

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

# В процессе

Fiverr International (FVRR)

Потенциал роста: -

Целевая цена: \$-

Диапазон размещения: \$18-\$20

## РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Израиль | Бизнес-сервисы

обзор перед IPO

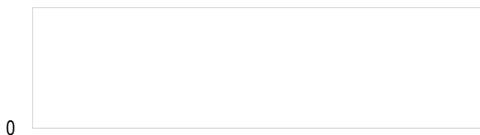
## FVRR: быстрый поиск фрилансеров с ценой от \$5



Выручка, 2018 (млн USD)	76
EBIT, 2018 (млн USD)	-36
Прибыль, 2018 (млн USD)	-36
Чистый долг, 2018 (млн USD)	5

P/E, 2019 (x)	—
P/BV, 2019 (x)	—
EV/S, 2019 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-48

Капитализация IPO (млрд USD)	588,9
Акция после IPO (млн шт)	31
Акция к размещению (млн шт)	5,3
Объем IPO (млн USD)	100
Минимальная цена IPO (USD)	18
Максимальная цена IPO (USD)	20
Целевая цена (USD)	—
Дата IPO	12 июня

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


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


12 июня состоится IPO компании Fiver International, израильского стартапа, который позволяет фрилансерам предлагать свои услуги в широком спектре категорий, давая возможность пользователям покупать и продавать цифровые услуги. Компания разместит свои акции на NYSE под тикером «FVRR». Объем размещения составит \$100 млн в диапазоне \$18-\$20.

Платформа Fiverr предоставляет более 200 категорий цифровых услуг, дизайн логотипа, создание и редактирование видео, создание веб-сайта. Платформа представляет собой каталог сервисов, осуществляет поиск, заказ и оплату заказа. С момента создания через платформу было проведено более 50 млн транзакций. Цена - от \$5 и выше. Доход компания получает за счет комиссий с транзакций. За последние 2 года комиссия составила 24,5% в 2017 году и 25,7% в 2018 году. Более 70% доходов 2018 году было из США, Великобритании, Канады, Австралии и Новой Зеландии. Среди инвесторов компании числятся Bessemer Venture Partners, GC Capital, Qumra Capital, Accel, Square Peg Capital, Cubit Investments и Lightbank. Всего было привлечено \$111 млн.

Стратегия роста – выходы на новые рынки, расширение клиентской базы и патенты на технологии с рынком в более \$100 млрд. Свой адресный рынок компания оценивает в \$100 млрд. Одним из главных трендов роста рынка фрилансеров считается привлечение внештатных сотрудников для выполнения проектных задач (привлечение на временной основе квалифицированных рабочих) и большая база фрилансеров: согласно данным McKinsey, в 2016 году в США и Европе насчитывалось до 162 млн фрилансеров.

Рост более 40% при стабильной валовой марже. В 2018 году рост составил 45%, а за 3 месяца 2019 года наблюдается небольшое замедление до 42%. Валовая маржа демонстрирует стабильность: в 2017 году она составила 74%, в 2018 году - 79% и за 3М2019 - 79%. В 2017 году EBIT маржа составила -36%, в 2018 году она достигла отметки в -48%. Главными причинами роста отрицательного показателя EBIT маржи в 2018 году стали административные расходы и расходы R&D.

