

SEMrush Holdings (SEMR)

Оценка капитала | DCF

США | ПО

Потенциал роста: **30%**Целевая цена: **\$20,8**Диапазон размещения: **\$14–16**

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	—	—	—

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 FCFE 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
Рост и маржа (%)	2019	2020	Текущие обязательства	30	43
Темпы роста выручки	-	36	Отложенный доход	0	0
Темпы роста ЕБИТDA	-	-	Отложенный налог	0	0
Темпы роста ЕБИТ	-	-	Прочие обязательства	0	0
Темпы роста NOPLAT	-	-	Всего обязательства	31	44
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	Конвертируемые акции	18	18
Валовая маржа	76	76	Капитал	(1)	(7)
ЕБИТDA-маржа	-	-	Обязательства и собственный капитал	48	55
ЕБИТ-маржа	-9	-5			
NOPLAT-маржа	-	-			
Маржа чистой прибыли	-11	-6			
			Поэлементный анализ ROIC	2019	2020
Cash Flow, млн USD	2019	2020	Маржа NOPLAT, %	0%	-
CFO	2	6	ICTO, x	-	-
D&A	1	1	AICTO, x	-	-
			ROIC, %	-	-
CFI	(1)	(6)	Себестоимость/выручка, %	-	-
CapEx	(1)	(3)	Операционные издержки/выручка, %	-	-
			WCSTO, x	-	-
CFF	5	(2)	FATO, x	-	-
Денежный поток	6	(2)	Ликвидность и структура капитала	2019	2020
Наличность на начало года	32	38	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-
Наличность на конец года	38	36	Текущая ликвидность, x	1,49	1,02
			Долг/общая капитализация, %	-	-
Справочные данные	2019	2020	Долг/активы, %	-	-
Акции в обращении, млн шт.	-	-	Долг/собственные средства, x	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	Долг/IC, %	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	Собственные средства/активы, %	77	65
Рыночная капитализация, USD	-	-	Активы/собственный капитал, x	-	-
EV, USD	-	-			
Капитальные инвестиции, USD	1	3	Мультипликаторы	2019	2020
Рабочий капитал, USD	-	-	P/B, x	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	P/E, x	-	-
BV, USD	-	-	P/S, x	-	-
Инвестированный капитал	-	-	EV/ЕБИТDA, x	-	-
EPS, USD на акцию	-	-	EV/S, x	-	-

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%.

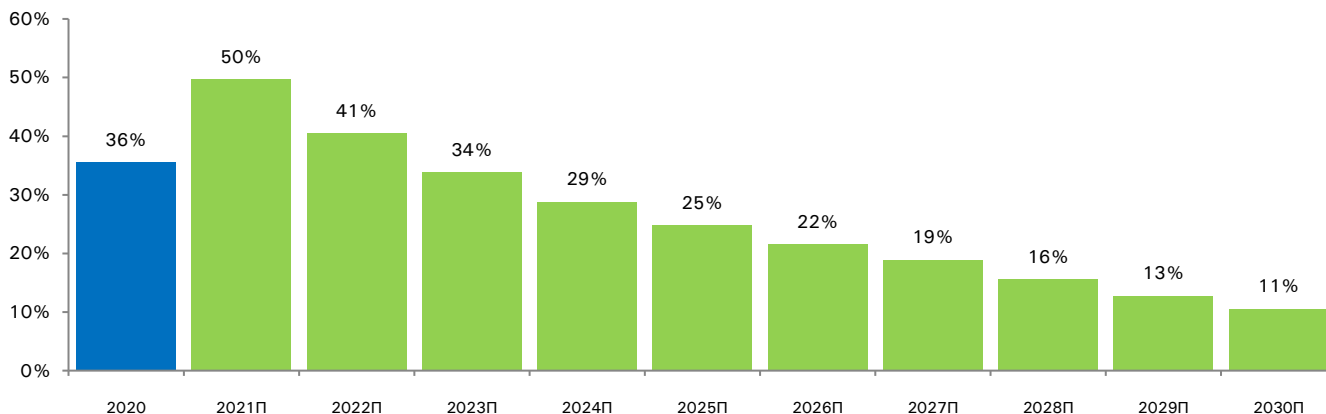
Темпы роста общей выручки компании ускорятся с 36% в 2020 году до 50% в 2021-м прогнозном году с дальнейшим замедлением до 11% к 2030-му прогнозному году. Выручка вырастет с \$125 млн в 2020 году до \$1,178 млрд к 2030-му прогнозному году. Доля рынка компании может вырасти с 0,22% в 2020 году до 0,62%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

