

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

ForgeRock (FORG)

 Потенциал роста: **33%**

 Целевая цена: **\$31,9**

 Диапазон размещения: **\$21–24**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Программное обеспечение

Оценка перед IPO

IPO FORG: платформа цифровой идентификации



Выручка, 6M21 (млн USD)	85
EBIT, 6M21 (млн USD)	-9
Прибыль, 6M21 (млн USD)	-20
Чистый долг, 6M21 (млн USD)	0

P/E, 2021 (x)	—
P/S, 2021 (x)	—
EV/S, 2021 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-11

Капитализация IPO (млрд USD)	1,786
Акции после IPO (млн шт.)	79,38
Акции к размещению (млн шт.)	11
Объем IPO (млн USD)	248
Минимальная цена IPO (USD)	21
Максимальная цена IPO (USD)	24
Целевая цена (USD)	31,9
Дата IPO	15 сентября

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

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 ForgeRock. Компания является производителем программного обеспечения для проверки личности. Андеррайтеры размещения – Morgan Stanley, J.P. Morgan, Deutsche Bank Securities, Mizuho и HSBC.

О компании. Компания была основана в 2010 году, и по состоянию на 30 июня 2021 года у ForgeRock было 1300 клиентов по всему миру, из них 353 клиента с контрактом свыше \$100к, ставка удержания на уровне 113%. ForgeRock – единственный поставщик, признанный Forrester и KuppingerCole лидером на рынке customer identity and access management и Gartner на рынке Access Management. Всего компания привлекла \$233,7 млн. Акционеры компании – Accel, Riverwood, Meritech, Foundation Capital, KKR Fox Investors LLC и GravityRock A.S.

Продукты компании. Компания предоставляет платформу идентификации, которая позволяет предприятиям защищать и управлять идентификацией всего. **Потребители:** позволяет предприятиям предоставлять своим потребителям безопасную цифровую идентификацию. **Сотрудники:** помогает предприятиям повысить продуктивность сотрудников, автоматически предоставляя доступ к соответствующим системам в течение жизненного цикла работника, также помогает снизить корпоративные риски, обеспечивая доступ к системе и контролируя соответствие предоставленного доступа. **IoT-вещи и услуги:** помогает предприятиям защищать IoT-вещи, идентификационные данные компьютеров, ботов, API и микросервисы. Платформа ForgeRock Identity Platform включает в себя полный набор средств: **Identity Management** автоматизирует процесс жизненного цикла идентификатора, включая первоначальную настройку, подготовку, передачу, изменения, ограничения конфиденциальности и средства защиты; **Access Management** – обеспечение простого и безопасного управления доступа с использованием адаптивной интеллектуальной системы; **Identity Governance** управляет и снижает риски, связанные с чрезмерным или ненужным доступом пользователей к приложениям, системам, устройствам или данным; **Autonomous Identity** – предоставление обзор-доступа в масштабе предприятия, что позволяет оптимизировать и автоматизировать процессы управления и снижать риски, связанные с цифровой идентификацией.

Апсайд в 33% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$2,530 млрд при целевой цене \$31,9 на одну простую акцию с потенциалом роста 33%.

ForgeRock: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2019	2020	6M21
Выручка	104	128	85
Себестоимость	17	21	14
Валовая прибыль	87	106	70
R&D	30	36	20
S&M	70	76	42
G&A	25	27	17
EBITDA	(36)	(31)	(9)
Амортизация	1	1	1
EBIT	(37)	(32)	(9)
Валютные расходы/доходы	(0)	3	(0)
Варранты	(0)	(7)	(7)
Процентные расходы	(2)	(5)	(2)
Прочие расходы/доходы	0	(0)	(0)
Доналоговая прибыль	(39)	(41)	(20)
Налог	(2)	1	0
Чистая прибыль	(37)	(42)	(20)
Рост и маржа (%)	2019	2020	6M21
Темпы роста выручки	-	22	53
Темпы роста EBITDA	-	-	-
Темпы роста EBIT	-	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-
Валовая маржа	84	83	83
EBITDA-маржа	-34	-24	-10
EBIT-маржа	-35	-25	-11
NOPLAT-маржа	-	-	-
Маржа чистой прибыли	-35	-33	-24
Cash Flow, млн USD	2019	2020	6M21
CFO	(47)	(30)	(29)
D&A	1	1	1
CFI	7	(1)	(59)
CapEx	(2)	(1)	(0)
CFF	25	101	22
Денежный поток	(15)	71	(67)
Наличность на начало года	44	29	100
Наличность на конец года	29	100	33
Справочные данные	2019	2020	6M21
Акции в обращении, млн шт.	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-
EV, USD	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	2	1	0
Рабочий капитал, USD	-	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	-
BV, USD	-	-	-
Инвестированный капитал	-	-	-
EPS, USD на акцию	-	-	-

