

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Fiverr International (FVRR)

 Потенциал роста: **29%**

 Целевая цена: **\$25,7**

 Диапазон размещения: **\$18-\$20**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Израиль | Бизнес-сервисы

обзор перед IPO

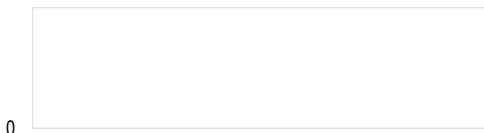
FVRR: быстрый поиск фрилансеров с ценой от \$5



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 (%)	-36

Капитализация IPO (млн USD)	588,9
Акции после IPO (млн шт)	31
Акции к размещению (млн шт)	5,3
Объем IPO (млн USD)	100
Минимальная цена IPO (USD)	18
Максимальная цена IPO (USD)	20
Целевая цена (USD)	25,7
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 Fiverr International, израильского стартапа, который позволяет фрилансерам предлагать свои услуги в широком спектре категорий, давая возможность пользователям покупать и продавать цифровые услуги. Объем размещения составит \$100 млн в диапазоне \$18-\$20.

Платформа Fiverr предоставляет более 200 категорий цифровых услуг, таких как дизайн логотипов, создание и редактирование видео, создание веб-сайтов. Платформа представляет собой каталог сервисов, которые осуществляют поиск, заказ и оплату заказа. С момента создания через платформу было проведено более 50 млн транзакций, стартовая цена которых начинается от \$5. Доход компания получает за счет взимания комиссий с транзакций: так, например, в 2018 году размер комиссий в стоимости транзакций составил 25,7% против 24,5% годом ранее.

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 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%. В последний год наблюдается рост R&D и административных затрат, который немного надавил на маржу. В 2018 году она достигла отметки в -48% против -36% годом ранее.

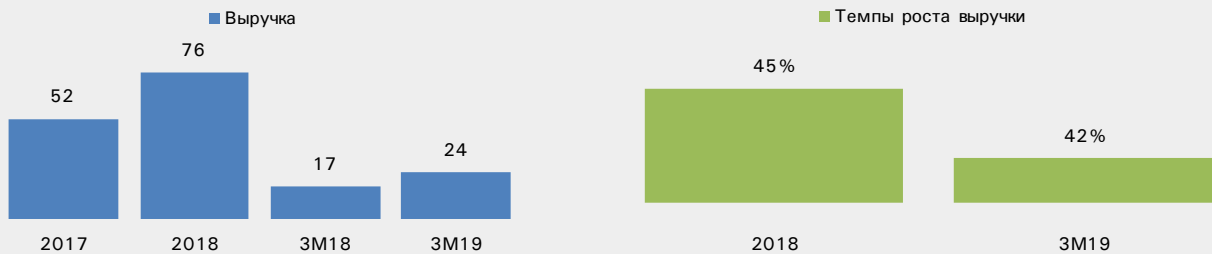
Оценка по модели FCFF проецирует оценку всей фирмы в \$707 млн, а оценку собственного капитала - в \$817 млн при целевой цене в \$25,7 с потенциалом роста 29%.

