

РЕКОМЕНДАЦИЯ

В процессе

Cloudflare, Inc (NET)

Потенциал роста: -

Целевая цена: -

Диапазон размещения: -

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Программное обеспечение

обзор перед IPO

IPO Cloudflare: блокировка 44 млрд угроз в день



Выручка, 2018 (млн USD)	192,6
EBIT, 2018 (млн USD)	-84,9
Прибыль, 2018 (млн USD)	-87,2
Чистый долг, 2Q19 (млн USD)	0

P/E, 2019 (x)	—
P/S, 2019 (x)	—
EV/S, 2019 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-29

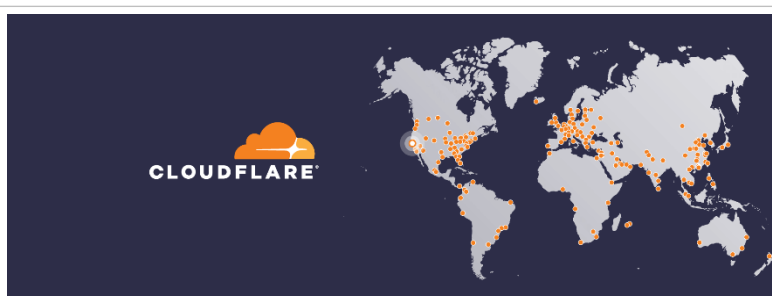
Капитализация IPO (млн USD)	—
Акции после IPO (млн шт)	—
Акции к размещению (млн шт)	—
Объем IPO (млн USD)	—
Минимальная цена IPO (USD)	—
Максимальная цена IPO (USD)	—
Целевая цена (USD)	—
Дата IPO	—

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

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 августа заявку на IPO подала компания Cloudflare, разработчик платформы, которая предоставляет услуги CDN, защиту от DDoS-атак, безопасный доступ к ресурсам и серверы DNS. Среди инвесторов компании числятся NEA (23%), Pelion Ventures (20,9%) и Venrock (19,5%).

Главные бизнес-показатели компании. У компании есть 193 центра в 90 странах, которые соединяются более 8000 сетей по всему миру. Среди клиентов числятся крупные интернет-провайдеры, службы SaaS и различные компании. Компания обслуживает более 20 млн веб-сайтов, около 74,8 тыс. платных пользователей, из которых 408 платят более \$100 тыс. в год. Из всей клиентской базы компании около 10% составляют компании из списка Fortune 1000. Cloudflare многое делает для поддержки некоммерческих организаций, медиа и малого бизнеса с помощью бесплатных или очень дешёвых тарифных планов, которые защищают от DDoS-атак и повышают производительность веб-сайтов.

Потенциальный рынок свыше \$47,1 млрд. Компания работает на ключевых рынках: VPN, внутренние и внешние брандмауэры, занимается веб-безопасностью, обнаружением и предотвращением атак и др. По данным IDC, в 2018 году компании потратили на эти продукты \$31,6 млрд, а к 2022 году ожидается рост затрат до \$47,1 млрд. Компания также разрабатывает новые продукты для смежных рынков, включая рынок IoT-вещей, 5G и различные вычисления.

Ускорение выручки в 1ПГ19 до 48% при росте расходов на фоне подготовки компании к IPO. В 2017 году Cloudflare продемонстрировала рост в 59%, в 2018 году было снижение до 43%, при этом за 6 месяцев наблюдается ускорение: рост составил 48%. Валовая маржа с 2016 года демонстрирует рост с 72% в 2016 году до 77% в 1ПГ19. При этом показатели EBIT-маржи демонстрируют снижение с -20% до -29% за этот же период. Основными причинами роста расходов с 2018 года стали расходы на маркетинг (увеличение персонала на 57%, увеличение расходов на маркетинговые программы для увеличения узнаваемости бренда) и административные расходы (расходы на компенсацию на основе акций с увеличением численности персонала на 63% для подготовки компании к IPO).