## Fiverr International Ltd: финансовые показатели

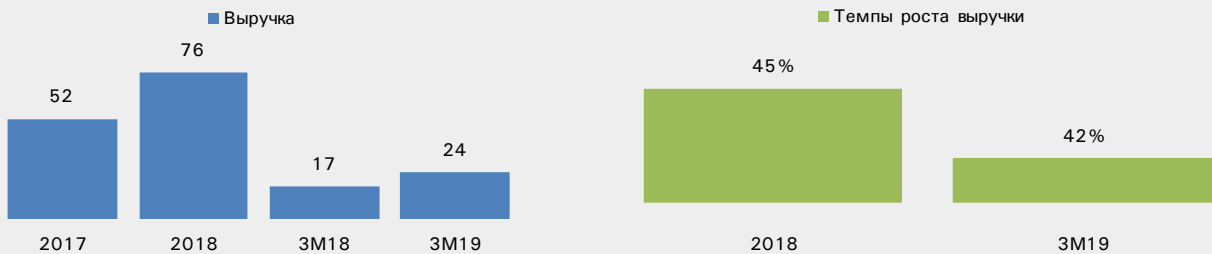
Отчет о прибыли, млн USD	2017	2018	3М19	Балансовый отчет, млн USD	2017	2018	3М19
<b>Выручка</b>	<b>52</b>	<b>76</b>	<b>24</b>	Наличность	28	56	35
Себестоимость	13	16	5	Счета потребителей	0	40	48
<b>Валовая прибыль</b>	<b>39</b>	<b>60</b>	<b>19</b>	Депозиты	30	0	10
R&D	16	26	8	Депозит с ограничением	0	0	0
S&M	34	50	15	Прочая дебиторская задолженность	1	1	3
G&A	8	21	4	<b>Текущие активы</b>	<b>59</b>	<b>97</b>	<b>96</b>
<b>EBITDA</b>	<b>(18)</b>	<b>(34)</b>	<b>(8)</b>	ОС	5	5	5
Амортизация	1	2	1	НМА	2	4	8
<b>ЕБИТ</b>	<b>(20)</b>	<b>(36)</b>	<b>(9)</b>	Гудвил	0	1	11
Фин доход	0	0	0	Депозит с ограничением	4	3	3
<b>Доналоговая прибыль</b>	<b>(19)</b>	<b>(36)</b>	<b>(8)</b>	Прочие активы	0	0	3
Налог	(0)	0	(0)	<b>Долгосрочные активы</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>31</b>
<b>Чистая прибыль</b>	<b>(19)</b>	<b>(36)</b>	<b>(8)</b>	<b>Активы</b>	<b>70</b>	<b>111</b>	<b>126</b>
				Кредиторская задолженность	3	3	4
				Учетные записи пользователей	32	40	48
				Прочая кредиторская задолженность	8	10	16
				Долгосрочный кредит	0	0	0
				<b>Текущие обязательства</b>	<b>43</b>	<b>54</b>	<b>68</b>
				Долг	4	3	5
				<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>5</b>
				<b>Всего обязательства</b>	<b>47</b>	<b>57</b>	<b>74</b>
				<b>Конвертируемые акции</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
				<b>Капитал</b>	<b>23</b>	<b>54</b>	<b>53</b>
				<b>Обязательства и собственный капитал</b>	<b>70</b>	<b>111</b>	<b>126</b>
<b>Рост и маржа (%)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>3М19</b>	<b>Поэлементный анализ ROIC</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>3М19</b>
Темпы роста выручки	-	45%	42%	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
Темпы роста EBITDA	-	-	-	ICTO, x	-	-	-
Темпы роста EBIT	-	-	-	AICTO, x	-	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	ROIC, %	-	-	-
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	Себестоимость/выручка, %	-26%	-21%	-21%
Валовая маржа	74%	79%	79%	Операционные издержки/выручка, %	-137%	-148%	-136%
EBITDA маржа	-35%	-45%	-32%	WCTO, x	-	-	-
ЕБИТ маржа	-37%	-48%	-36%	FATO, x	-	-	-
NOPLAT маржа	-	-	-				
Маржа чистой прибыли	-36%	-48%	-35%				
				<b>Ликвидность и структура капитала</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>3М19</b>
<b>Cash Flow, млн USD</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>3М19</b>	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
<b>CFO</b>	<b>(5)</b>	<b>(52)</b>	<b>(5)</b>	Текущая ликвидность, x	1,37	1,80	1,40
D&A	1	2	1	Долг/общая капитализация, %	-	-	-
				Долг/активы, %	5%	3%	4%
<b>CFI</b>	<b>5</b>	<b>26</b>	<b>(20)</b>	Долг/собственные средства, x	14%	6%	16%
CapEx	(3)	(2)	(0)	Долг/IC, %	-	-	-
				Собственные средства/активы, %	-	50%	27%
<b>CFF</b>	<b>1</b>	<b>54</b>	<b>(0)</b>	Активы/собственный капитал, x	-	-	-
<b>Денежный поток</b>	<b>2</b>	<b>28</b>	<b>(21)</b>				
Наличность на начало года	26	28	56	<b>Мультипликаторы</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>3М19</b>
Наличность на конец года	28	56	35	P/B, x	-	-	-
				P/E, x	-	-	-
				P/S, x	-	-	-
				EV/EBITDA, x	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-
<b>Справочные данные</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>3М19</b>				
Акции в обращении, млн штук	-	-	-				
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-				
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-				
Рыночная капитализация, USD	-	-	-				
EV, USD	-	-	-				
Капитальные инвестиции, USD	3	2	0				
Рабочий капитал, USD	-	-	-				
Реинвестиции, USD	-	-	-				
BV, USD	-	-	-				
Инвестированный капитал	-	-	-				
EPS, USD на акцию	-	-	-				

