofA Securities, Citigroup и Jefferies.**

**О компании.** По состоянию на март 2021 года решение компании содержало более 10 миллиардов файлов и 2,5 петабайта данных. В 2019 году у компании было 635 клиентов, 825 клиентов в 2020 году и 909 клиентов в первом квартале 2021 года. Количество крупных клиентов выросло с 113 в 2019 году до 141 в 2020 году и 157 в первом квартале 2021 года. Ставка удержания компании составила 146% в 2019 году, 127% в 2020 году и 122% в первом квартале 2021 года. Компания была основана в 2013 году и всего привлекла \$161 млн. Акционеры компании – Bessemer Venture Partners, SG-Disco, LiveOak Venture Partners и Georgian Partners.

**Решения компании.** В настоящее время решения компании включают в себя: DISCO Ediscovery – автоматизация большей части процесса поиска электронных документов, что избавляет юридические отделы от ручных задач, связанных со сбором, обработкой, обогащением, поиском, проверкой, анализом, производством и использованием корпоративных данных. DISCO Review – приложение на базе искусственного интеллекта для проверки юридических документов. DISCO Case Builder – приложение, которое позволяет юристам просматривать вещательные доказательства, включая свидетельские показания, стенограммы свидетельских показаний на судебных заседаниях, а также документы, указанные в качестве вещественных доказательств в каждом из них. Помимо своих решений компания также предоставляет различные профессиональные услуги: DISCO Desk (служба поддержки по решениям компании), DISCO Consulting (консультация), DISCO Forensics (сбор данных), DISCO Data Operations (перенос данных), DISCO Project Management (консультация клиентов по работе приложений), DISCO University (обучение).

**Потенциальный рынок компании.** По оценкам Statista, мировые расходы на юридические услуги в 2021 году составят \$767 млрд с прогнозируемым ростом до \$846 млрд к 2023 году. По данным International Data Corporation, мировой рынок программного обеспечения и услуг ediscovery (службы поиска электронной информации) прогнозируется на уровне \$14,7 млрд в 2021 году и вырастет до \$16,9 млрд к 2024 году.

**Апсайд в 31% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$2,143 млрд при целевой цене \$38 на одну простую акцию с потенциалом роста 31%.**

