

РЕКОМЕНДАЦИЯ

В процессе

The We Company (We)

Потенциал роста: -
Целевая цена: -
Диапазон размещения: -

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Коворкинг

обзор перед IPO

IPO WeWork: решения для офиса и рабочего пространства



Выручка, 2018 (млн USD)	1 822
EBIT, 2018 (млн USD)	-1 691
Прибыль, 2018 (млн USD)	-1 927
Чистый долг, 1Q19 (млн USD)	0

P/E, 2019 (x)	—
P/S, 2019 (x)	—
EV/S, 2019 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-89

Капитализация IPO (млн USD)	—
Акция после IPO (млн шт)	—
Акция 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 TWA/we

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



14 августа заявку на IPO подала компания The We Company (WeWork), мировая платформа, объединяющая пространства, сообщества, услуги и технологии в более чем 528 точках в 111 городах мира с 527 тысячами участников, среди которых 38% - из списка Global Fortune 500. Среди крупных акционеров числятся Benchmark, J.P. Morgan и Softbank, а на последнем инвестраунде компанию оценили в \$47 млрд.

Бизнес-модель WeWork и польза для клиентов. Компания предоставляет новый сегмент услуг – пространство как услуга (space-as-a-service). Компания монетизирует свою платформу путем разнообразных решений, в основном это продажи членства в сообщества, а также предоставление дополнительных продуктов и услуг. При этом у компании высокий уровень удержания членства, который на данный момент составляет 119%. WeWork помогает членам сообщества получать качественные решения в поиске рабочего места, при этом снижая затраты на поиск, строительство и ремонт помещений, а также административные расходы на содержание.

Основные операционные показатели. «Мощность рабочей станции» — это общее количество рабочих мест во всех локациях WeWork. С 2016 года по 30 июня 2019 года количество мест выросло почти в 6 раз, со 107 тысяч до 604 тысяч. Совокупное число членств в сообществе с 2016 года выросло с 87 тысяч до 527 тысяч на 30 июня 2019 года. Общее количество корпоративных клиентов выросло с 18% в 2016 году до 40% на 30 июня 2019 года.

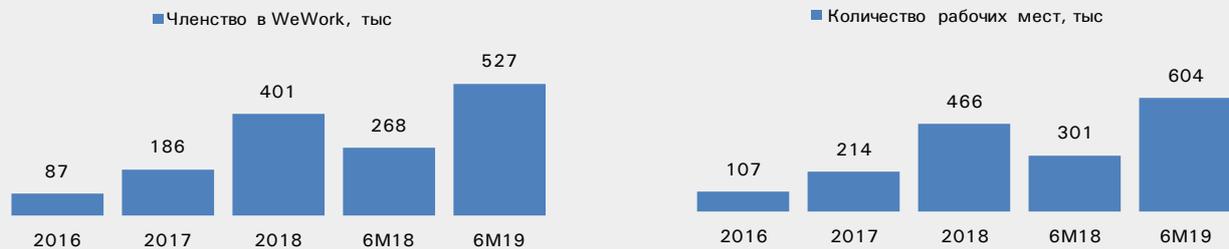
Рост свыше 100% при незначительном росте показателей маржи. В 2017 году WeWork продемонстрировала рост в 103%, в 2018 году - в 106%, при этом за 6 месяцев рост составил 101%. EBIT-маржа демонстрирует рост с -91% в 2017 году до -89% за 6 месяцев 2019 года. При этом стоит отметить, что рост расходов связан с быстрым расширением бизнеса в различных городах мира.