## Fiverr International Ltd: ключевые цифры

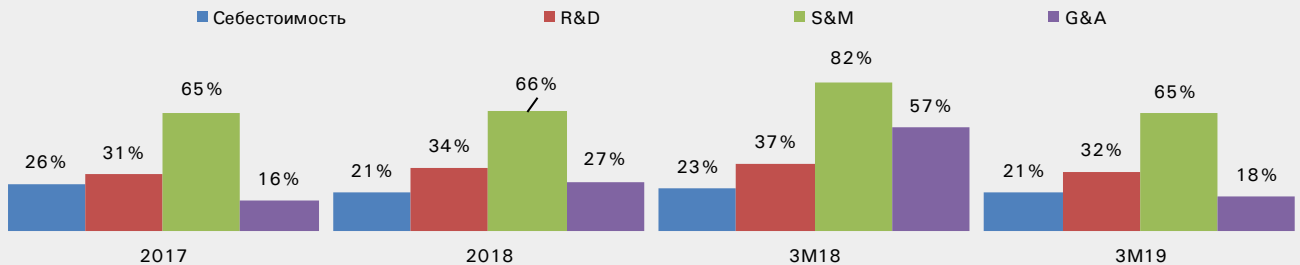
### Операционная метрика



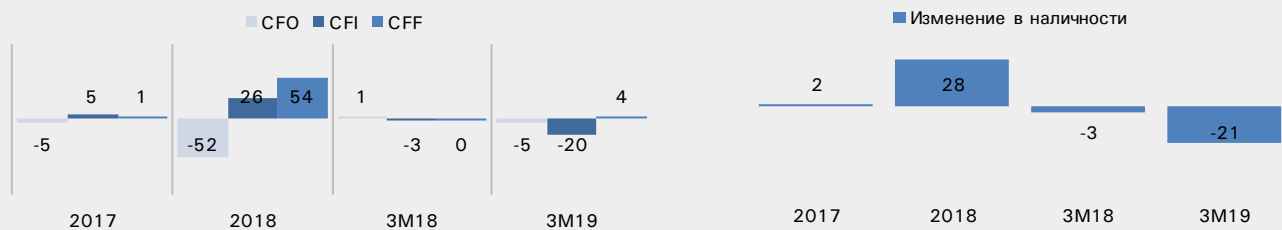
### Выручка и темпы роста



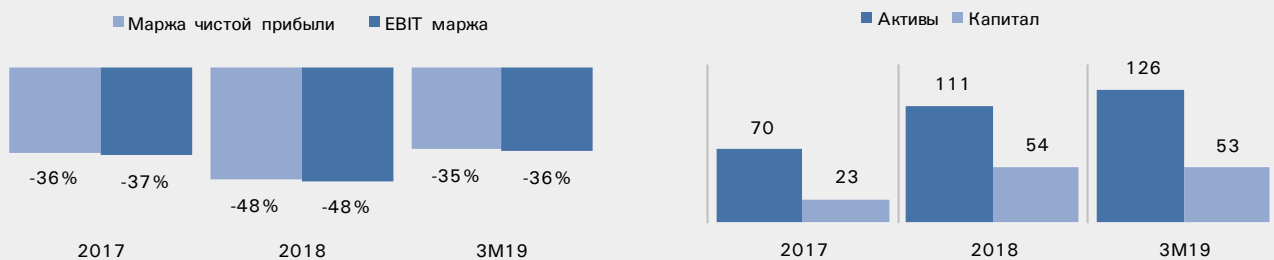
### Расходы и их структура



### Денежные потоки



### Маржа и активы



## Fiverr International Ltd.: ключевые факты

**Fiverr – это израильский стартап, который позволяет фрилансерам предлагать свои услуги в широком спектре категорий, давая возможность пользователям покупать и продавать цифровые услуги.** Платформа предоставляет более 200 различных услуг. С момента создания через платформу было проведено более 50 млн транзакций. Доход компания получает за счет комиссий с транзакций. За последние 2 года комиссия составила 24,5% в 2017 году и 25,7% в 2018 году.