Fiverr International Ltd: ключевые цифры

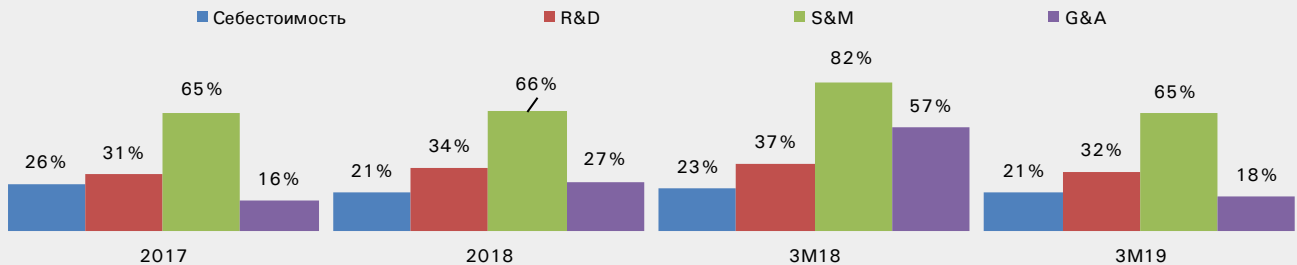
Операционная метрика



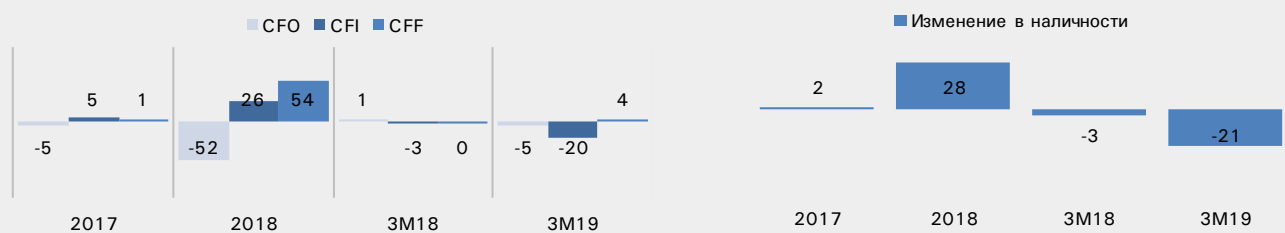
Выручка и темпы роста



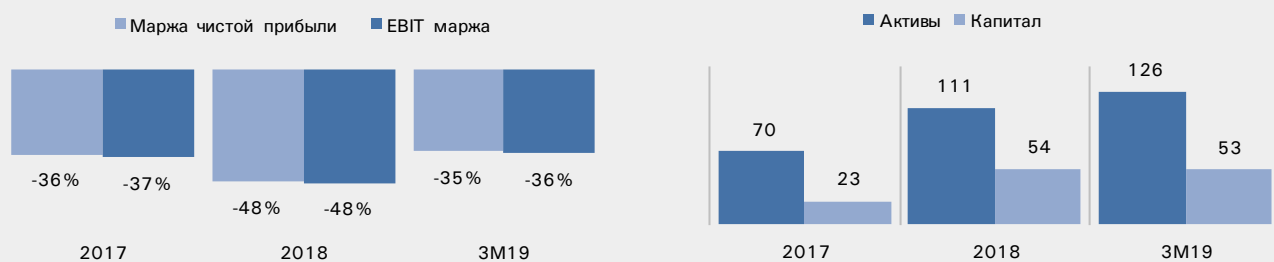
Расходы и их структура



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.

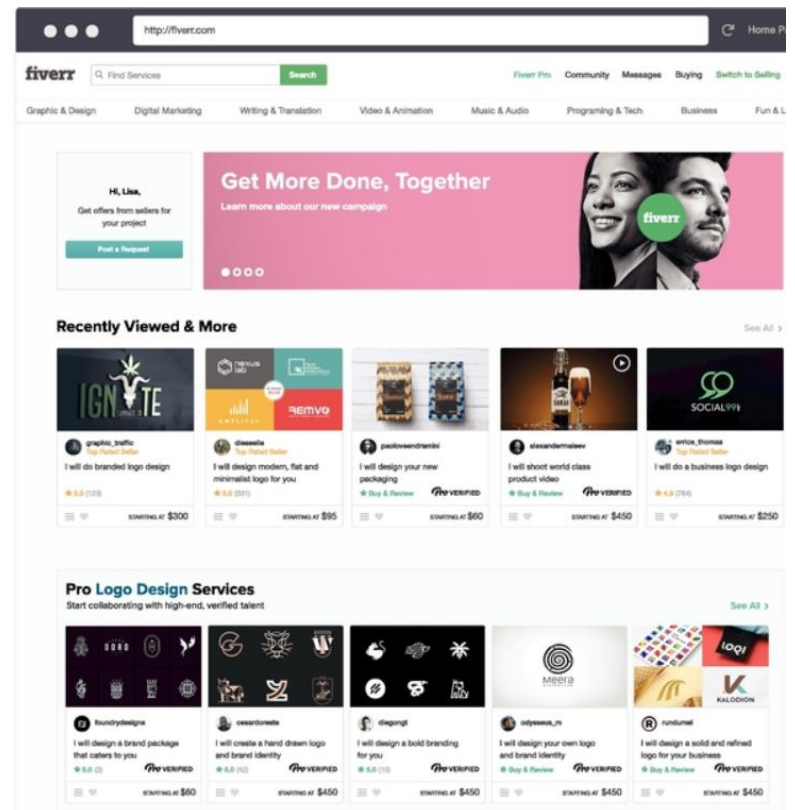
Более 70% доходов 2018 году было из США, Великобритании, Канады, Австралии и Новой Зеландии.