## CS Disco Inc: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2019	2020	1Q20	Балансовый отчет, млн USD	2019	2020	1Q20
<b>Выручка</b>	<b>49</b>	<b>68</b>	<b>21</b>	Наличность	23	59	54
Себестоимость	14	20	6	Дебиторская задолженность	7	13	15
<b>Валовая прибыль</b>	<b>34</b>	<b>48</b>	<b>15</b>	Прочие активы	1	1	1
R&D	25	27	6	<b>Текущие активы</b>	<b>32</b>	<b>73</b>	<b>70</b>
S&M	26	31	8	ОС	4	4	4
G&A	13	14	4	Активы в аренду	0	2	2
Возврат налогов	0	-1	0	Прочие активы	0	1	1
<b>EBITDA</b>	<b>(30)</b>	<b>(21)</b>	<b>(2)</b>	<b>Долгосрочные активы</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
Амортизация	1	2	0	<b>Активы</b>	<b>36</b>	<b>79</b>	<b>76</b>
<b>ЕБИТ</b>	<b>(30)</b>	<b>(23)</b>	<b>(3)</b>	Кредиторская задолженность	4	4	4
Процентный доход	1	0	0	Начисленные расходы	1	1	1
Процентный расход	(0)	(0)	(0)	Начисленная заработная плата	3	5	3
<b>Доналоговая прибыль</b>	<b>(30)</b>	<b>(23)</b>	<b>(3)</b>	Отложенный доход	1	2	3
Налог	0	0	0	Аренда	0	1	1
<b>Чистая прибыль</b>	<b>(30)</b>	<b>(23)</b>	<b>(3)</b>	Лизинг	0	0	0
				<b>Текущие обязательства</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>12</b>
				Аренда	0	1	1
				Лизинг	0	0	0
				Прочие обязательства	0	0	0
				<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
				<b>Всего обязательства</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>13</b>
				<b>Конвертируемые акции</b>	<b>101</b>	<b>161</b>	<b>161</b>
				<b>Капитал</b>	<b>(74)</b>	<b>(95)</b>	<b>(97)</b>
				<b>Обязательства и собственный капитал</b>	<b>36</b>	<b>79</b>	<b>76</b>
<b>Рост и маржа (%)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>1Q20</b>	<b>Позлементный анализ ROIC</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>1Q20</b>
Темпы роста выручки	-	41	35	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
Темпы роста EBITDA	-	-	-	ICTO, x	-	-	-
Темпы роста EBIT	-	-	-	AICTO, x	-	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	ROIC, %	-	-	-
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	Себестоимость/выручка, %	-	-	-
Валовая маржа	70	70	73	Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
EBITDA-маржа	-61	-31	-11	WCOT, x	-	-	-
EBIT-маржа	-63	-33	-13	FATO, x	-	-	-
NOPLAT-маржа	-	-	-				
Маржа чистой прибыли	-61	-33	-14				
<b>Cash Flow, млн USD</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>1Q20</b>	<b>Ликвидность и структура капитала</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>1Q20</b>
<b>CFO</b>	<b>(27)</b>	<b>(23)</b>	<b>(4)</b>	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
D&A	1	2	0	Текущая ликвидность, x	3,47	5,95	5,89
				Долг/общая капитализация, %	-	-	-
<b>CFI</b>	<b>(3)</b>	<b>(2)</b>	<b>(1)</b>	Долг/активы, %	-	-	-
CapEx	(3)	(2)	(1)	Долг/собственные средства, x	-	-	-
				Долг/IC, %	-	-	-
<b>CFF</b>	<b>44</b>	<b>60</b>	<b>0</b>	Собственные средства/активы, %	65	74	70
				Активы/собственный капитал, x	-	-	-
<b>Денежный поток</b>	<b>13</b>	<b>35</b>	<b>(5)</b>				
Наличность на начало года	10	23	59	<b>Мультипликаторы</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>1Q20</b>
Наличность на конец года	23	59	54	P/B, x	-	-	-
				P/E, x	-	-	-
				P/S, x	-	-	-
				EV/EBITDA, x	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-
<b>Справочные данные</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>1Q20</b>				
Акции в обращении, млн шт.	-	-	-				
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-				
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-				
Рыночная капитализация, USD	-	-	-				
EV, USD	-	-	-				
Капитальные инвестиции, USD	3	2	1				
Рабочий капитал, USD	-	-	-				
Реинвестиции, USD	-	-	-				
BV, USD	-	-	-				
Инвестированный капитал	-	-	-				
EPS, USD на акцию	-	-	-				

## CS Disco Inc: ключевые факты

**CS Disco Inc (LAW).** Компания предоставляет ПО для поиска электронных документов, проверки юридических документов и управления делами.

По состоянию на март 2021 года решение компании содержало более 10 миллиардов файлов и 2,5 петабайта данных.

В 2019 году у компании было 635 клиентов, 825 клиентов в 2020 году и 909 клиентов в первом квартале 2021 года. Количество крупных клиентов выросло с 113 в 2019 году до 141 в 2020 году и 157 в первом квартале 2021 года. Ставка удержания компании составила 146% в 2019 году, 127% в 2020 году и 122% в первом квартале 2021 года.

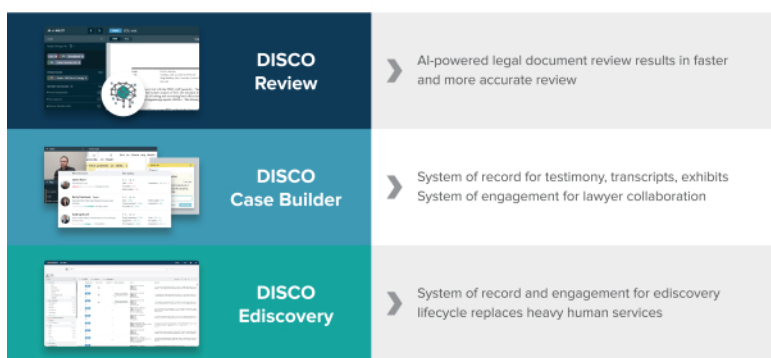
Компания была основана в 2013 году и всего привлекла \$161 млн. Акционеры компании – Bessemer Venture Partners, SG-Disco, LiveOak Venture Partners и Georgian Partners.

