

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Revolve Group (RVLV)

 Потенциал роста: **36%**

 Целевая цена: **\$24,6**

 Диапазон размещения: **\$16-\$18**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Электронная коммерция

оценка перед IPO

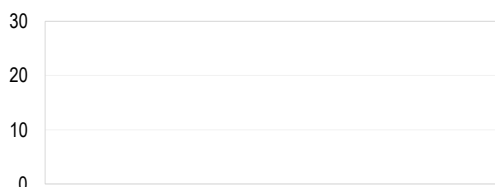
Revolve: рост, прибыльность и 1,175 млн клиентов

REVOLVE

Выручка, 2018 (млн USD)	499
EBIT, 2018 (млн USD)	41,8
Прибыль, 2018 (млн USD)	31
Чистый долг, 2018(млн USD)	0

P/E, 2019 (x)	—
P/BV, 2019 (x)	—
EV/S, 2019 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	9%

Капитализация IPO (млрд USD)	1,163
Акции после IPO (млн шт)	68,4
Акции к размещению (млн шт)	11,8
Объем IPO (млн USD)	200
Минимальная цена IPO (USD)	16
Максимальная цена IPO (USD)	18
Целевая цена (USD)	24,6
Дата IPO	6 июня

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


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
 | bektemirov@ffin.kz



6 июня состоится IPO компании Revolve, одной из крупнейших компаний в индустрии e-commerce в США. Компания разместит 11,8 млн акций в диапазоне \$16-\$18 с объемом привлечения в \$200 млн.

Revolve Group – это онлайн-платформа для продажи одежды, основанная в 2003 году. На данный момент насчитывает более 45 тысяч видов товаров и более 500 мировых брендов. При этом компания имеет 18 своих собственных брендов, а производство находится в Китае, Индии и Лос-Анджелесе (более 40 дизайнеров). В 2017 году компания обслужила более 840 тысяч активных посетителей и предоставила более 110 тысяч уникальных товаров. За свою историю компания не привлекала инвестиции.

Бизнес-модель e-commerce полного цикла. Платформа управляет практически всеми аспектами бизнеса: управлением запасами, ценообразованием, трендами моды и поиском новых брендов. Платформа собирает данные разных стилей, взаимодействуя с клиентами и используя данные моды за последние 15 лет, улучшая ассортимент для продвижения своего бренда, тем самым создавая базу готовых стилей, которая в последующем будет предлагаться на сайте.

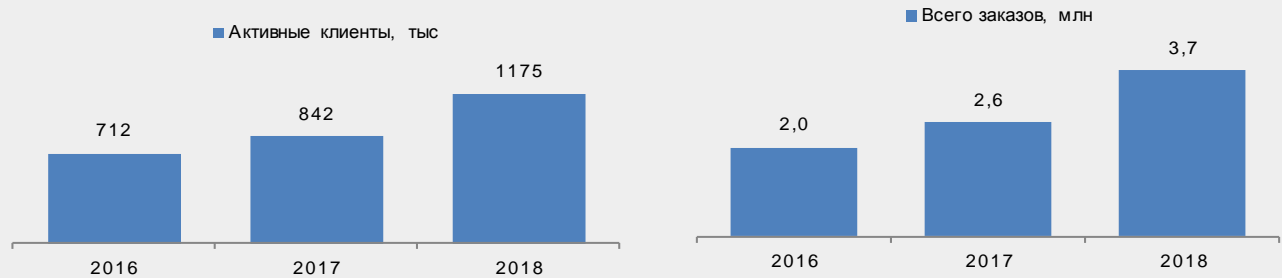
Рост проникновения онлайн-покупок на значительном рынке в \$3,2 трлн. По данным Euromonitor International, мировой рынок одежды и обуви в 2017 году составил \$2,7 трлн. Ожидается, что к 2020 году объем рынка составит \$3,2 трлн. В США же этот рынок составил \$539 млрд, а к 2020 году составит \$595 млрд.

Хорошая комбинация: уже достигнутая операционная прибыльность и положительный кэш-флоу при сохраняющихся темпах роста свыше 20%. В 2017 году темпы роста составили 28%, в 2018 году темпы роста составили 25%. В 2018 году операционная маржа достигла уровня 8% против 5% годом ранее. При этом компания генерирует положительный операционный денежный поток (\$27 млн в 2018 году), которого уже было достаточно для покрытия инвестиций в 2017 и 2018 годах.

Потенциал - более 36% при сценарии снижения темпов роста и тренда роста прибыли. Консервативный прогноз по выручке доводит оценку по DCF до уровня \$1,724 млрд, что эквивалентно \$24,6 на 1 простую акцию, что оставляет 36% потенциала к IPO.