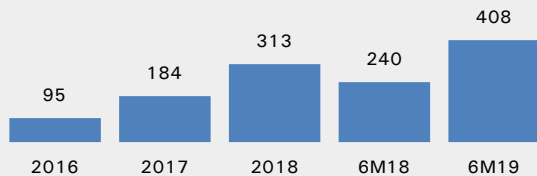
Cloudflare: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2016	2017	2018	6M19
Выручка	85	135	193	129
Себестоимость	24	29	44	29
Валовая прибыль	61	106	149	100
S&M	40	62	94	67
R&D	24	34	54	37
G&A	14	20	85	34
EBITDA	(7)	6	(59)	(19)
Амортизация	10	16	26	18
EBIT	(17)	(10)	(85)	(37)
Процентные доходы	1	1	2	2
Процентные расходы	(1)	(1)	(1)	(1)
Прочие расходы	(0)	0	(2)	(0)
Доналоговая прибыль	(16)	(9)	(83)	(35)
Налог	0	1	1	1
Чистая прибыль	(16)	(10)	(84)	(36)
Рост и маржа (%)	2016	2017	2018	6M19
Темпы роста выручки	-	59%	43%	48%
Темпы роста EBITDA	-	-	-	-
Темпы роста EBIT	-	-	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	-
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	-
Валовая маржа	72%	79%	77%	77%
EBITDA маржа	-8%	5%	-31%	-15%
EBIT маржа	-20%	-7%	-44%	-29%
NOPLAT маржа	-	-	-	-
Маржа чистой прибыли	-19%	-7%	-44%	-28%
Cash Flow, млн USD	2016	2017	2018	6M19
CFO	(13)	3	(43)	(13)
D&A	10	16	26	18
CFI	(15)	10	(121)	28
CapEx	(19)	(23)	(35)	(26)
CFF	0	(0)	169	2
Денежный поток	(28)	13	5	17
Наличность на начало года	42	14	27	31
Наличность на конец года	14	27	31	49
Справочные данные	2016	2017	2018	6M19
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	-
EV, USD	-	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	19	23	35	26
Рабочий капитал, USD	-	-	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	-	-
BV, USD	-	-	-	-
Инвестированный капитал	-	-	-	-
EPS, USD на акцию	-	-	-	-
Балансовый отчет, млн USD	2017	2018	6M19	
Наличность	24	25	42	
ЦБ	49	136	82	
Дебиторская задолженность	11	25	30	
Контрактные активы	4	2	2	
Прочие активы	3	9	10	
Текущие активы	92	197	166	
ОС	51	73	85	
Гудвилл	4	4	4	
NMA	1	0	0	
Отложенные затраты	11	16	19	
Наличность с ограничением	2	6	6	
Прочие активы	2	2	6	
Долгосрочные активы	71	102	121	
Активы	163	298	287	
Кредиторская задолженность	5	14	17	
Начисленные расходы	9	16	19	
Примечание к оплате	0	0	0	
Опционы	1	14	15	
Отложенные доход	12	17	27	
Текущие обязательства	27	61	77	
Примечание к оплате	0	0	0	
Финансовые облигации	10	10	10	
Доходы будущих периодов	0	0	1	
Погашение конверт-х акций	0	2	2	
Прочие долгосрочные обязательства	3	7	10	
Долгосрочные обязательства	14	19	23	
Всего обязательства	41	80	101	
Конвертируемые акции	182	332	332	
Капитал	-60	-114	-145	
Обязательства и собственный капитал	163	298	287	
Поэлементный анализ ROIC	2017	2018	6M19	
Маржа NOPLAT, %	-	-	-	
ICTO, x	-	-	-	
AICTO, x	-	-	-	
ROIC, %	-	-	-	
Себестоимость/выручка, %	-	-	-	
Операционные издержки/выручка, %	192%	186%	221%	
WCFO, x	-	-	-	
FATO, x	-	-	-	
Ликвидность и структура капитала	2017	2018	6M19	
EBIT/процентные платежи, x	-	-	-	
Текущая ликвидность, x	3,39	3,21	2,14	
Долг/общая капитализация, %	-	-	-	
Долг/активы, %	-	-	-	
Долг/собственные средства, x	-	-	-	
Долг/IC, %	-	-	-	
Собственные средства/активы, %	15%	8%	15%	
Активы/собственный капитал, x	-	-	-	
Мультипликаторы	2017	2018	6M19	
P/B, x	-	-	-	
P/E, x	-	-	-	
P/S, x	-	-	-	
EV/EBITDA, x	-	-	-	
EV/S, x	-	-	-	