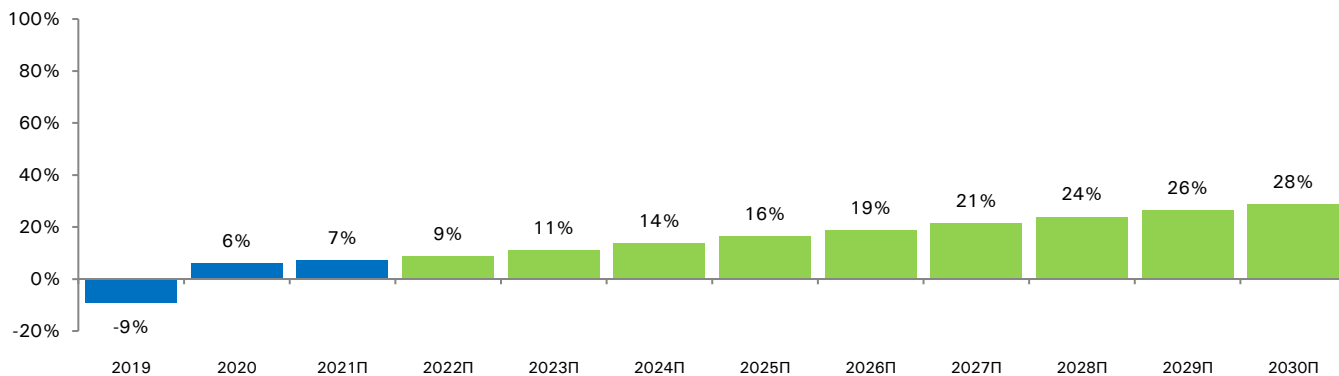
График 1. Прогноз темпов роста SEMrush Holdings



Источник: на основе данных компании и прогноза ООО ИК «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 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 6,3%. 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 ООО ИК «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.

Дисклеймер

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.

Инвестиционная компания «Фридом Финанс»

Тимур Турлов,
генеральный директор,
главный инвестиционный стратег

Департамент
корпоративных финансов
Сергей Носов,
директор департамента
корпоративных финансов
Email: nosov@ffin.ru

Роман Соколов,
заместитель директора департамента
корпоративных финансов
Email: sokolov@ffin.ru

Трейдинг
Российский рынок
Email: rustraders@ffin.ru
Время работы: 10:00-24:00 мск

Американский рынок
E-mail: traders@ffin.ru
Время работы: 10:00-24:00 мск

Отдел продаж (руководители департаментов)

Георгий Волосников
Станислав Дрейлинг
Владимир Козлов
Мстислав Кудинов
Антон Мельцов
Email: sales@ffin.ru
Время работы: 10:00-20:00 мск

Аналитика и обучение
Игорь Ключнев (руководитель)
Email: klyushnev@ffin.ru

Связи с общественностью
Наталья Харлашина (руководитель)
Email: pr@ffin.ru

Бэк-офис
Галина Карякина (операционный директор)
Email: office@ffin.ru
Время работы: 10:00-24:00 мск

Центральный офис

Москва

+7 (495) 783-91-73

123112, г. Москва, 1-й Красногвардейский проезд, 15,
этаж 18, башня «Меркурий», Москва-Сити
(м. «Выставочная», «Деловой центр»)
www.ffin.ru | info@ffin.ru

Офисы

Архангельск
+7 (8182) 457-770
пл. Ленина, 4, 1 этаж
arhangelsk@ffin.ru

Астрахань
+7 (8512) 990-911
ул. Кирова, д. 34
astrakhan@ffin.ru

Барнаул
+7 (3852) 29-99-65
ул. Молодежная, 26
barناول@ffin.ru

Владивосток
+7 (423) 279-97-09
ул. Фонтанная, 28
vladivostok@ffin.ru

Волгоград
+7 (8442) 61-35-05
пр-т им. В.И. Ленина, 35
volgograd@ffin.ru

Воронеж
+7 (473) 205-94-40
ул. Карла Маркса, 67/1
voronezh@ffin.ru

Екатеринбург
+7 (343) 351-08-68
ул. Сакко и Ванцетти, 61
+7 (343) 351-09-90
ул. Хохрякова, д.10
yekaterinburg@ffin.ru