Revolve Group: ключевые цифры

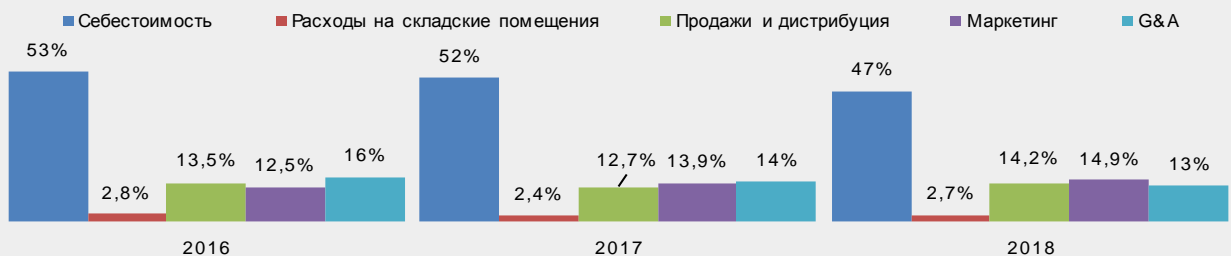
Операционная метрика



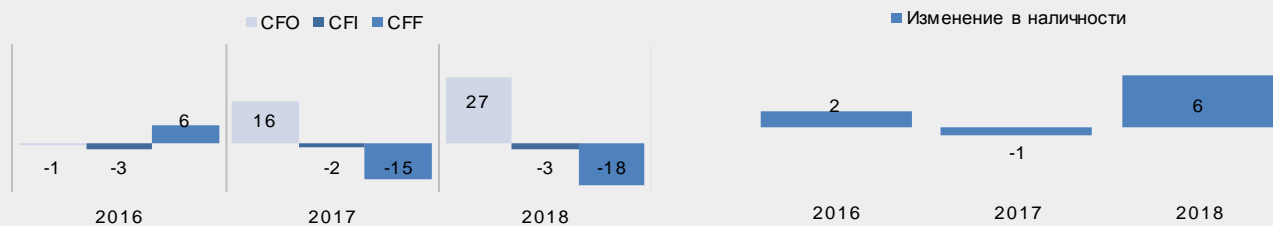
Выручка и прибыль



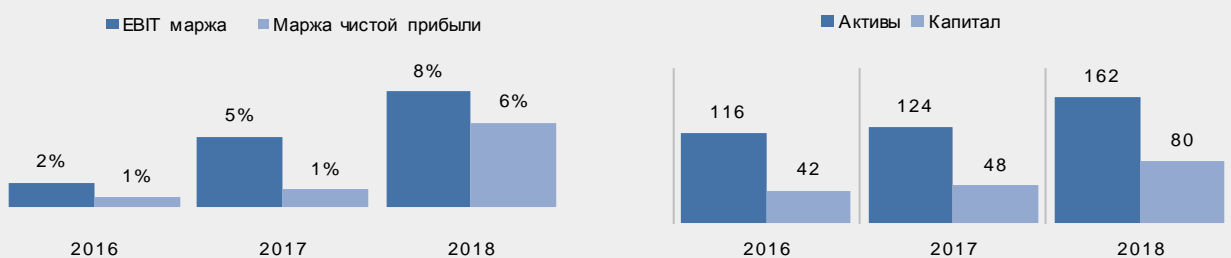
Расходы и их структура



Денежные потоки



Маржа и активы



Revolve Group: ключевые факты

Revolve Group – это онлайн-платформа для продажи одежды. На платформе представлены одежда, обувь, аксессуары как собственного бренда, так и других известных брендов.

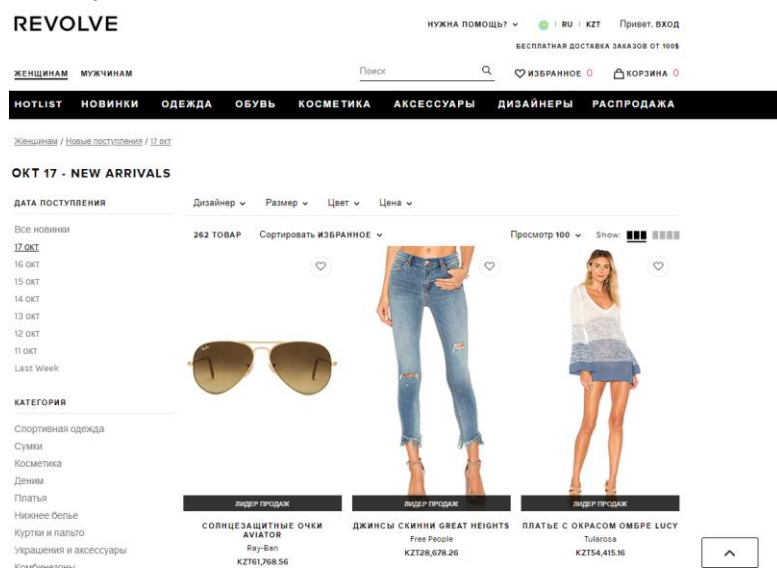
Компания была основана в 2003 году, а на данный момент насчитывает более 45 тысяч видов товаров и более 500 мировых брендов. При этом компания имеет 18 своих собственных брендов, а производство находится в Китае, Индии и Лос-Анджелесе (более 40 дизайнеров).