WeWork: финансовые показатели

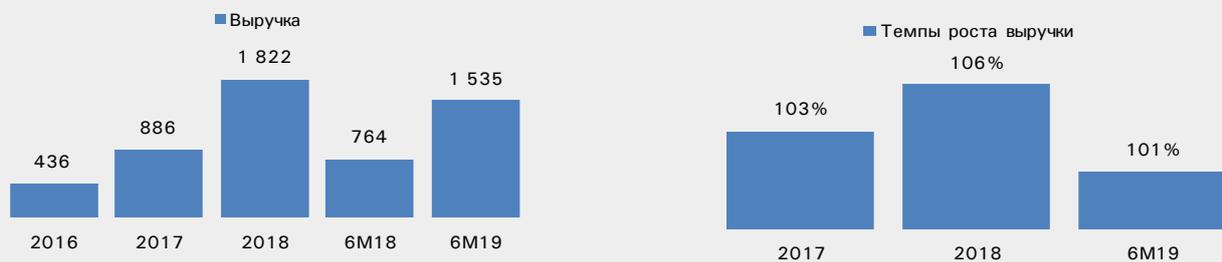
Отчет о прибыли, млн USD	2016	2017	2018	6M19	Балансовый отчет, млн USD	2017	2018	6M19
Выручка	436	886	1822	1535	Наличность	2021	1744	2473
Локальные операционные расходы	433	815	1521	1233	Дебиторская задолженность	36	100	181
Прочие операционные расходы	0	2	107	81	Лизинг	118	232	0
Расходы перед открытием локации	116	131	358	255	Связанные стороны	1	3	1
Маркетинг и продажи	43	143	379	320	Прочие активы	252	386	377
Расходы на развитие	36	110	477	370	Текущие активы	2427	2464	3032
G&A	115	454	357	390	ОС	2337	4369	6729
Амортизация	89	163	314	256	Арендуемые активы	0	0	15113
EBITDA	(307)	(769)	(1 377)	(1 114)	Наличность с ограничением	150	420	576
Амортизация	89	163	314	256	Аренда	31	69	0
EBIT	(396)	(932)	(1 691)	(1 369)	Метод долевого участия и другие инвестиции	57	218	186
Прочетные и прочие доходы/расходы	(33)	(7)	(237)	470	Гудвилл	156	681	863
Доналоговая прибыль	(430)	(939)	(1 928)	(900)	НМА	85	159	184
Налог	0	(6)	(1)	5	Прочие активы	121	264	365
Чистая прибыль	(430)	(933)	(1 927)	(905)	Долгосрочные активы	2937	6181	24015
					Активы	5364	8645	27047
Рост и маржа (%)	2016	2017	2018	6M19	Кредиторская задолженность	314	826	1295
Темпы роста выручки	-	103%	106%	101%	Служба поддержки	195	397	499
Темпы роста EBITDA	-	-	-	-	Аренда	2	2	536
Темпы роста EBIT	-	-	-	-	Кредиты по выплате	26	0	0
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	-	Отложенный доход	49	113	170
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	-	Прочие текущие обязательства	65	271	103
Валовая маржа	-	-	-	-	Текущие обязательства	651	1609	2603
EBITDA маржа	-70%	-87%	-76%	-73%	Отсроченная аренда	1637	2832	17917
EBIT маржа	-91%	-105%	-93%	-89%	Долг	0	749	1343
NOPLAT маржа	-	-	-	-	Конвертируемые обязательства	0	950	2665
Маржа чистой прибыли	-99%	-105%	-106%	-59%	Аренда	51	51	0
					Другие обязательства	64	91	114
					Отложенный налог	4	3	0
					Долгосрочные обязательства	1756	4675	22039
Cash Flow, млн USD	2016	2017	2018	6M19	Всего обязательств	2407	6284	24642
CFO	177	244	(177)	(199)	Конвертируемые акции	3405	3499	3591
D&A	89	163	314	256	Капитал	-1302	-2459	-2299
					Обязательства и собственный капитал	5364	8645	27047
CFI	(819)	(1 377)	(2 476)	(2 363)				
CapEx	(778)	(1 032)	(2 064)	(1 284)				
CFF	728	2 724	2 658	3 430	Позлементный анализ ROIC	2017	2018	6M19
Денежный поток	84	1 591	(7)	885	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
Наличность на начало года	496	580	2 171	2 164	ICTO, x	-	-	-
Наличность на конец года	580	2 171	2 164	3 049	AICTO, x	-	-	-
					ROIC, %	-	-	-
					Себестоимость/выручка, %	-	-	-
					Операционные издержки/выручка, %	-191%	-205%	-193%
					WCFO, x	-	-	-
					FATO, x	-	-	-
Справочные данные	2016	2017	2018	6M19				
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	-	Ликвидность и структура капитала	2017	2018	6M19
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	-	EBIT/процентные платежи, x	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	-	Текущая ликвидность, x	3,73	1,53	1,16
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	-	Долг/общая капитализация, %	-	-	-
EV, USD	-	-	-	-	Долг/активы, %	0%	9%	5%
Капитальные инвестиции, USD	778	1 032	2 064	1 284	Долг/собственные средства, x	0%	43%	54%
Рабочий капитал, USD	-	-	-	-	Долг/С, %	-	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	-	-	Собственные средства/активы, %	38%	20%	9%
BV, USD	-	-	-	-	Активы/собственный капитал, x	-	-	-
Инвестированный капитал	-	-	-	-				
EPS, USD на акцию	-	-	-	-	Мультипликаторы	2017	2018	6M19
					P/B, x	-	-	-
					P/E, x	-	-	-
					P/S, x	-	-	-
					EV/EBITDA, x	-	-	-
					EV/S, x	-	-	-