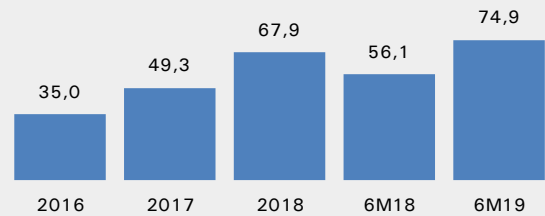
Cloudflare: ключевые цифры

Операционная метрика

■ Количество клиентов, чей контракт свыше \$100k

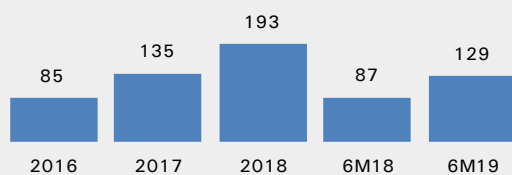


■ Количество платящих клиентов, тыс

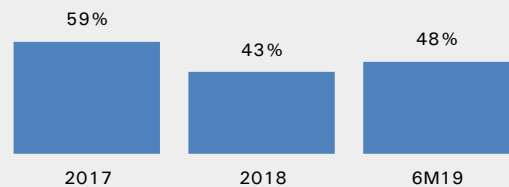


Выручка и темпы роста

■ Выручка



■ Темпы роста выручки



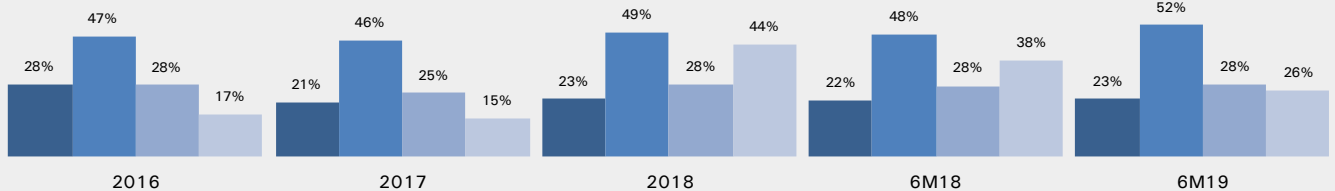
Расходы и их структура

■ Себестоимость

■ S&M

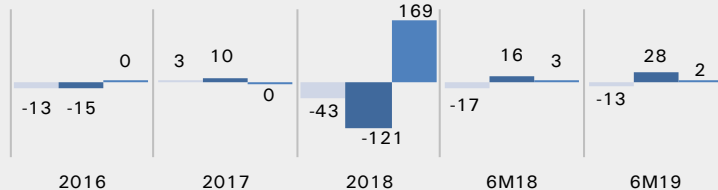
■ R&D

■ G&A

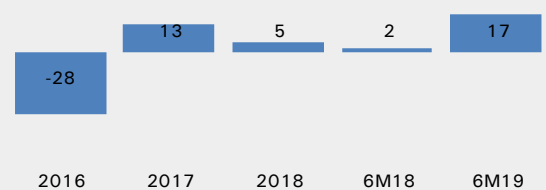


Денежные потоки

■ CFO ■ CFI ■ CFF

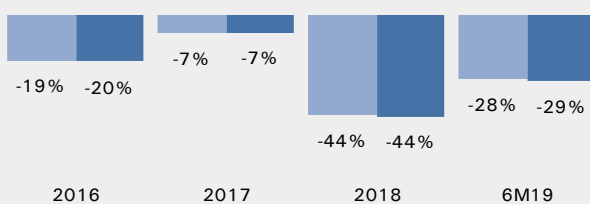


■ Изменение в наличности

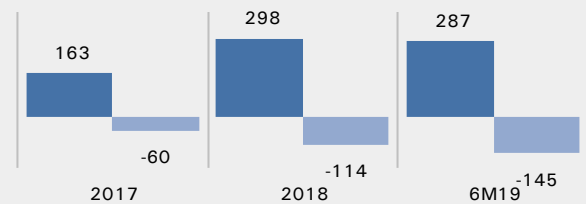


Маржа и активы

■ Маржа чистой прибыли ■ EBIT маржа



■ Активы ■ Капитал



Cloudflare: ключевые факты

Cloudflare – это американский CDN-сервис по защите сайтов.