Revolve позиционирует себя как «розничный продавец для нового поколения миллениалов. Revolve имеет более 2500 «влиятельных лиц» и партнеров по бренду. С 2009 года компания использовала медийных личностей для развития своего бренда.

В 2017 году компания получила доход в \$399,6 млн и обслужила более 840 тысяч активных посетителей. При этом предоставила более 110 тысяч уникальных товаров, что делает компанию одной из крупнейших в индустрии e-commerce в США. Средний возраст клиентов составляет 42 года.

За свою историю компания не привлекала инвестиции. По неофициальным источникам, ожидается, что компанию оценят в \$1 млрд.

Иллюстрация 1. Дизайн сайта Revolve



Источник: на основе данных revolve.com

История создания. Revolve была основана в 2003 году с целью создания и распространения товаров через интернет-продажи (на тот момент бюджет стартапа был \$50 тысяч). По мнению двух основателей компании Майкла Менте и Майкла Караникалоса, рынок был переполнен традиционной розничной торговлей и слишком ограничен, что привело к созданию Revolve. Основатели компании не имели опыта в сфере моды, но их аналитический подход помог создать одну из ведущих платформ e-commerce на рынке США.

Первоначальная идея Revolve заключалась в том, чтобы создать веб-сайт, в котором можно было разместить различные брендовые товары.

Но в 2008 году компания столкнулась с проблемой: конкуренты начали продавать свои товары за полцены, после чего Revolve решила сосредоточиться на конкретной аудитории - женщинах-миллениалах (поколение, встретившее новое тысячелетие в юном возрасте).

Иллюстрация 2. Создатели Revolve



Источник: на основе данных www.inc.com

Конкурентные преимущества компании Revolve.

Модель мерчандайзинга. Уникальный подход, позволяющий предоставлять широкий ассортимент товаров, находящихся в тренде, при этом минимизируя риск остатков на балансе немодной одежды. В 2017 году 75% доходов от общей выручки были получены с розничных продаж.

Марка Revolve уже является одним из ключевых брендов, который может повлиять на моду. В 2017 году около 55% объема продаж приходилось на клиентов, которые посещали сайт не реже 2 раз в неделю.

Маркетинговый подход. Компания использует медийных личностей (например, профили в Инстаграм с более 5 млн подписчиков) и традиционные маркетинговые компании для продвижения своего бренда. На данный момент у компании более 2500 «влиятельных лиц» и партнеров по бренду. За 12 месяцев, закончившихся 30 июня 2018 года, 54% полученного трафика для своей платформы Revolve получила из бесплатных или недорогих источников распространения.

Взаимодействие с клиентами. Revolve контактирует со своими постоянными клиентами, предлагая им бесплатную доставку и возможность возврата товара

Собственная технология. Технология аналитики данных, которая предоставляет решения по маркетингу, трендам моды, поискам новых брендов и ценообразованию.

Бизнес-модель Revolve: как работает и зачем была спроектирована.

Платформа управляет практически всеми аспектами бизнеса: управлением запасами, ценообразованием, трендами моды и поиском новых брендов.

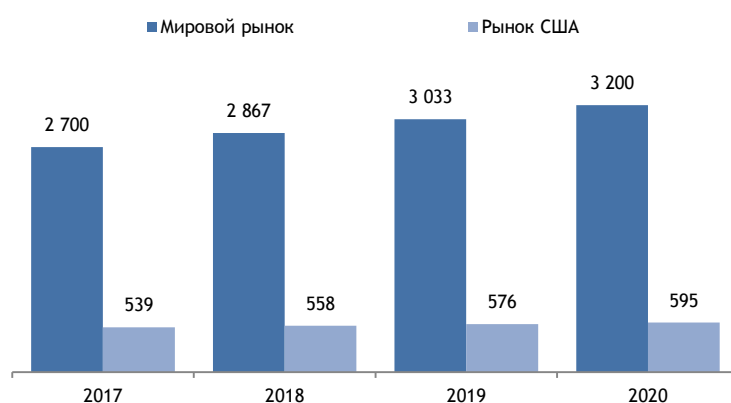
Платформа собирает данные разных стилей, взаимодействуя с клиентами и используя данные, улучшая ассортимент для продвижения своего бренда, тем самым создавая базу готовых стилей, которая в последующем будет предлагаться на сайте. Такой подход позволяет быстро реагировать на изменения тенденций в мире моды. Кроме того, собственный портфель брендов повышает лояльность клиентов. Бренд

от Revolve можно приобрести только на официальном сайте.