Балансовый отчет, млн USD	2019	2020	6M21
Наличность	29	100	33
ЦБ	0	0	59
Дебиторская задолженность	35	35	38
Контрактные активы	8	11	20
Отложенные комиссии	5	6	6
Прочие активы	5	4	11
Текущие активы	81	156	167
Отложенные комиссии	5	9	11
ОС	3	3	2
Активы в аренду	0	0	5
Контракты и другие активы	0	1	1
Долгосрочные активы	8	12	20
Активы	89	168	186
Кредиторская задолженность	2	1	1
Начисленная компенсация	0	14	13
Начисленные расходы	14	3	5
Долг	0	0	0
Аренда	0	0	2
Отложенный доход	41	50	50
Прочие обязательства	3	10	3
Текущие обязательства	59	79	73
Долг	29	39	39
Аренда	0	0	3
Отложенный доход	10	5	5
Прочие обязательства	1	4	7
Долгосрочные обязательства	41	48	55
Всего обязательства	100	127	128
Конвертируемые акции	140	232	263
Капитал	(151)	(190)	(205)
Обязательства и собственный капитал	89	168	186
Поэлементный анализ ROIC	2019	2020	6M21
Маржа NOPLAT, %	-	-	-
ICTO, x	-	-	-
AICTO, x	-	-	-
ROIC, %	-	-	-
Себестоимость/выручка, %	-	-	-
Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
WCTO, x	-	-	-
FATO, x	-	-	-
Ликвидность и структура капитала	2019	2020	6M21
EBIT/процентные платежи, x	-	-	-
Текущая ликвидность, x	1,37	1,98	2,27
Долг/общая капитализация, %	-	-	-
Долг/активы, %	33	23	21
Долг/собственные средства, x	1,02	0,39	0,43
Долг/IC, %	-	-	-
Собственные средства/активы, %	32	59	49
Активы/собственный капитал, x	-	-	-
Мультипликаторы	2019	2020	6M21
P/B, x	-	-	-
P/E, x	-	-	-
P/S, x	-	-	-
EV/EBITDA, x	-	-	-
EV/S, x	-	-	-

ForgeRock: ключевые факты

ForgeRock (FORG). Компания является производителем программного обеспечения для проверки личности.

Компания была основана в 2010 году, и по состоянию на 30 июня 2021 года у ForgeRock было 1300 клиентов по всему миру, из них 353 клиента с контрактом свыше \$100к, ставка удержания на уровне 113%.

ForgeRock – единственный поставщик, признанный Forrester и KuppingerCole лидером на рынке customer identity and access management и Gartner на рынке Access Management.

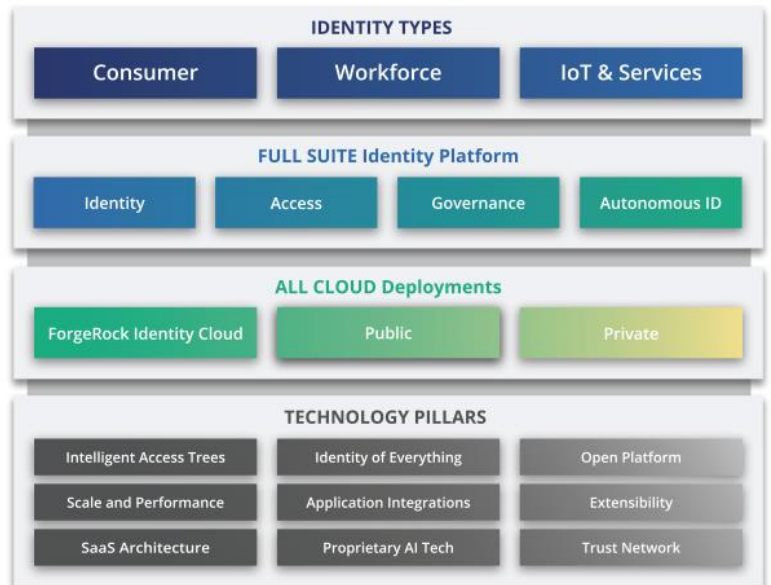
Всего компания привлекла \$233,7 млн. Акционеры компании – Accel, Riverwood, Meritech, Foundation Capital, KKR Fox Investors LLC и GravityRock A.S.