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

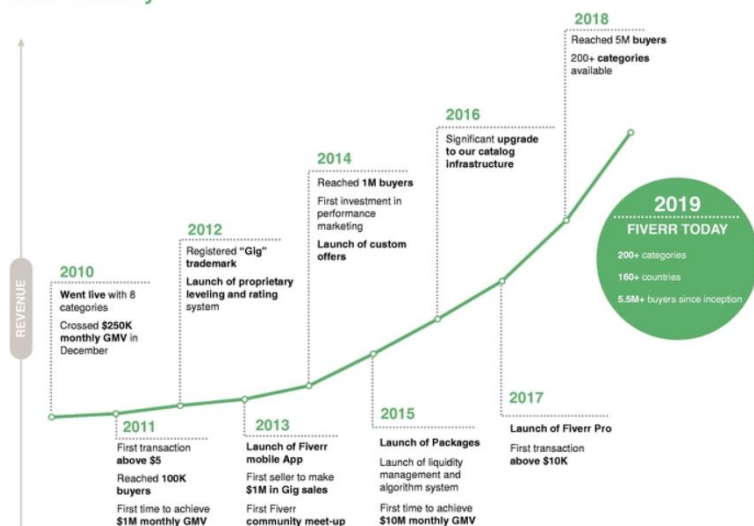
База активных покупателей (активный покупатель - тот, кто заказал 1 услугу в 12-месячном периоде независимо от того, отменил ли покупатель заказ или нет).

- 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

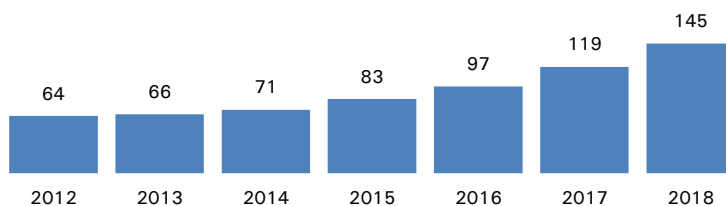
Our history



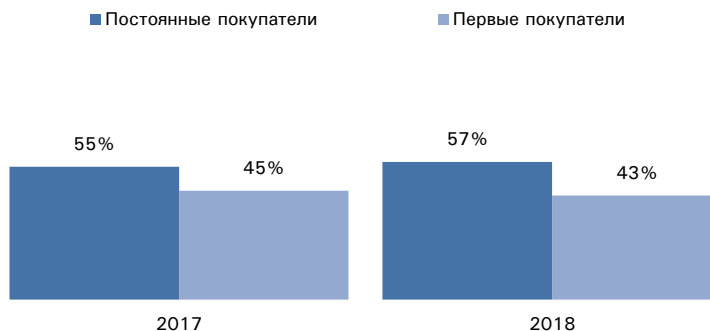
Источник: на основе данных компании

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

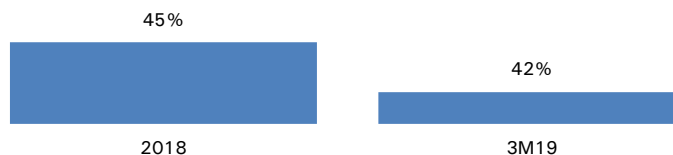
Стратегия роста.