Компании удается быстро «выводить» на рынок свои новые товары благодаря сети партнеров по производству, которые поставляют товары небольшими объемами (что позволяет быстро реагировать на изменение тенденций на рынке).

Потенциальный рынок в \$3,2 трлн. По данным Euromonitor International, Ltd, мировой рынок одежды и обуви в 2017 году составил \$2,7 трлн. Ожидается, что к 2020 году объем рынка оставит \$3,2 трлн. В США же этот рынок составил \$539 млрд, а к 2020 году составит \$595 млрд.

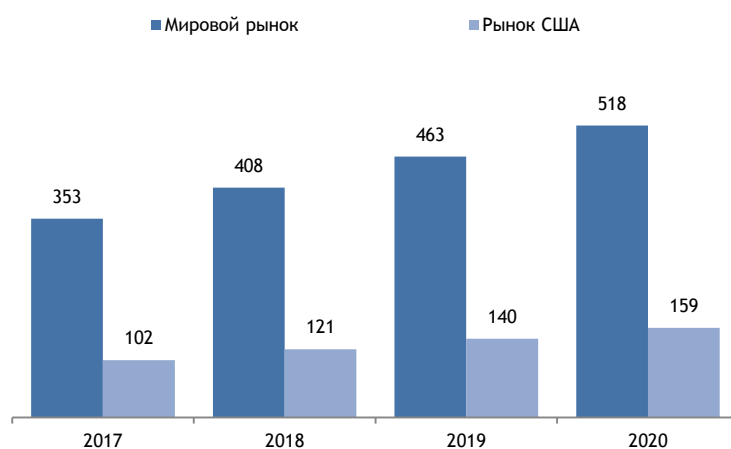
График 1. Мировой рынок и рынок США одежды и обуви за период 2017-2020 гг., млрд USD



Источник: на основе данных Euromonitor International

С учетом того, что потребители все чаще делают покупки в интернете, мировой рынок онлайн-покупок товаров в 2017 году составил \$353 млрд, а к 2020 году составит \$518 млрд. В США же этот рынок вырастет с \$102 млрд в 2017 году до \$159 млрд к 2020 году.

График 2. Мировой рынок и рынок США онлайн-покупок товаров за период 2017-2020 гг., млрд USD

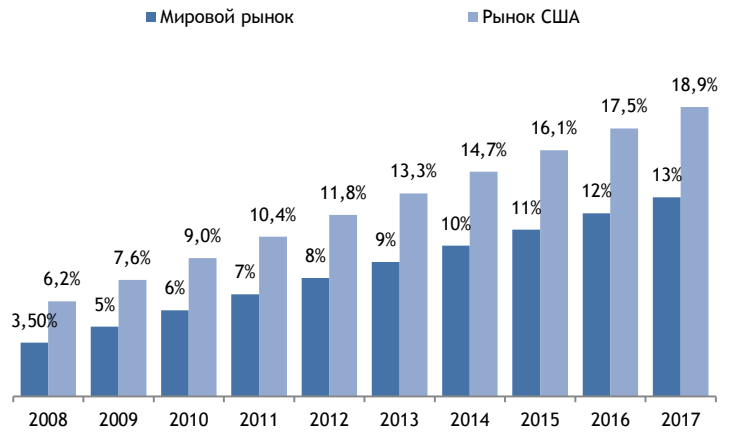


Источник: на основе данных Euromonitor International

Уровень онлайн-проникновения покупок в мире за период 2008-2017 гг. увеличился с 3,5% до 13%. В США же за этот период этот уровень вырос

с 6,2% до 18,9% (ожидается рост до 26,6% к 2020 году).

График 3. Уровень онлайн-проникновения покупок в мире и США за период 2008-2017 гг., %



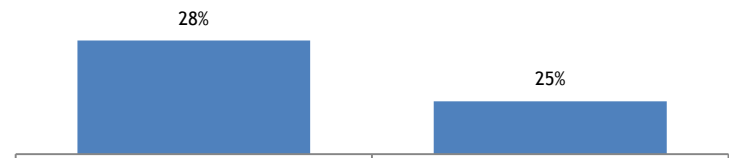
Источник: на основе данных IDC

Revolve Group: растущая выручка, положительные маржа и денежный поток

Рост свыше 20% и ускорение роста активных клиентов до 40%. На конец 2018 года у Revolve насчитывалось 1,175 млн активных клиентов против 842 тысяч на конец 2017 года. Сейчас можно заметить ускорение темпов роста активных клиентов, если на 2017 год этот показатель составлял 18%, то в 2018 году темпы роста ускорились до 40%.