Платформа компании. Компания предоставляет платформу идентификации, которая позволяет предприятиям защищать и управлять идентификацией всего:

- **Потребители:** позволяет предприятиям предоставлять своим потребителям безопасную цифровую идентификацию.
- **Сотрудники:** помогает предприятиям повысить продуктивность сотрудников, автоматически предоставляя доступ к соответствующим системам в течение жизненного цикла работника, также помогает снизить корпоративные риски, обеспечивая доступ к системе и контролируя соответствие предоставленного доступа.
- **IoT-вещи и услуги:** помогает предприятиям защищать IoT-вещи, идентификационные данные компьютеров, ботов, API и микросервисы.

Платформа ForgeRock Identity Platform включает в себя полный набор средств:

- **Identity Management** автоматизирует процесс жизненного цикла идентификатора, включая первоначальную настройку, подготовку, передачу, изменения, ограничения конфиденциальности и средства защиты.
- **Access Management** – обеспечение простого и безопасного управления доступом с использованием адаптивной интеллектуальной системы.
- **Identity Governance** управляет и снижает риски, связанные с чрезмерным или ненужным доступом пользователей к приложениям, системам, устройствам или данным.
- **Autonomous Identity** – предоставление обзор-доступа в масштабе предприятия, что позволяет оптимизировать и автоматизировать процессы управления и снизить риски, связанные с цифровой идентификацией.

Иллюстрация 1. Платформа компании

Источник: на основе данных компании

Потенциальный рынок. Компания оценивает свой адресный рынок в \$71 млрд.

По данным Gartner, мировой рынок управления доступом и идентификации в 2021 году составит \$11,6 млрд.

По данным grandviewresearch.com, рынок управления доступом и идентификации составит \$3,7 млрд в 2020 году с дальнейшим ростом до \$14,8 млрд к 2027 году.

Оценка ForgeRock: текущие вводные и потенциальный рынок проецируют оценку в \$2,53 млрд

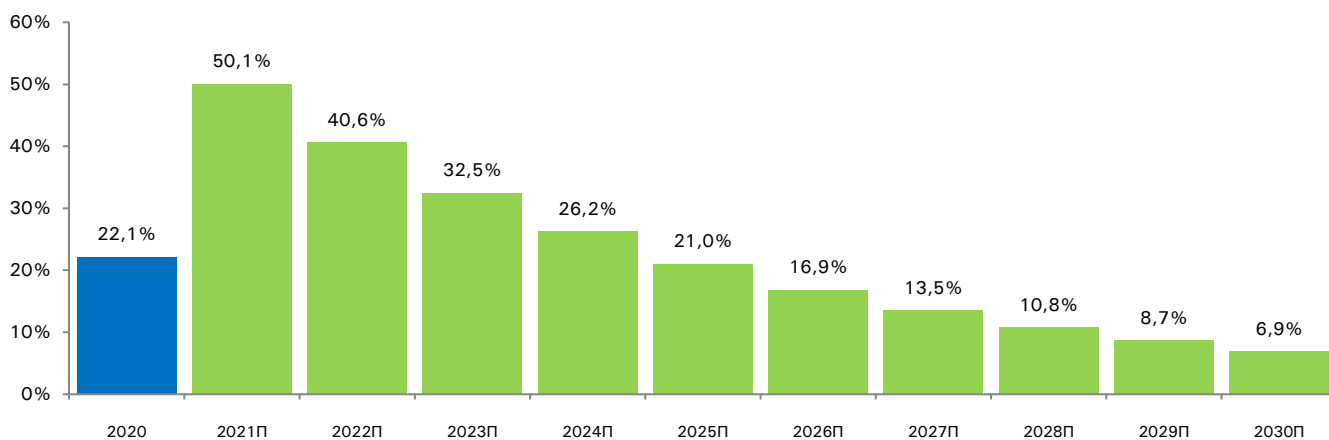
1. Прогноз выручки. Для построения модели мы использовали данные по выручке от подписки и по выручке от услуг.