**Решения компании.** В настоящее время решения компании включают в себя:

- **DISCO Ediscovery** – автоматизация большей части процесса поиска электронных документов, что избавляет юридические отделы от ручных задач, связанных со сбором, обработкой, обогащением, поиском, проверкой, анализом, производством и использованием корпоративных данных.
- **DISCO Review** – приложение на базе искусственного интеллекта для проверки юридических документов.
- **DISCO Case Builder** – приложение, которое позволяет юристам просматривать завещательные доказательства, включая свидетельские показания, стенограммы свидетельских показаний на судебных заседаниях, а также документы, указанные в качестве вещественных доказательств в каждом из них.

### Иллюстрация 1. Решения компании

#### DISCO's full-stack legal solution



Источник: на основе данных компании

Помимо своих решений компания также предоставляет различные профессиональные услуги: **DISCO Desk** (служба поддержки по решениям компании), **DISCO Consulting** (консультация), **DISCO Forensics** (сбор данных), **DISCO Data Operations** (перенос данных),

**DISCO Project Management** (консультация клиентов по работе приложений), **DISCO University** (обучение).

**Потенциальный рынок.** По оценкам Statista, мировые расходы на юридические услуги в 2021 году составят \$767 млрд с прогнозируемым ростом до \$846 млрд к 2023 году.

По данным International Data Corporation, мировой рынок программного обеспечения и услуг ediscovery (службы поиска электронной информации) прогнозируется на уровне \$14,7 млрд в 2021 году и вырастет до \$16,9 млрд к 2024 году.

## Оценка CS Disco Inc: большой потенциальный рынок и консервативный прогноз проецирует оценку в \$2,143 млрд

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

**Количество клиентов.** В 2020 году темпы роста количества клиентов составили 30%, с 635 до 825. В 2021 году мы ожидаем рост в 24% количества клиентов с дальнейшим замедлением до 3% к 2030 году. Общее количество клиентов вырастет с 825 в 2020 году до 2238 к 2030-му прогнозируемому году.

**Доход с одного клиента.** В 2020 году доход от одного клиента вырос с \$76 тысяч до \$83 тысяч. Мы ожидаем, что в 2021 году темпы роста дохода с одного клиента ускорятся до 29%, так как у компании продолжает расти база крупных клиентов, на которых приходится более 75% общей выручки в первом квартале 2021 года и 74% в 2019 и 2020 годах. База крупных клиентов компании выросла с 113 в 2019 году до 157 по состоянию на 31 марта 2021 года.

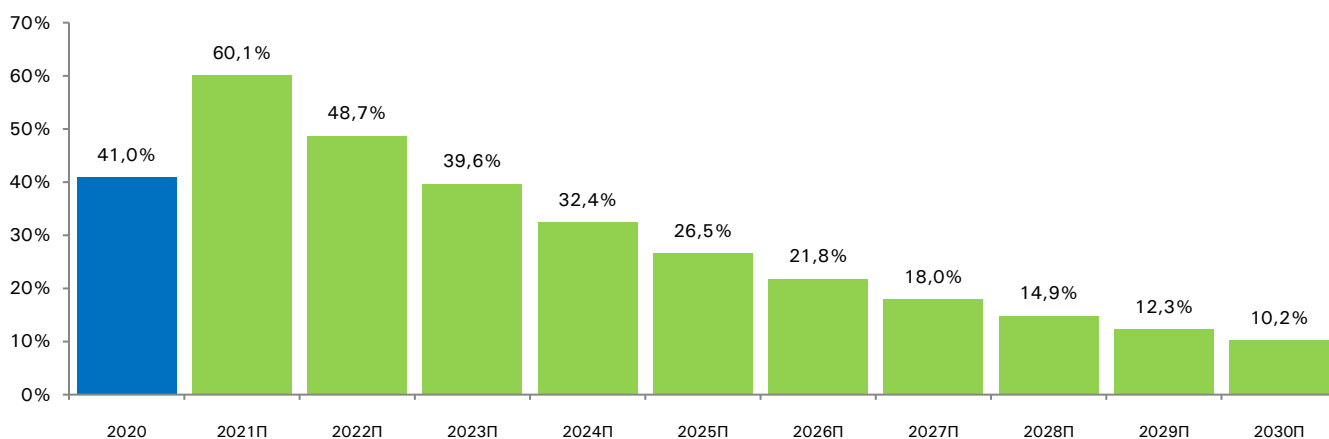
С учетом всех вводных данных мы прогнозируем ускорение темпов роста с 41% в 2020 году до 60% в 2021-м прогнозируемом году с дальнейшим замедлением до 10% к 2030-му прогнозируемому году. Общая выручка компании вырастет с \$68 млн в 2020 году до \$779 млн к 2030-му прогнозируемому году. Драйверы роста выручки компании – это большой потенциальный рынок, оцениваемый в \$16 млрд, высокая ставка удержания (122% в первом квартале 2021 года) и рост базы крупных клиентов.