Выручка в 2017 году составила \$400 млн (темпы роста за 2017 год были на уровне 28%). В 2018 году выручка составила 499 млн, а темпы роста составили 25%.

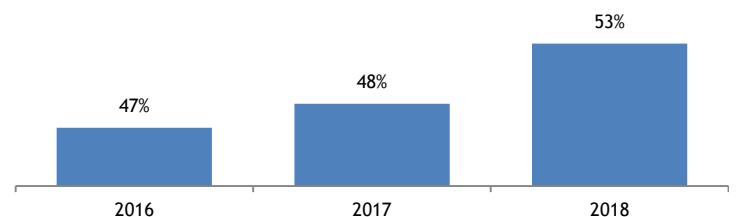
График 4. Темпы роста



Источник: на основе данных компании

Тренд роста валовой и операционной маржи. Валовая маржа в 2016-2017 годах составила 47-48%. В 2018 году наблюдается значительный рост валовой маржи до отметки в 53%.

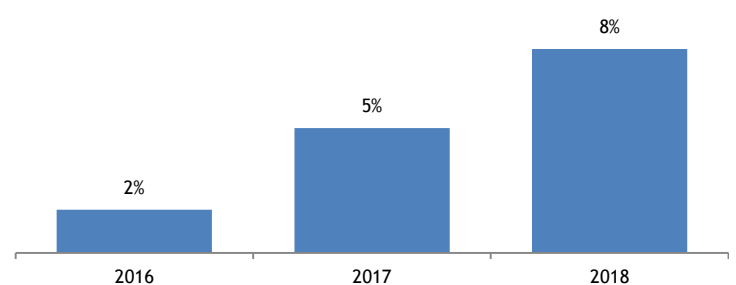
График 5. Валовая маржа, %



Источник: на основе данных компании

Маржа EBIT продолжает свой рост, в 2016 году операционная прибыль составила \$5,5 млн (маржа EBIT +2%), в 2017 году компания получила прибыль в \$20,5 млн (маржа EBIT +5%), а в 2018 году компания получила прибыль в размере \$45 млн (маржа EBIT +8%).

График 6. Маржа EBIT, %

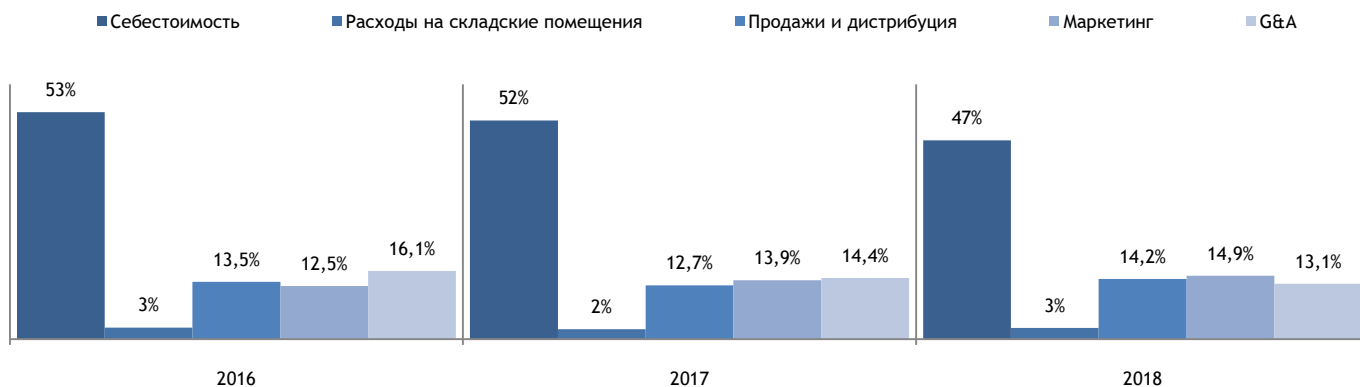


Источник: на основе данных компании

Основными драйверами снижения расходов Revolve стали себестоимость - с 53% до 47% от выручки, расход на складские помещения - с 2,8% до 2,7% и G&A - с 16% до 13%.

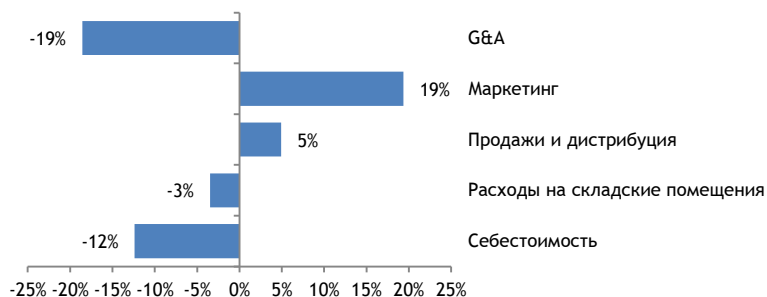
Но также незначительно выросли такие статьи расходов, как продажи - с 13,5% до 14,2% и маркетинг - с 12,5% до 14,9%.