Ижевск
+7 (3412) 278-279
ул. Пушкинская д. 277
БЦ «Парус Плаза»
safin@ffin.ru

Иркутск
+7 (3952) 79-99-02
ул. Киевская, 2
(вход с ул. Карла Маркса)
irkutsk@ffin.ru

Казань
+7 (843) 249-00-51
ул. Сибгата Хакима, 15
kazan@ffin.ru

Калининград
+7 (4012) 92-08-78
пл. Победы, 10
БЦ «Кlover», 1 этаж
kaliningrad@ffin.ru

Кемерово
+7 (3842) 45-77-75
пр-т Октябрьский, 2 Б
БЦ «Маяк Плаза», офис 910
kemerovo@ffin.ru

Краснодар
+7 (861) 203-45-58
ул. Кубанская Набережная, 39/2
ТОЦ «Адмирал»
krasnodar@ffin.ru

Красноярск
+7 (391) 204-65-06
пр-т Мира, 26
krasnoyarsk@ffin.ru

Липецк
+7 (4742) 50-10-00
ул. Гагарина, 33
lipetsk@ffin.ru

Набережные Челны
+7 (8552) 204-777
пр-т Хасана Туфана, д. 26
n.chelny@ffin.ru

Нижний Новгород
+7 (831) 261-30-92
ул. Минина, д. 1
nnovgorod@ffin.ru

Новокузнецк
+7 (3843) 20-12-20
пр-т Н.С. Ермакова, 1, корп. 2,
офис 118
novokuznetsk@ffin.ru

Новосибирск
+7 (383) 377-71-05
ул. Советская, 37 А
novosibirsk@ffin.ru

Омск
+7 (3812) 40-44-29
ул. Гагарина, 14, 1 этаж
omsk@ffin.ru

Оренбург
+7 (3532) 48-66-08
ул. Чкалова, 70/2
orenburg@ffin.ru

Пермь
+7 (342) 255-46-65
ул. Екатерининская, 120
perm@ffin.ru

Ростов-на-Дону
+7 (863) 308-24-54
БЦ Форте,
пр. Буденновский, д. 62/2
rostovnadonu@ffin.ru

Самара
+7 (846) 229-50-93
Ульяновская улица, 45
samara@ffin.ru

Санкт-Петербург
+7 (812) 313-43-44
Басков переулок, 2, стр. 1
spb@ffin.ru

Сочи
+7 (862) 300-01-65
ул. Парковая, 2
sochi@ffin.ru

Саратов
+7 (845) 275-44-40
ул. им. Вавилова Н.И., 28/34
saratov@ffin.ru

Ставрополь
+7 (8652) 22-20-22
ул. Ленина, 219, (БЦ)
3 этаж, офис 277,
stavropol@ffin.ru

Сургут
+7 (3462) 39-09-00
проспект Мира, дом 42,
офис 305
surgut@ffin.ru

Тверь
+7 (4822) 755-881
бульвар Радищева, д.31 Б
(офис 22)
tver@ffin.ru

Тольятти
+7 (848) 265-16-41
ул. Фрунзе, 8
ДЦ PLAZA, офис 909
tolyatti@ffin.ru

Тюмень
+7 (3452) 56-41-50
ул. Челюскинцев, 10,
офис 112
tyumen@ffin.ru

Ульяновск
+7 (842) 242-52-22
ул. Карла Либкнехта, 24/5А, оф. 77
Бизнес центр «Симбирск», 7 этаж
ulyanovsk@ffin.ru

Уфа
+7 (347) 211-97-05
ул. Карла Маркса, 20
ufa@ffin.ru

Челябинск
+7 (351) 799-59-90
ул. Лесопарковая, 5
chelyabinsk@ffin.ru

Череповец
+7 (8202) 49-02-86
пр-т. Победы, д. 60
cherepovets@ffin.ru

Ярославль
+7 (4852) 60-88-90
ул. Свободы, 34, 1 этаж,
yaroslavl@ffin.ru