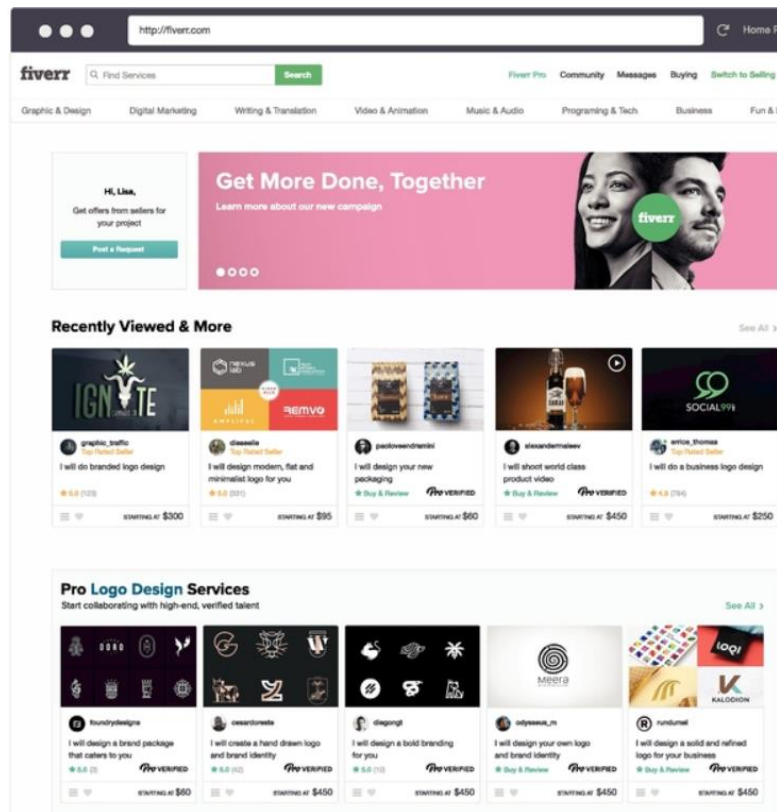
Более 70% доходов 2018 году было из США, Великобритании, Канады, Австралии и Новой Зеландии.

Среди инвесторов компании числятся Bessemer Venture Partners, GC Capital, Qumra Capital, Accel, Square Peg Capital, Cubit Investments и Lightbank. Всего было привлечено \$111 млн.

**Платформа Fiverr и база пользователей.** Платформа представляет собой каталог сервисов, осуществляет поиск, заказ и оплату заказа.

Fiverr предоставляет более 200 категорий цифровых услуг, дизайн логотипа, создание и редактирование видео, создание веб-сайта. Цена - от \$5 и выше.