WeWork: ключевые цифры

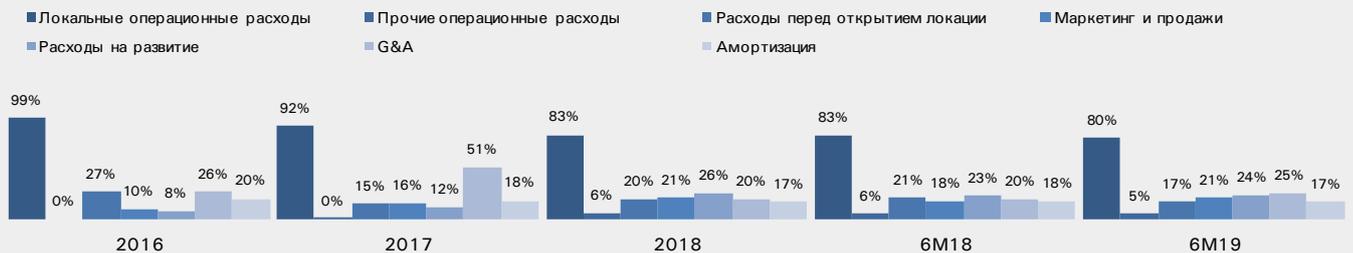
Операционная метрика



Выручка и темпы роста



Расходы и их структура



Денежные потоки



Маржа и активы

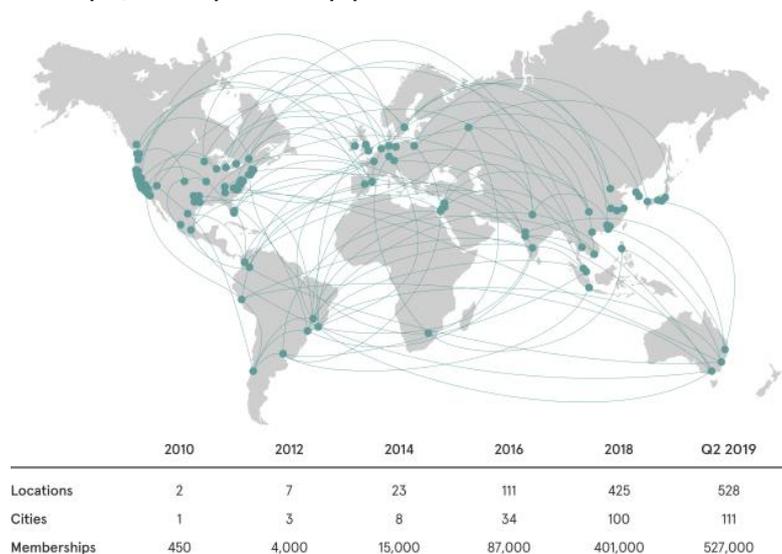


WeWork: ключевые факты

WeWork – это мировая платформа, объединяющая пространства, сообщества, услуги и технологии в более чем 528 точках в 111 городах мира. Первый офис компания открыла в 2010 году в Нью-Йорке, а первыми членами сообщества были в основном фрилансеры, стартапы и малые предприятия. WeWork запустила новую бизнес-модель, которая в последующем обрела популярность благодаря модному декору, разливному пиву и кофе. Сама же компания занимается сдачей в аренду коммерческой недвижимости после перепроектировки помещения для офисного пространства путем продажи членства в сообществе. Всего компания за всю историю привлекла \$8,4 млрд. На последнем раунде инвестирования компанию оценили в \$47 млрд. Среди крупных акционеров числятся Benchmark, J.P. Morgan и Softbank. Компания WE Holdings контролируется генеральным директором WeWork Адамом Нейманом.

Операционные показатели. За 9 лет своей истории WeWork расширилась до управления 528 офисами в 111 городах по всему миру. За последний год количество участников сообщества выросло на 90%, до 527 тысяч человек, из них - 38% компаний из списка Global Fortune 500.