График 7. Структура расходов Revolve за 2016-2018 гг.



Источник: на основе данных компании

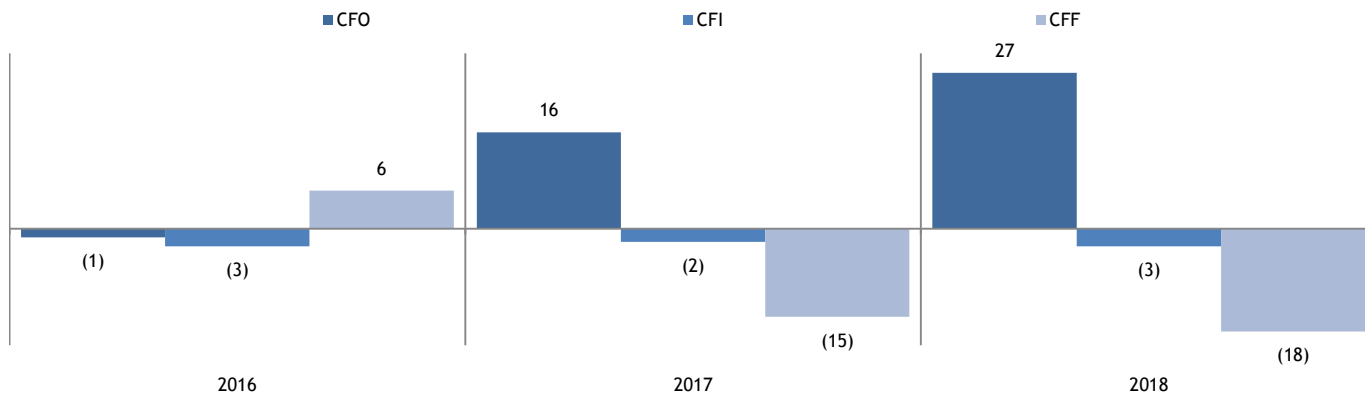
График 8. Изменение структуры затрат за период 2016 по 2018 г.



Источник: на основе данных компании

Положительный операционный денежный поток с 2017 года. В 2016 году бизнес не приносил положительного потока, однако в 2017 году и в 2018 году операционный денежный поток стал положительным. В 2017 году он составил \$16 млн, а в 2018 году - \$27 млн.

График 9. Денежный поток Revolve с 2016 года по 2019 год.



Источник: на основе данных компании

Оценка Revolve: умеренная экстраполяция текущих трендов

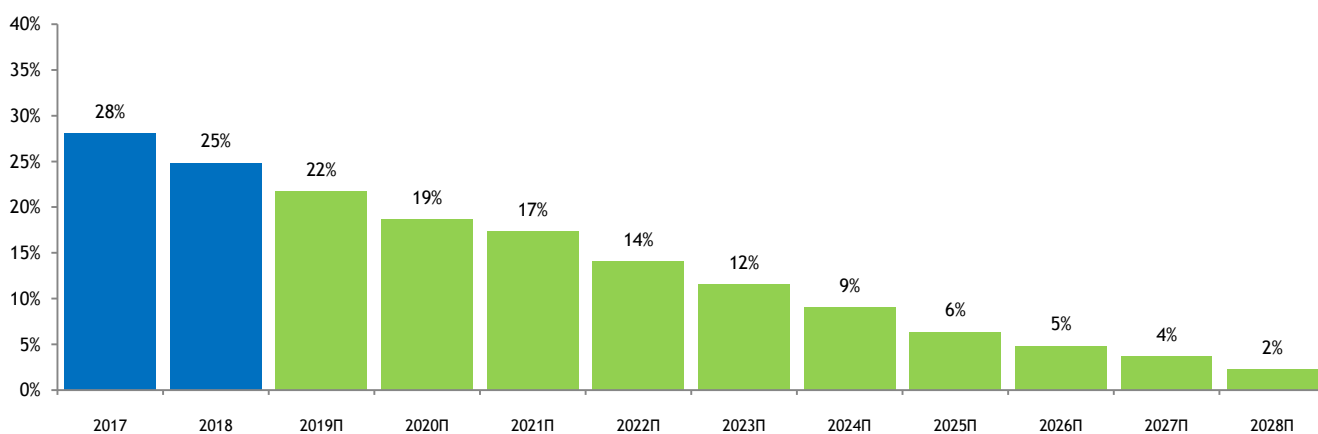
1. Консервативный сценарий: замедление роста активной клиентской базы и количества заказов на 1 пользователя. Для прогноза выручки Revolve мы использовали активную базу пользователей, среднее количество заказов на пользователя в год, общее количество заказов и среднюю стоимость 1 заказа. За последние 3 года мы наблюдаем рост доходов на 26% (в 2017 году темпы роста составляли 28%, в 2018 году - 25%). Для прогноза мы постепенно замедлили каждый элемент выручки: так, рост базы активных пользователей сократится с 40% до 1% к 2028 году (база вырастет с 842 тысяч до 4,95 млн пользователей), к 2028 году каждый активный пользователь будет заказывать в среднем 4 единицы продукции с платформы Revolve, темпы роста общего количества заказов сократятся с 45% до 1% (к 2028 году общие заказы достигнут отметки в 19 млн заказов за год), а средняя стоимость заказа за 10 лет сократится со \$134 до \$71. Таким образом, учитывая все факторы, выручка Revolve к 2028 году достигнет отметки в \$1,3 млрд, а темпы роста снизятся с 25% до 2%.