Иллюстрация 1. Платформа Fiverr



Источник: на основе данных компании

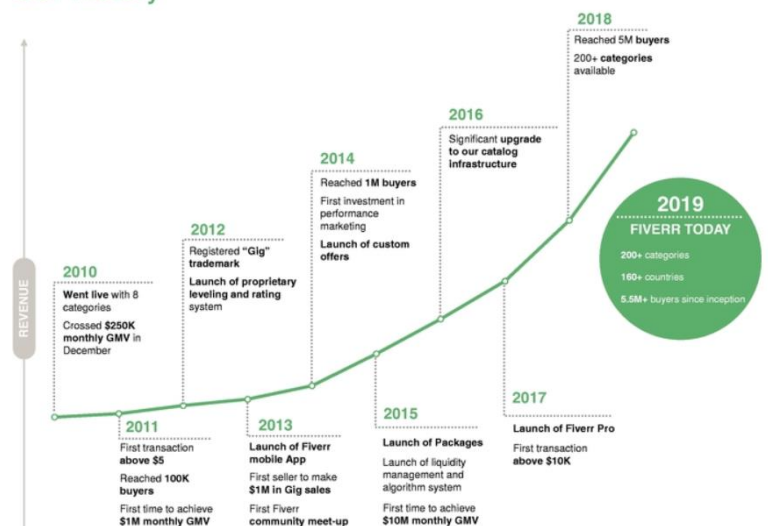
База активных покупателей (активный покупатель - тот, кто заказал 1 услугу в 12-месячном периоде независимо от того, отменил ли покупатель заказ или нет).

- На 31 марта 2019 года (период 12M) – 255 тыс. активных продавцов в 160 странах мира (2010 год – 20 тыс.).
- На 31 марта 2019 года (период 12M) – 2,1 млн активных покупателей (50 тыс. в 2010 году).

**История компании и разбивка выручки.** Компания была основана в 2010 году. Тогда было представлено около 8 различных категорий, а GMV (общая валовая выручка) в декабре составила \$250 тысяч. За 9 лет своей работы на сегодняшний день компания имеет более 200 различных категорий, работает в более 180 странах. Всего использовало платформу более 5,5 млн человек.

Иллюстрация 2. История Fiverr

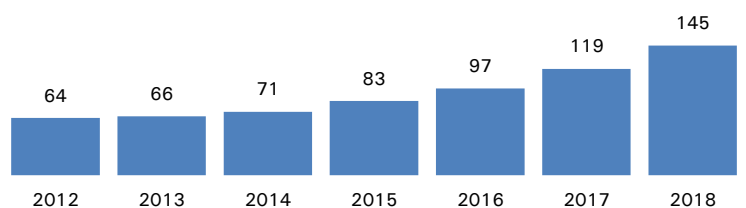
Our history



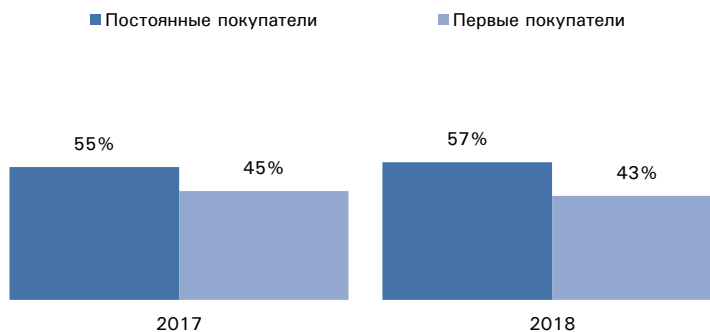
Источник: на основе данных компании

Выручка же на 1 активного пользователя продолжает стремительно расти. Так, например, с 2012 года выручка на пользователя выросла с \$64 до \$145 на конец 2018 года.

График 1. Выручка на 1 пользователя с 2012 года, \$



Источник: на основе данных компании

**График 2. Соотношение постоянных покупателей и первых, %**

Источник: на основе данных Forrester

**Потенциальный адресный рынок в более \$100 млрд.** Свой адресный рынок компания оценивает в \$100 млрд. Одними из главных трендов роста рынка фрилансеров считаются:

- привлечение внештатных сотрудников для выполнения проектных задач (привлечение на временной основе квалифицированных рабочих)
- большая база фрилансеров: согласно данным McKinsey, в 2016 году в США и Европе насчитывалось до 162 млн фрилансеров.
- удаленное сотрудничество – удобство как для заказчиков, так и для исполнителей.