Разработки компании в области DNS имеют решающее значение для всех, потому что шифрование DNS-трафика защищает пользователей от прослушивания трафика со стороны спецслужб и злоумышленников.

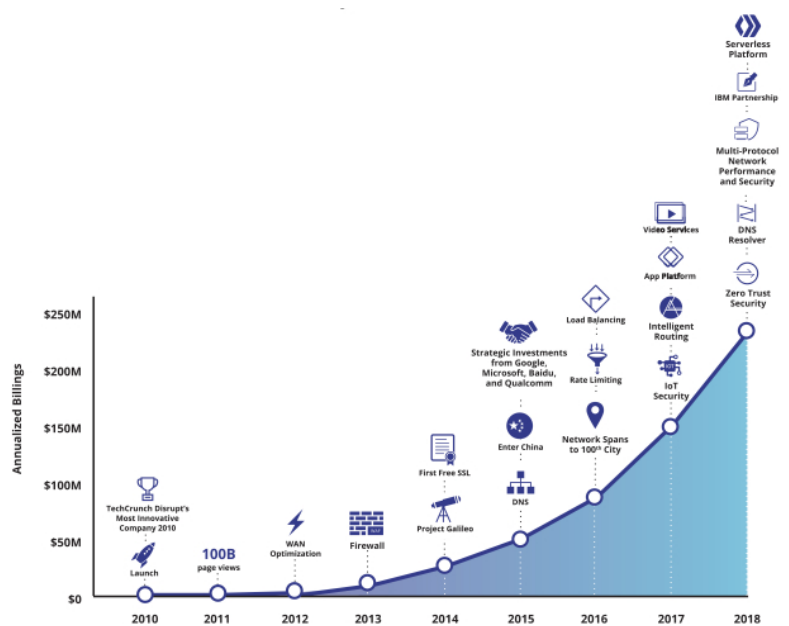
Компания была основана в 2009 году, и это одна из немногих технологических компаний с женщиной-основателем. Основателями являются Мишель Затлин (главный операционный директор), Мэтью Принс (исполнительный директор) и Ли Холлоуэй, последний покинул компанию из-за состояния здоровья.

На последнем инвестраунде компанию оценили в \$3,2 млрд. Компания привлекла \$332,1 млн в шести раундах венчурного финансирования; последний был проведён в марте 2019 года с объёмом \$150 млн.

Среди инвесторов компании числятся NEA (23%), Pelion Ventures (20,9%) и Venrock (19,5%).

Главные бизнес-показатели компании. У компании есть 193 центра в 90 странах, которые соединяются более 8000 сетей по всему миру. Среди клиентов числятся крупные интернет-провайдеры, службы SaaS и различные компании. Компания обслуживает более 20 млн веб-сайтов.