- 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 и некотором росте операционных затрат

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

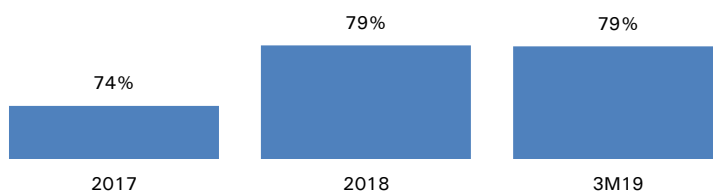
График 3. Темпы роста выручки



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%.

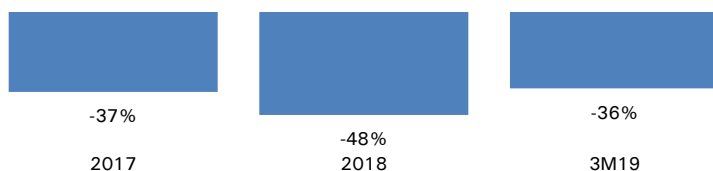
График 4. Валовая маржа, %



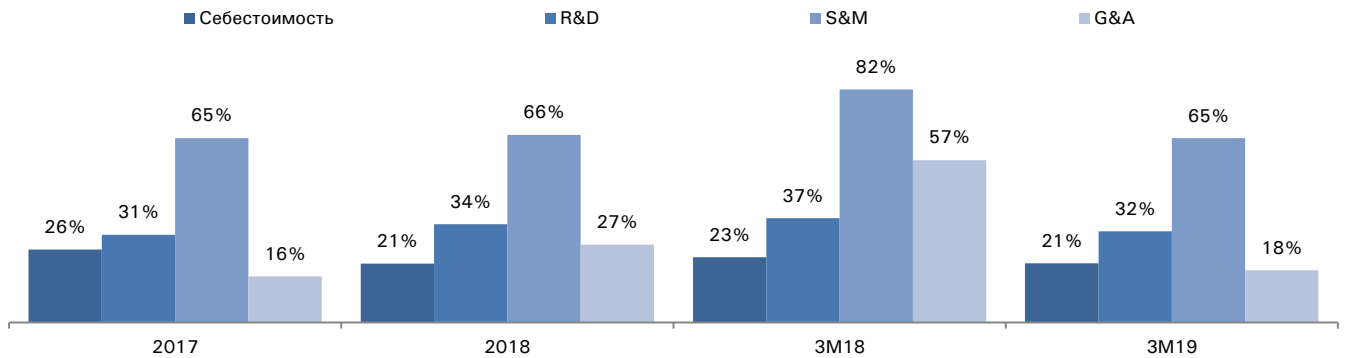
Источник: на основе данных компании

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.