Иллюстрация 2. Модель выручки CS Disco Inc

Модель выручки из целевого рынка	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Всего клиентов	635	825	1022	1218	1405	1577	1732	1868	1985	2084	2168	2238
Темпы роста, %		30%	24%	19%	15%	12%	10%	8%	6%	5%	4%	3%
Доход с одного клиента, тыс USD	76	83	107	134	162	191	220	249	276	302	326	348
Темпы роста, %		8%	29%	25%	21%	18%	15%	13%	11%	9%	8%	7%
Всего выручки, млн USD	49	68	110	163	228	301	381	465	548	629	707	779
Темпы роста, %		41,0%	60,1%	48,7%	39,6%	32,4%	26,5%	21,8%	18,0%	14,9%	12,3%	10,2%

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

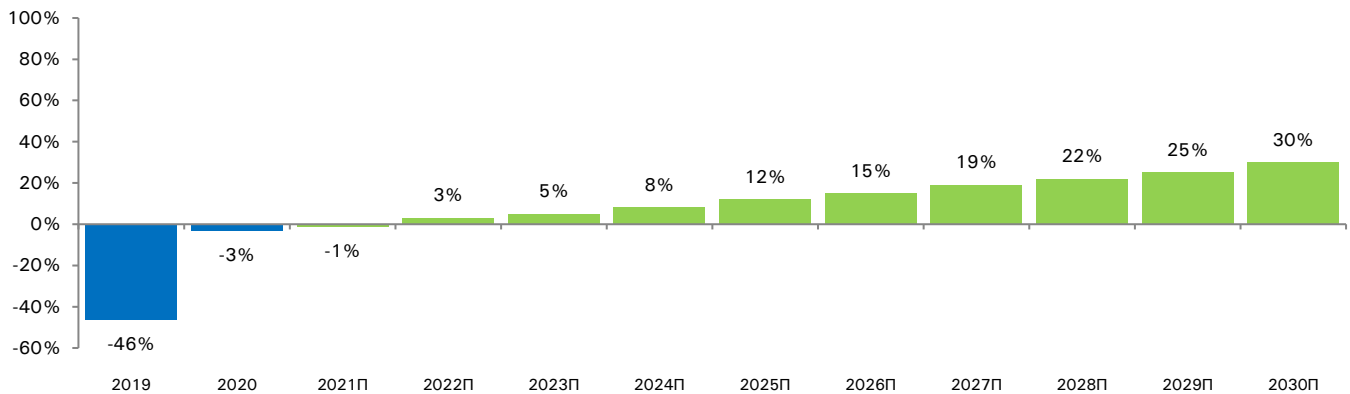
График 1. Прогноз темпов роста CS Disco Inc



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

**2. Рост показателей маржи до значений в 30%.** В 2020 году показатели EBIT-маржи были равны -33% и в первом квартале 2021 года были равны -13%. После амортизации расходов на технологии и операционной аренды показатели маржи составили -3,2%. Мы сделали консервативный прогноз маржи на уровне 30% с учетом среднеотраслевых значений и амортизации R&D. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 20,8% до среднеотраслевых 2%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$331 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 5,6%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 54% от NOPLAT.

**4. Финальный расчет стоимости и потенциала.** EV, или сумма стоимости прогнозного (\$160 млн) и зрелого (\$1,734 млрд) периодов, составит \$1,960 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды в \$4 млн, наличность на счетах в \$54 млн, поступления от IPO в \$193 млн и стоимость опционов в \$58 млн, собственный капитал CS Disco Inc можно оценить в \$2,143 млрд.