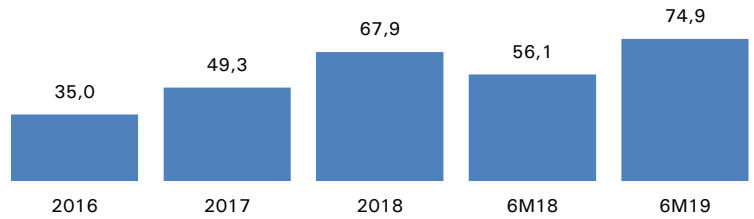
Иллюстрация 1. Хронология Cloudflare



Источник: на основе данных компании

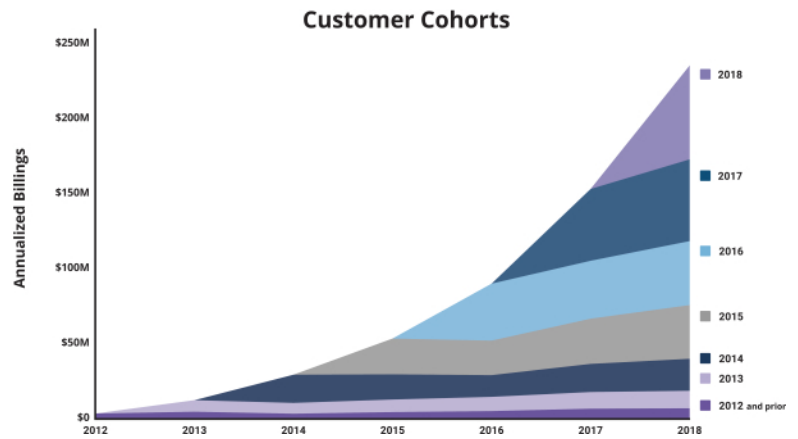
Ключевые показатели бизнеса. У Cloudflare около 74,8 тыс. платных пользователей, из которых 408 платят более \$100 тыс. в год. Услугами компании пользуются в том числе DigitalOcean, IBM, Discord, Marketo и Zendesk. Из всей клиентской базы компании около 10% составляют компании из списка Fortune 1000.

График 1. Количество платящих пользователей



Источник: на основе данных компании

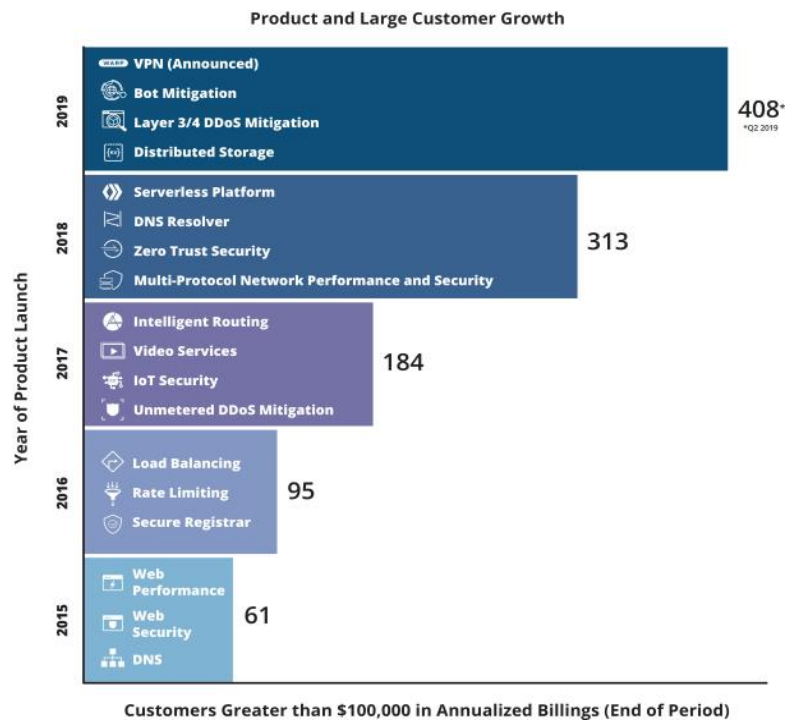
Иллюстрация 2. Когорта клиентов Cloudflare



Источник: на основе данных компании

С 2016 года количество клиентов, чей контракт превышает \$100к, выросло на 429% за 1ПГ2019 года, с 95 до 408.

Иллюстрация 3. Запуск новых продуктов и рост клиентов с контрактом свыше \$100к



Источник: на основе данных компании

Бизнес-модель Cloudflare. Компания обслуживает широкий круг клиентов от индивидуальных разработчиков до крупных компаний. В основном Cloudflare получает доход от продажи подписки на платформу компании. Компания предлагает различных виды подписки: от бесплатной до бизнес.