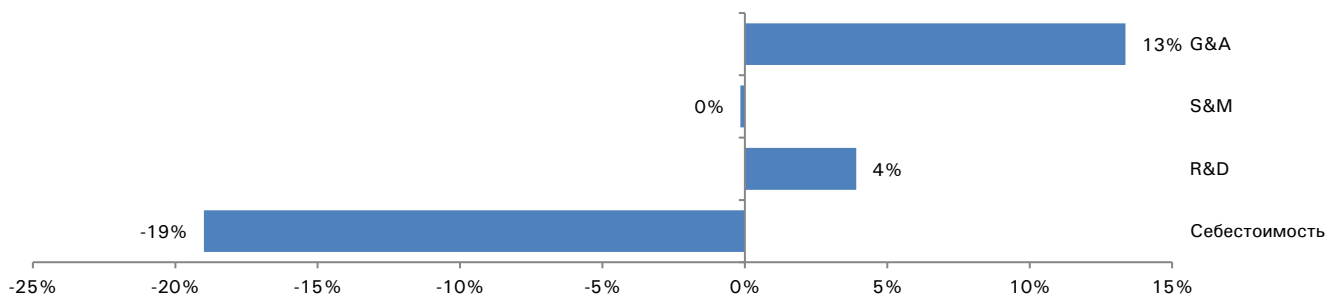
График 5. Маржа ЕБИТ, %



Источник: на основе данных компании

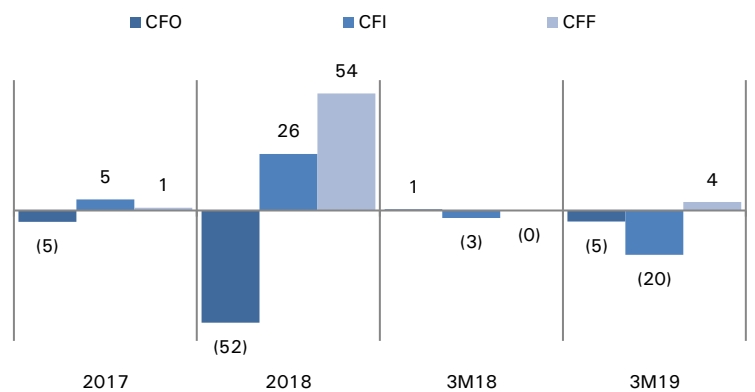
График 6. Структура расходов Fiverr за 2017 - 3М2019 гг.


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

Оценка Fiverr: потенциал свыше 29% при оптимистичном сценарии развития

1. Прогноз выручки: рост количества активных клиентов, средний доход на покупателя и комиссии с транзакций. Для прогноза выручки Fiverr мы использовали 3 метрики: активные клиенты, средний доход на покупателя и комиссия с транзакций.

База клиентов Fiverr. За последний год база активных клиентов увеличилась на 11% до 2 млн активных пользователей. Мы консервативно замедлили темпы роста базы клиентов до 1% к 2028 прогнозируемому году. По нашему прогнозу, база вырастет с 2 млн в 2018 году до 2,8 млн активных клиентов к 2028 году.

Средний доход на 1 покупателя. В 2018 году данный показатель был равен \$145, что на 22% больше, чем в 2017 году. За последние 6 лет данный показатель вырос более чем в 2,2 раза с \$64 в 2012 году до \$145 в 2018 году. За последний год мы можем наблюдать замедление темпов роста с 23% в 2017 году до 22% в 2018 году. При прогнозе мы продолжили данный тренд и замедлили темпы роста до 4% к 2028 году. Средний доход на 1 покупателя в 2028 году, по нашему прогнозу, составит \$377.

Валовый доход. Темпы роста валового дохода с учетом трендов сокращения роста базы активных клиентов и среднего дохода на 1 покупателя сократятся с 35% в 2018 году до 5% к 2028 году. Валовый доход вырастет с \$290 млн до \$1,05 млрд.

Комиссия от транзакций. Комиссия последние 2 года продолжает расти: 24% в 2017 году и 26% в 2018 году. Мы предполагаем, что комиссия через 10 лет достигнет 38%, но не превысит 40%.

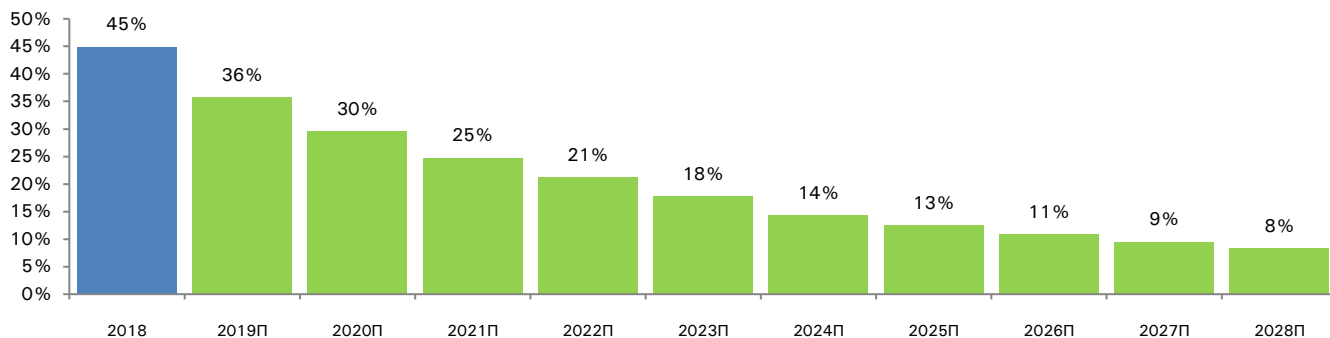
Всего выручки. Текущие темпы роста Fiverr замедлятся с 45% до 8% к 2028 прогнозируемому году, а выручка к 2028 году составит \$399 млн.