Выручка от подписки. В 2020 году темпы роста выручки от подписки составили 22%, в 1ПГ 2021 года темпы роста ускорились до 53%. Основной драйвер ускорения темпов роста в 1ПГ 2021 года был связан с увеличением дохода от текущих клиентов (64% от общей выручки). Мы ожидаем, что в 2021 году темпы роста составят 52% с дальнейшим замедлением до 7% к 2030-му прогнозируемому году. Выручка вырастет с \$123,38 млн до \$926,2 млн.

Выручка от услуг. В 2020 году выручка от услуг сократилась на 10%, в 1ПГ 2021 года выручка осталась на уровне \$1,913 млн (в 2020 году выручка была на уровне \$1,912 млн). Мы ожидаем, что в 2021 прогнозируемом году темпы роста останутся на уровне 4,26 млн с дальнейшим ростом до 4,78 млн к 2030-му прогнозируемому году.

С учетом всех вводных данных мы прогнозируем ускорение темпов роста с 22,1% в 2020 году до 50,1% в 2021-м прогнозируемом году с дальнейшим замедлением до 6,9% к 2030-му прогнозируемому году. Общая выручка компании вырастет с \$128 млн в 2020 году до \$931 млн к 2030-му прогнозируемому году.

График 1. Прогноз темпов роста ForgeRock



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

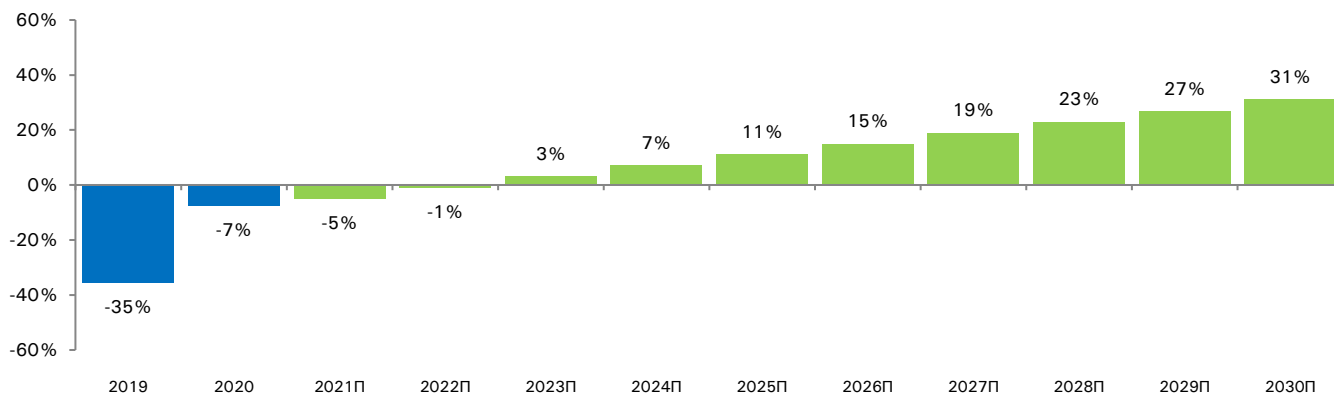
Иллюстрация 2. Модель выручки ForgeRock

Модель выручки из целевого рынка	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Выручка от подписки, млн USD	99,748	123,38	187,3	264,9	352,7	446,3	540,9	632,8	718,7	796,8	866,0	926,2
Темпы роста, %		24%	52%	41%	33%	27%	21%	17%	14%	11%	9%	7%
Выручка от услуг, млн USD	4,75	4,26	4,26	4,47	4,16	4,24	4,33	4,41	4,50	4,59	4,68	4,78
Темпы роста, %		-10%	0%	5%	-7%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Всего выручки, млн USD	104	128	192	269	357	451	545	637	723	801	871	931
Темпы роста, %		22,1%	50,1%	40,6%	32,5%	26,2%	21,0%	16,9%	13,5%	10,8%	8,7%	6,9%

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

2. Рост показателей маржи до значений 31%. В 2020 году показатели EBIT-маржи были равны -25% и в первом полугодии 2021 года были равны -11%. После амортизации расходов на R&D и операционной аренды показатели маржи составили -7,3%. Мы сделали консервативный прогноз маржи на уровне 31% с учетом среднеотраслевых значений и прогноза компании. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 17% до среднеотраслевых 5%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$517 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 5,9%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 51% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (\$147 млн) и зрелого (\$2,207 млрд) периодов, составит \$2,438 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга в \$43 млн, наличность на счетах в \$92 млн, поступления от IPO в \$248 млн и стоимость опционов в \$205 млн, собственный капитал ForgeRock можно оценить в \$2,530 млрд.