Cloudflare многое делает для поддержки некоммерческих организаций, медиа и малого бизнеса с помощью бесплатных или очень дешёвых тарифных планов, которые защищают от DDoS-атак и повышают производительность веб-сайтов. Компания также запустила бесплатный VPN-сервис наряду с бесплатными DNS-серверами, к тому же недавно стала регистратором доменных имён по минимально возможной цене.

Иллюстрация 4. Виды услуг Cloudflare

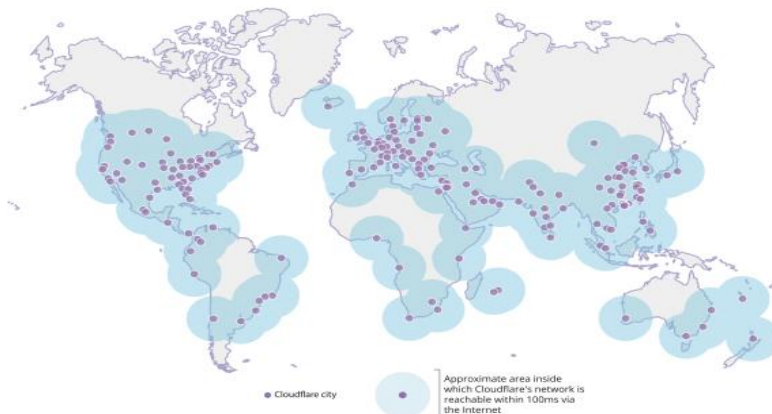
	FREE	PRO	BUSINESS	ENTERPRISE
SSL	Shared SSL certificates	Shared SSL certificates	Custom SSL certificates	Multiple custom SSL certificate uploads
DDoS	Unmetered DDoS	Unmetered DDoS	Unmetered DDoS	Enterprise-grade DDoS protection
Content Delivery	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
DNSSEC	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
AMP	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Firewall Rules	5	20	100	Unlimited
Page Rules	5	20	50	100
Network Prioritization		Good	Better	Best
Cloud Firewall		<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Image and Mobile Optimization		<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Image Resizing			<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Dynamic Content Acceleration			<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
CNAME Setup			<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Role Based Account Access				<input checked="" type="checkbox"/>
Single Sign On Support				<input checked="" type="checkbox"/>
Access to Raw Logs				<input checked="" type="checkbox"/>
Access to China Data Centers (Additional Cost)				<input checked="" type="checkbox"/>
SLA			100% uptime SLA	2500% uptime SLA
Support	Email only	Prioritized email only	24x7x365 chat support	24x7x365 phone support w/ named solution engineer

Источник: на основе данных компании

Платформа Cloudflare. Компания создала платформу, которая включает в себя различные функции.

Network Flywheel – масштабирование платформы для обслуживания «всего интернета». Компания, вместо того чтобы устанавливать различное оборудование для каждого продукта, создала свою собственную сеть, которая позволяет платформе работать на любом сервере города. Данная «архитектура» делает компанию привлекательным партнером для интернет-провайдеров по всему миру.

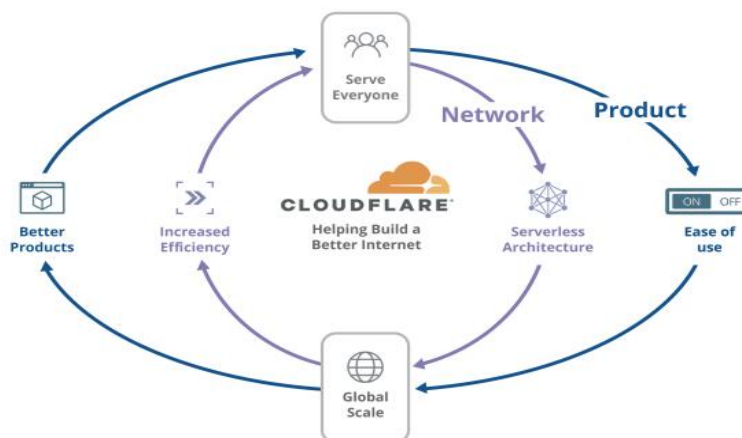
Иллюстрация 5. Глобальная сеть платформы Cloudflare
Cloudflare's Global Network Coverage



Источник: на основе данных компании

Второй важной функцией платформы является Product Flywheel. Это продукты и услуги компании, такие как VPN, брандмауэр, маршрутизация, оптимизация трафика и другие. По данным компании, Cloudflare блокирует 44 млрд киберугроз в день.