**Учитывая 56,37 млн акций после IPO, целевая цена на одну акцию равна \$38. Потенциал к верхней границе IPO в \$29 составляет 31%.**

## Иллюстрация 3. Модель оценки CS Disco Inc методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	зрелый
темпы роста выручки, %		41%	60%	49%	40%	32%	27%	22%	18%	15%	12%	10%	3,0%
(+) Выручка	49	68	110	163	228	301	381	465	548	629	707	779	728
(х) Операционная маржа	-46%	-3%	-1%	3%	5%	8%	12%	15%	19%	22%	25%	30%	30%
(=) EBIT	-23	-2	-1	5	11	24	46	70	104	138	177	234	218
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	0	0	1	2	5	9	14	21	28	35	47	44
(=) NOPLAT	-23	-2	-1	4	9	19	37	56	83	111	141	187	175
(-) чистые реинвестиции	26	14	21	28	34	40	43	44	42	36	27	16	94
(=) FCFF	(48)	(16)	(22)	(24)	(25)	(21)	(7)	12	41	75	114	171	81
FCFF маржа, %	-99%	-24%	-20%	-15%	-11%	-7%	-2%	2%	8%	12%	16%	22%	
(х) фактор дисконтирования			0,94x	0,88x	0,83x	0,78x	0,74x	0,70x	0,66x	0,62x	0,59x	0,56x	
PV FCF			(20)	(21)	(21)	(16)	(5)	8	27	46	67	95	
Терминальная стоимость													3 118
PV Терминальной стоимости													1 734
<b>Имплицированные 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		1,28x	1,48x	1,60x	1,67x	1,71x	1,74x	1,76x	1,79x	1,84x	1,91x	2,02x	
Инвестированный капитал		53	74	102	136	176	220	264	306	342	369	385	
Чистое реинвестирование, %		-643%	-1888%	709%	378%	207%	119%	79%	50%	33%	19%	8%	54%
Реинвестирование к выручке, %		20,8%	18,9%	17,0%	15,1%	13,3%	11,4%	9,5%	7,6%	5,8%	3,9%	2,0%	
ROIC, %		-4%	-1%	4%	7%	11%	17%	21%	27%	32%	38%	49%	5,6%
Маржа NOPLAT, %		-3%	-1%	2%	4%	6%	10%	12%	15%	18%	20%	24%	
<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		1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	
Бета послерыноговая		1,19	1,17	1,15	1,13	1,11	1,09	1,08	1,06	1,04	1,00		
Премия за риск инвестирования		4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	
Стоимость собственного капитала		6,4%	6,3%	6,3%	6,2%	6,1%	6,0%	5,9%	5,8%	5,8%	5,6%		
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		6,4%	6,3%	6,3%	6,2%	6,1%	6,0%	5,9%	5,8%	5,8%	5,6%		
Кумулятивная стоимость капитала		0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x		
<b>Оценка капитала, млн USD</b>													
(=) Стоимость в прогнозном периоде		160											
(+) Стоимость в терминальном периоде		1 734											
(х) Коэффициент на дату оценки		1,03x											
(=) EV		1 960											
(-) Долг (вкл. операционную аренду)		4											
(+) Наличность		54											
(+) Поступления от IPO		193											
(-) Стоимость выпущенных опционов		58											
(=) Оценка собственного капитала		2 143											
Рыночная капитализация		1 635											
<b>Целевая цена на акцию, USD</b>		<b>38,0</b>											
Максимум диапазона на IPO, USD		29											
Потенциал роста, %		31%											

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

## Риски: удержание клиентов и конкуренция

---

**Удержание клиентов.** Если компания не сможет удержать текущих клиентов и привлечь новых, то это способно повлиять на будущий рост компании, так как на долю крупных клиентов приходилось 74% всей выручки компании в 2019 и 2020 годах.

**Конкуренция.** Среди конкурентов компании можно отметить: Consilio LLC, Epiq Systems, KLDDiscovery Inc, Deloitte & Touche LLP, Ernst and Young LLP, KPMG LLP и PricewaterhouseCoopers LLP, Nuix Limited, Open Text Corporation и Relativity ODA LLC или Relativity, RELX PLC и Thomson Reuters 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.

---