Иллюстрация 3. Модель выручки Revolve.

Модель выручки из целевого рынка	2016	2017	2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Активные пользователи, тыс	712	842	1 175	1 575	2 031	2 559	3 097	3 623	4 094	4 463	4 744	4 933	4 958
Темпы роста, %		18%	40%	34%	29%	26%	21%	17%	13%	9%	6%	4%	1%
Кол-во заказов на 1 активного пользователя в год	3	3	3	3	3	3	4	4	4	4	4	4	4
Темпы роста, %		8%	4,2%	4%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	1%	1%	1%
Кол-во заказов, млн	2	3	4	5	7	9	11	13	15	17	18	19	19
Темпы роста, %		28%	45%	39%	33%	30%	24%	20%	15%	11%	8%	5%	1%
Средняя стоимость 1 заказа, USD	156	157	134	118	105	94	87	81	76	73	71	71	71
Темпы роста, %		0,3%	-14,1%	-12,5%	-11,1%	-9,7%	-8,3%	-6,8%	-5,4%	-4,0%	-2,6%	-1,2%	0,0%
Всего выручка, млн USD	312	400	499	607	720	845	963	1075	1171	1245	1305	1353	1382
Темпы роста, %		28%	25%	22%	19%	17%	14%	12%	9%	6%	5%	4%	2%

Источник: на основе данных компании

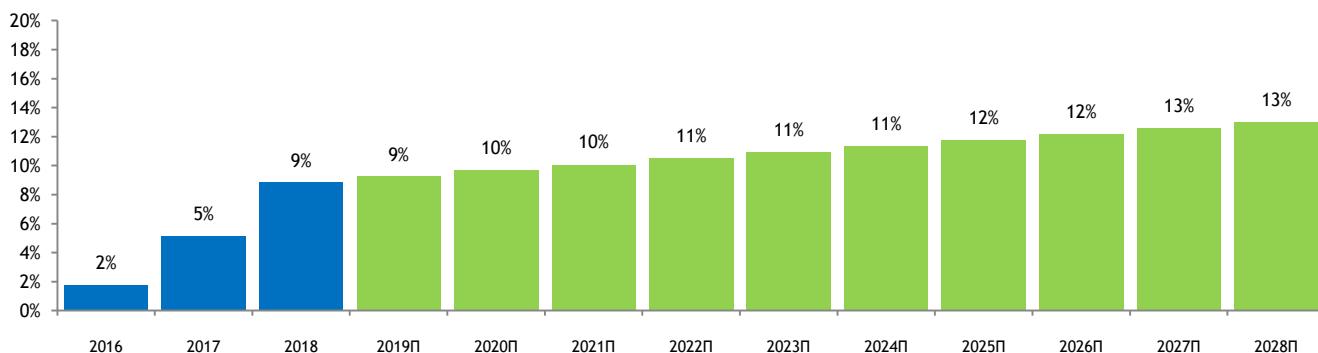
График 10. Темпы роста выручки Revolve



Источник: на основе данных компании

2. Продолжение тренда положительной EBIT маржи за счет снижения затрат по мере роста бизнеса. Мы считаем, что дальнейший рост и выбранная стратегия позволят Revolve достигнуть EBIT маржи в 13% к 2028 году, что является средним показателем уже зрелых компаний-аналогов. Чистые реинвестиции вырастут от 0% до 5% по мере роста потребности в приобретении нового бизнеса и затрат на CapEx. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$331 млн. Коэффициент Sales/Capital снизится с 6,36x до 3,96x в течение 10 прогнозных лет.