Иллюстрация 6. Платформа Cloudflare
Cloudflare's Network and Product Flywheels



Источник: на основе данных компании

Потенциальный рынок свыше \$47,1 млрд. Компания работает на ключевых рынках: VPN, внутренние и внешние брандмауэры, занимается веб-безопасностью, обнаружением и предотвращением атак и др. По данным IDC, в 2018 году компании потратили на эти продукты \$31,6 млрд, а к 2022 году ожидается рост затрат до \$47,1 млрд.

Компания также разрабатывает новые продукты для смежных рынков, включая рынок IoT-вещей, 5G и различные вычисления.

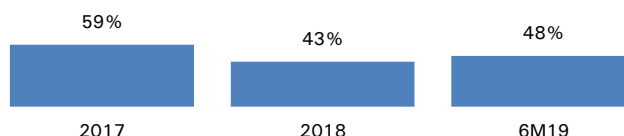
Стратегия роста.

- Привлечение новых клиентов
- Расширение отношений с текущими клиентами
- Разработка новых продуктов
- Расширение стратегии для безсерверных платформ

Cloudflare: ускорение выручки в 1ПГ19 до 48% при росте расходов на фоне подготовки компании к IPO

В 1ПГ19 наблюдается ускорение доходов. В 2017 году Cloudflare продемонстрировала рост в 59%, в 2018 году было снижение до 43%, при этом за 6 месяцев наблюдается ускорение: рост составил 48%.