Учитывая 79,38 млн акций после IPO, целевая цена на одну акцию равна \$31,9. Потенциал к верхней границе IPO в \$24 составляет 33%.

Иллюстрация 3. Модель оценки ForgeRock методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	зрелый
темпы роста выручки, %		22%	50%	41%	32%	26%	21%	17%	13%	11%	9%	7%	3,0%
(+) Выручка	104	128	192	269	357	451	545	637	723	801	871	931	897
(х) Операционная маржа	-35%	-7%	-5%	-1%	3%	7%	11%	15%	19%	23%	27%	31%	31%
(=) EBIT	-37	-9	-10	-3	11	31	59	95	136	183	234	289	278
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	0	0	0	0	6	12	19	27	37	47	58	56
(=) NOPLAT	-37	-9	-10	-3	11	25	48	76	109	146	187	231	222
(-) чистые реинвестиции	31	22	30	39	48	55	60	63	62	59	54	47	113
(=) FCFF	(68)	(31)	(40)	(42)	(37)	(30)	(12)	13	47	87	133	184	109
FCFF маржа, %	-65%	-24%	-21%	-16%	-10%	-7%	-2%	2%	6%	11%	15%	20%	
(х) фактор дисконтирования			0,95x	0,90x	0,86x	0,81x	0,77x	0,73x	0,69x	0,65x	0,62x	0,58x	
PV FCF			(38)	(38)	(32)	(24)	(10)	10	32	57	82	108	
Терминальная стоимость													3 779
PV Терминальной стоимости													2 207
Имплицированные переменные модели		2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	
Выручка/капитал, x		2,12x	2,12x	2,07x	2,01x	1,93x	1,86x	1,79x	1,73x	1,68x	1,64x	1,61x	
Инвестированный капитал		60	91	130	178	233	293	355	418	477	531	578	
Чистое реинвестирование, %		-232%	-316%	-1423%	455%	220%	126%	82%	57%	41%	29%	20%	51%
Реинвестирование к выручке, %		17,0%	15,8%	14,6%	13,4%	12,2%	11,0%	9,8%	8,6%	7,4%	6,2%	5,0%	
ROIC, %		-16%	-11%	-2%	6%	11%	16%	21%	26%	31%	35%	40%	5,9%
Маржа NOPLAT, %		-7%	-5%	-1%	3%	6%	9%	12%	15%	18%	21%	25%	
Расчет WACC			2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	
Безрисковая ставка			1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	
Бета послерыноговая			0,85	0,87	0,88	0,90	0,91	0,93	0,94	0,96	0,97	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%	
Стоимость собственного капитала			5,3%	5,3%	5,4%	5,5%	5,5%	5,6%	5,7%	5,7%	5,8%	5,9%	
Ставка долга, до налогов			4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	
Ставка долга, после налогов			3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
СК/Стоимость компании			98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	
Долг/Стоимость компании			2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	
Средневзвешенная стоимость капитала			5,2%	5,3%	5,4%	5,4%	5,5%	5,6%	5,6%	5,7%	5,8%	5,9%	
Кумулятивная стоимость капитала			1,0x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	
Оценка капитала, млн USD													
(=) Стоимость в прогнозном периоде			147										
(+) Стоимость в терминальном периоде			2 207										
(х) Коэффициент на дату оценки			1,04x										
(=) EV			2 438										
(-) Долг (вкл. операционную аренду)			43										
(+) Наличность			92										
(+) Поступления от IPO			248										
(-) Стоимость выпущенных опционов			205										
(=) Оценка собственного капитала			2 530										
Рыночная капитализация			1 905										
Целевая цена на акцию, USD			31,9										
Максимум диапазона на IPO, USD			24										
Потенциал роста, %			33%										

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

Риски: конкуренция, интеграция и сотрудники

Конкуренция. Конкуренты компании на рынке – CA Technologies, IBM, Oracle, Okta, CyberArk, Ping и SailPoint.

Интеграция. Если платформа или продукты компании не будут эффективно интегрироваться с существующими или будущими IT-инфраструктурами клиентов, то это может негативно сказаться на будущей выручке компании.

Сотрудники. Если компания не сможет удерживать или привлекать высококвалифицированный персонал, то это может негативно сказаться на будущем развитии компании.

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.