Иллюстрация 3. Модель выручки Fiverr

Модель выручки из целевого рынка	2017	2018	2019п	2020п	2021п	2022п	2023п	2024п	2025п	2026п	2027п	2028п
Активные покупатели, млн	1,8	2,0	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	2,7	2,7	2,8	2,8
Темпы роста, %		11%	9%	7%	5%	4%	3%	2%	2%	1%	1%	1%
Средний доход на покупателя, \$	119	145	173	200	228	256	281	304	325	344	362	377
Темпы роста, %		22%	19%	16%	14%	12%	10%	8%	7%	6%	5%	4%
Валовый доход, млн USD	214	290	376	467	559	651	738	812	882	945	1 001	1 050
Темпы роста, %		35%	30%	24%	20%	16%	13%	10%	9%	7%	6%	5%
Комиссия с транзакций, %	24%	26%	27%	28%	30%	31%	32%	33%	34%	36%	37%	38%
Темпы роста, %		7%	6%	4%	4%	3%	2%	2%	1%	1%	1%	1%
Всего выручка, млн USD	52	76	102	133	166	201	236	270	304	337	368	399
Темпы роста, %		45%	36%	30%	25%	21%	18%	14%	13%	11%	9%	8%

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

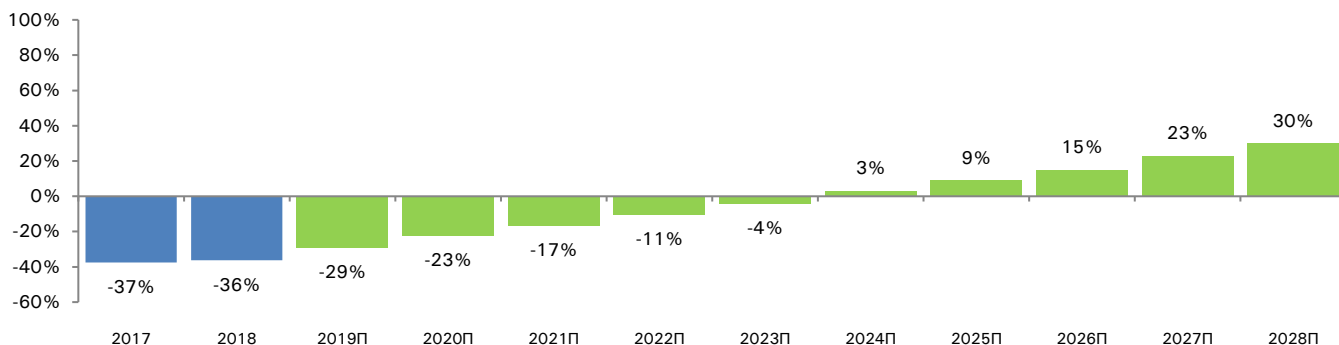
График 9. Прогноз темпов роста Fiverr



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

2. Достижение прибыльности к 2024 прогнозируемому году. Мы заложили продолжение тренда сокращения убытков и роста EBIT маржи с -36% в 2018 г. до среднеотраслевых показателей в 30%, которые будут достигнуты в течение 10 прогнозных лет. При текущих исходных данных мы предполагаем, что к 2025 прогнозируемому году компания достигнет прибыльности. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 8,8% до 3%, что равняется среднеотраслевым показателям. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$125 млн.