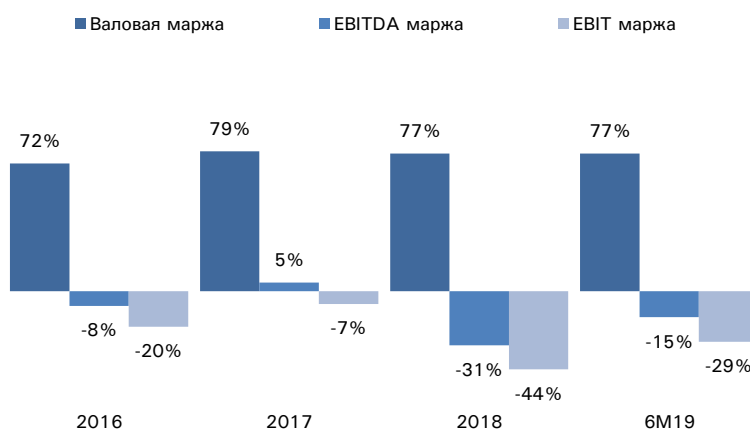
График 2. Темпы роста, %



Источник: на основе данных компании

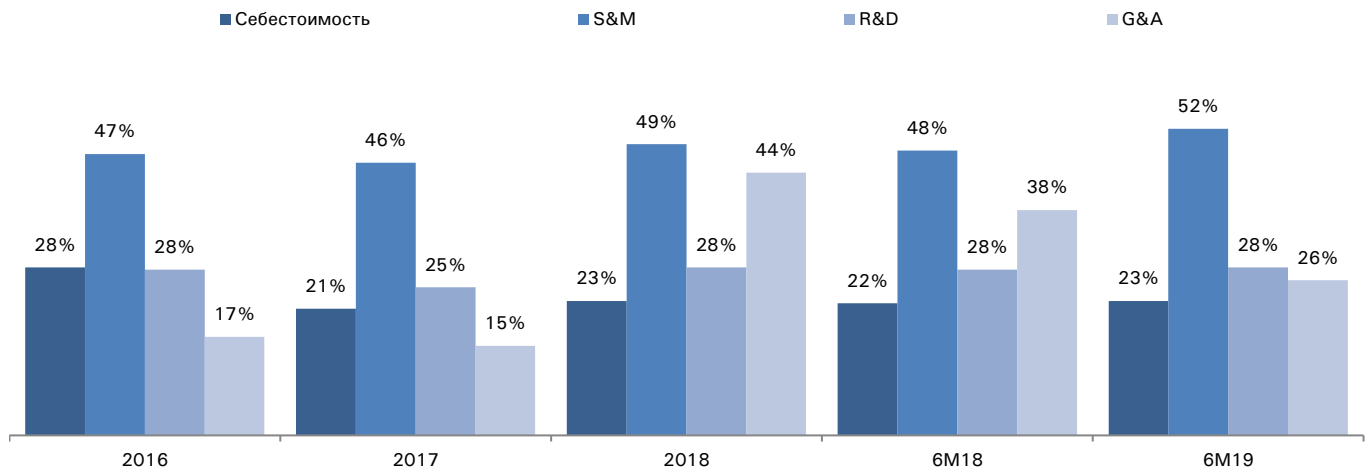
Основные показатели маржи. Валовая маржа с 2016 года демонстрирует рост с 72% в 2016 году до 77% в 1ПГ19. При этом показатели EBIT-маржи демонстрируют снижение с -20% до -29% за этот же период. При этом в 2017 году компания была близка к безубыточности с показателем -7%, но основными причинами роста расходов с 2018 года стали расходы на маркетинг (увеличение персонала на 57%, увеличение расходов на маркетинговые программы для увеличения узнаваемости бренда) и административные расходы (расходы на компенсацию на основе акций с увеличением численности персонала на 63% для подготовки компании к IPO).

График 3. Основные индикаторы маржинальности бизнеса, %



Источник: на основе данных компании

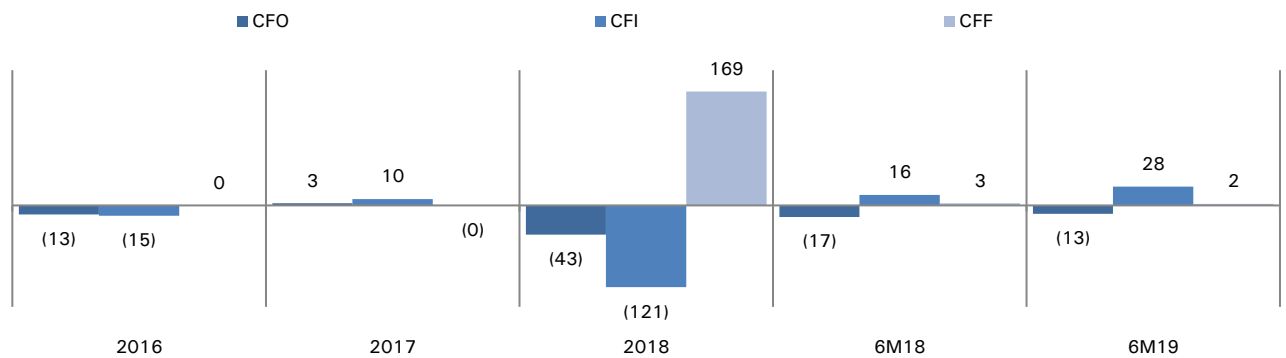
График 4. Структура расходов Cloudflare за 2016-6M19 гг.



Источник: на основе данных компании

Денежный поток. За последние 3,5 года компания генерирует наличность за счет своей финансовой деятельности, в которую входят инвестраунды.

График 7. Денежный поток Cloudflare 2016 по 6M19 гг.



Источник: на основе данных компании

Риски: клиенты, кибератаки и производительность платформы

Привлечение новых клиентов. В случае, если компания не сможет привлечь новых клиентов, то выручка может снизиться, компания не сможет достичь прибыльности.

Кибератаки. Cloudflare сталкивается с угрозами безопасности со стороны третьих лиц, которые могут получить несанкционированный доступ к данным компании. В случае, если злоумышленники получат доступ к серверам компании, то это может отрицательно повлиять на бизнес и репутацию.

Снижение производительности платформы. Любое прерывание или задержка доступа для клиентов компании может негативно сказаться на репутации продуктов компании, которые рассчитаны на 100% бесперебойную работу.

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.