График 11. Прогноз операционной маржи Revolve, %



Источник: на основе данных компании

3. Предположения для зрелого периода. В зрелом возрасте мы заложили 3%, что эквивалентно темпам роста экономики США. ROIC в зрелом периоде мы консервативно приравняли к затратам на капитал в 7,2%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 10% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (\$411 млн) и зрелого (\$959 млн) периода, составит \$1,517 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды (\$15 млн), поступления от IPO (\$200 млн), наличность на счетах в \$27 млн и стоимость выпущенных опционов (\$62 млн), собственный капитал Revolve можно оценить в \$1,666 млрд. Учитывая суммарно 68,8 млн акций после IPO, целевая цена на 1 простую акцию равна \$23,7. Потенциал к верхней границе IPO в \$18 составляет 36%.

Иллюстрация 4. Модель оценки Revolve методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2016	2017	2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	зрелый
темп роста выручки, %		28%	25%	22%	19%	17%	14%	12%	9%	6%	5%	4%	2%	3,0%
(+) Выручка	312	400	499	607	720	845	963	1 075	1 171	1 245	1 305	1 353	1 382	1 424
(х) Операционная маржа	2%	5%	9%	9%	10%	10%	11%	11%	11%	12%	12%	13%	13%	13%
(=) EBIT	6	21	44	56	70	85	101	117	133	146	159	170	180	185
NOL	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Налоговая ставка	20%	20%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
(-) Налог на EBIT		14	9	12	15	18	21	25	28	31	33	36	38	39
(=) NOPLAT	6	6	35	44	55	67	80	93	105	116	125	134	142	146
(-) чистые реинвестиции	1	-1	0	3	7	13	19	27	35	44	52	61	69	61
(=) FCFF	5	7	35	41	48	54	60	66	70	72	73	74	73	85
FCFF маржа, %	2%	2%	7%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	5%
(х) фактор дисконтирования			0,93x	0,87x	0,81x	0,75x	0,70x	0,65x	0,61x	0,57x	0,53x	0,49x	0,49x	0,49x
PV FCF			32	36	38	41	42	43	42	41	39	36	36	
Терминальная стоимость														2 026
PV Терминальной стоимости														996
Имплицитные переменные модели														
		2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П		
Выручка/капитал, х		6,36x	7,43x	8,08x	8,28x	7,93x	7,23x	6,37x	5,47x	4,66x	3,97x	3,96x		
Инвестированный капитал		78	82	89	102	121	149	184	228	280	341	349		
Чистое реинвестирование, %		1%	7%	13%	19%	24%	29%	34%	38%	42%	45%	49%	42%	
Реинвестирование к выручке, %		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%		
ROIC, %		44%	54%	62%	66%	66%	62%	57%	51%	45%	39%	41%	7,2%	
Маржа NOPLAT, %			7%	7%	8%	8%	8%	9%	9%	9%	10%	10%	10%	
Расчет WACC														
		2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П		
Безрисковая ставка		2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%		
Бета послерыночная		1,05	1,05	1,04	1,04	1,03	1,03	1,02	1,02	1,01	1,01	1,00		
Премия за риск инвестирования		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%		
Стоимость собственного капитала		8%	7,5%	7,5%	7,5%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,3%	7,3%	7,3%		
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%		
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		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		7,5%	7,5%	7,4%	7,4%	7,4%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,2%	7,2%		
Кумулятивная стоимость капитала		0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x		
Оценка капитала, млн USD														
(=) Стоимость в прогнозном периоде		425												
(+) Стоимость в терминальном периоде														996
(х) Коэффициент на дату оценки			1,11x											
(=) EV		1 574												
(-) Долг (вкл. операционную аренду)		15												
(+) Наличность		27												
(+) Поступления от IPO		200												
(-) Стоимость выпущенных опционов		62												
(=) Оценка собственного капитала		1 724												
Рыночная капитализация		1 232												
Целевая цена на акцию, USD		24,6												
Максимум диапазона на IPO, USD		18,0												
Потенциал роста, %		36%												
Уровни оценки по P/S														
Оценка по модели FCFF		4,3x												
Оценка по верхней границе IPO		3,1x												

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

Риски: изменения на рынке, конкуренция и социальные сети

Изменения на рынке. Успех компании зависит от реакции на изменения трендов моды на рынке. В случае несвоевременной реакции на изменения компания может понести потерю клиентов и выручки.

Конкуренция. Revolve конкурирует с разными розничными продавцами и онлайн-магазинами. Среди конкурентов могут быть такие компании, как Amazon, Benetton, Cotton On, Diesel, American Apparel и другие.

Использование социальных сетей. Revolve использует многие популярные сети - Instagram, Snapchat, Facebook, Twitter, Pinterest, YouTube, Google и другие. Данные платформы могут заблокировать аккаунты в случае жалоб или негативных комментариев, что может повлечь за собой отток клиентов.

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.