График 10. 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 7%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 43% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (-\$27 млн) и зрелого (\$713 млн) периода, составит \$707 млн. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды в \$16 млн, поступления от IPO в \$100 млн, наличность на счетах в \$45 млн и стоимость опционов в \$19 млн, собственный капитал Fiverr можно оценить в \$817 млн.

Учитывая 31 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$25,7. Потенциал к верхней границе IPO в \$20 составляет 29%.

Иллюстрация 4. Модель оценки Fiverr методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2017	2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	зрелый
темпы роста выручки, %		45%	36%	30%	25%	21%	18%	14%	13%	11%	9%	8%	3,0%
(+) Выручка	52	76	102	133	166	201	236	270	304	337	368	399	411
(х) Операционная маржа	-37%	-36%	-29%	-23%	-17%	-11%	-4%	3%	9%	15%	23%	30%	30%
(=) EBIT	-20	-27	-30	-30	-27	-21	-10	8	27	50	85	120	123
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	25
(=) NOPLAT	-20	-27	-30	-30	-27	-21	-10	8	27	50	85	120	99
(-) чистые реинвестиции	18	7	8	10	12	13	14	14	14	14	13	12	42
(=) FCFF	(38)	(34)	(38)	(40)	(39)	(34)	(24)	(6)	13	36	72	108	56
FCFF маржа, %	-72,7%	-45,0%	-37,2%	-30,1%	-23,5%	-17,0%	-10,2%	-2,3%	4,3%	10,8%	19,4%	27,0%	
(х) фактор дисконтирования			0,93x	0,87x	0,81x	0,76x	0,71x	0,66x	0,62x	0,58x	0,54x	0,51x	
PV FCFF			(36)	(35)	(32)	(26)	(17)	(4)	8	21	39	54	
Терминальная стоимость													1 411
PV Терминальной стоимости													713
Имплицированные переменные модели	2017	2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	
Выручка/капитал, x	1,99x	2,21x	2,35x	2,43x	2,47x	2,48x	2,47x	2,45x	2,44x	2,44x	2,44x	2,45x	
Инвестированный капитал	38	46	57	68	81	95	109	124	138	151	163		
Чистое реинвестирование, %	-24%	-28%	-34%	-43%	-62%	-137%	177%	53%	28%	16%	10%		43%
Реинвестирование к выручке, %	8,8%	8,2%	7,6%	7,0%	6,5%	5,9%	5,3%	4,7%	4,2%	3,6%	3,0%		
ROIC, %	-72%	-64%	-53%	-40%	-26%	-11%	7%	22%	37%	56%	73%		7,0%
Маржа NOPLAT, %	-36%	-29%	-23%	-17%	-11%	-4%	3%	9%	15%	23%	30%		
Расчет WACC			2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	
Безрисковая ставка			2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	
Бета послерыноговая			1,03	1,03	1,02	1,02	1,02	1,01	1,01	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%	
Стоимость собственного капитала			7,3%	7,3%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,1%	
Ставка долга, до налогов			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%	
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			7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
Кумулятивная стоимость капитала			0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	
Оценка капитала, млн USD													
(-) Стоимость в прогнозируемом периоде													(27)
(+) Стоимость в терминальном периоде													713
(х) Коэффициент на дату оценки			1,03x										
(=) EV			707										
(-) Долг (вкл. операционную аренду)			16										
(+) Наличность			45										
(+) Поступления от IPO			100										
(-) Стоимость выпущенных опционов			19										
(=) Оценка собственного капитала			817										
Рыночная капитализация			620										
Целевая цена на акцию, USD			25,7										
Максимум диапазона на IPO, USD			20										
Потенциал роста, %			29%										
Уровни оценки по P/S	2019	F20П	F21П										
Оценка по модели FCFF	10,8x	8,0x	6,2x										
Оценка по верхней границе IPO	8,2x	6,1x	4,7x										

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

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.