Одними из главных игроков на рынке считаются:

- Freelancer Limited
- Freelance.com
- The Adecco Group
- Randstad
- LinkedIn
- GitHub
- Upwork

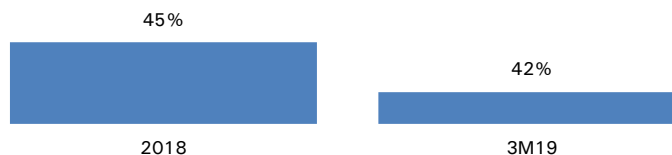
#### Стратегия роста.

- Привлечение новых покупателей на платформу
- Инновации в услугах и технологиях
- Выход на новые рынки
- Масштабируемая торговая площадка
- Патент на технологии

## Fiverr International: рост свыше 40% при стабильной валовой марже

**За последний год темпы роста составили 45%.** В 2018 году рост составил 45%, а за 3 месяца 2019 года наблюдается небольшое замедление до 42%.

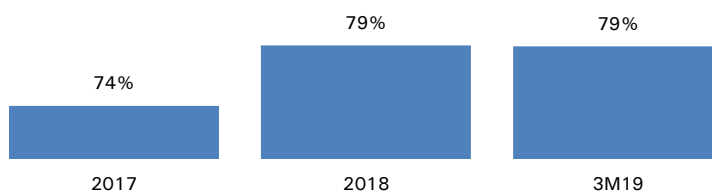
График 3. Темпы роста выручки



Источник: на основе данных компании

**Стабильная валовая маржа.** Валовая маржа демонстрирует стабильность за последние 2 года. Таким образом, валовая маржа в 2017 году составила 74%, в 2018 году - 79% и за 3М2019 - 79%.

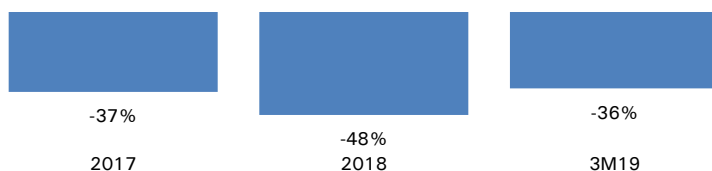
График 4. Валовая маржа, %



Источник: на основе данных компании

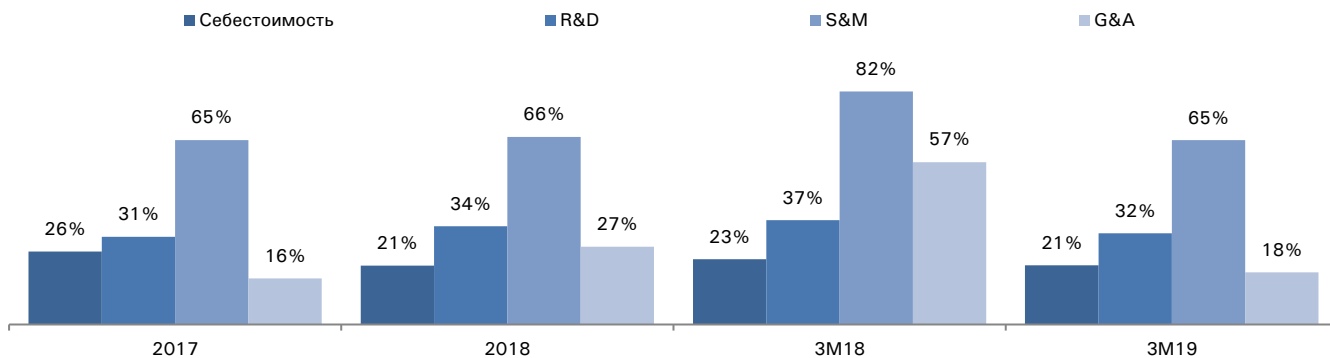
**ЕБИТ маржа.** В 2017 году ЕБИТ маржа составила -36%, в 2018 году достигла отметки в -48%. Главными причинами роста отрицательного показателя ЕБИТ маржи в 2018 году стали административные расходы и расходы на R&D. За первые 3 месяца 2019 года мы можем наблюдать снижение расходов.

График 5. Маржа ЕБИТ, %



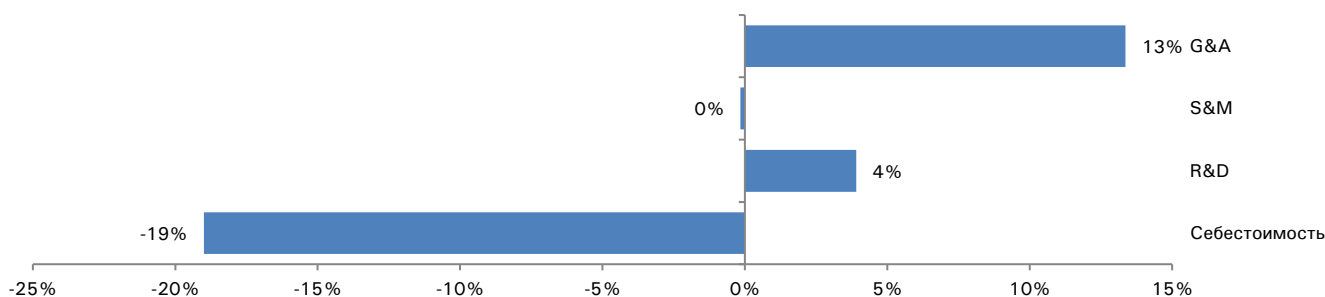
Источник: на основе данных компании

График 6. Структура расходов Fiverr за 2017 - 3М2019 гг.



Источник: на основе данных компании

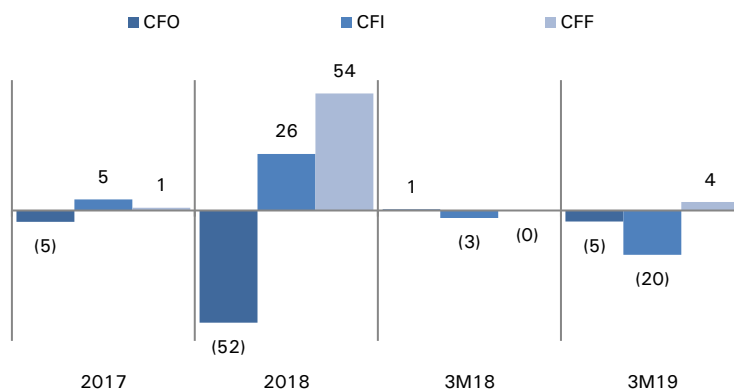
График 7. Изменение структуры затрат за период с 2017 по 3М2019 гг.



Источник: на основе данных компании

**За последние 2 года компания дважды смогла сгенерировать наличность.** Компания последние 2 года генерировала наличность за счет своей финансовой и инвестиционной деятельности.

График 8. Денежный поток Fiverr с 2017 по 3М2019 гг.



Источник: на основе данных компании



## Риски: сложности привлечения новых клиентов, конкуренция и работа операционных систем

---

**Конкуренция.** Fiverr работает на очень конкурентном рынке. Среди конкурентов числятся Freelancer Limited, Freelance.com, The Adecco Group, Randstad, LinkedIn, GitHub и Upwork.

**Привлечение базы покупателей и фрилансеров.** В случае, если компания не сможет привлекать новых клиентов и фрилансеров, это значительно скажется на финансовых результатах компании, в том числе может повлечь снижение выручки.

**Работа операционных систем.** Сбои операционных систем и перебои работы могут значительно повлиять на репутацию 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.

---