Иллюстрация 1. Мировая платформа WeWork

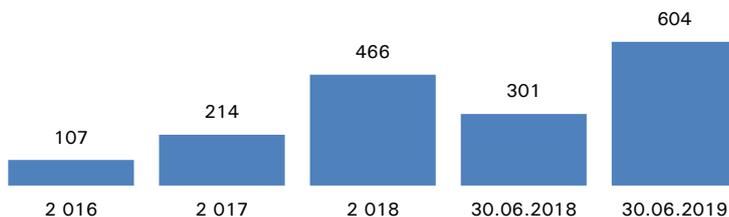


Over 50%

of our members are outside of the United States

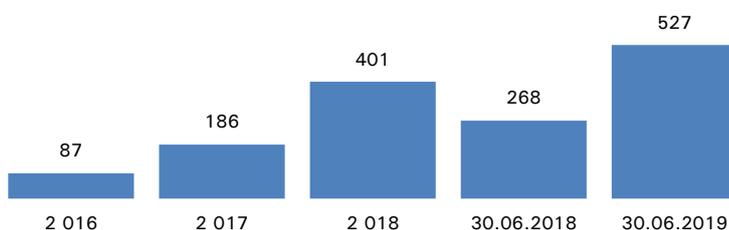
Источник: на основе данных компании

Ключевые показатели бизнеса. «Мощность рабочей станции» — это общее количество рабочих мест во всех локациях WeWork. С 2016 года по 30 июня 2019 года количество мест выросло почти в 6 раз, со 107 тысяч до 604 тысяч.

График 1. Мощность рабочей станции, тыс.


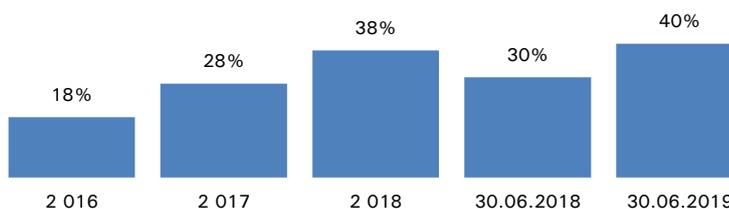
Источник: на основе данных компании

Совокупное число членств в сообществе с 2016 года выросло с 87 тысяч до 527 тысяч на 30 июня 2019 года.

График 2. Совокупное число членств в сообществе, тыс.


Источник: на основе данных компании

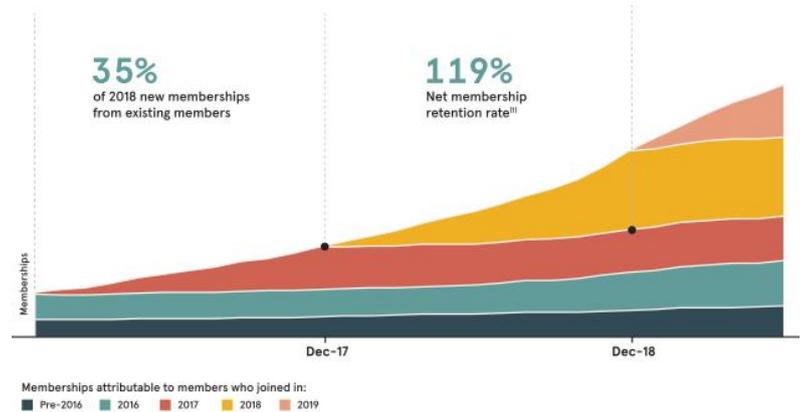
Одним из важных аспектов бизнеса является рост количества корпоративных клиентов (численность персонала - выше 500 человек), потому что они связаны с компанией долгосрочными обязательствами. Таким образом, общее количество корпоративных клиентов выросло с 18% в 2016 году до 40% на 30 июня 2019 года.

График 3. Процент корпоративных клиентов от совокупного числа всех членств в сообществе WeWork


Источник: на основе данных компании

Бизнес-модель WeWork. Компания предоставляет новый сегмент услуг – пространство как услуга (space-as-a-service). Компания монетизирует свою платформу путем разнообразных решений, в основном это продажи членства в сообщества, а также предоставление дополнительных продуктов и услуг. При этом у компании высокий уровень удержания членства, который на данный момент составляет 119%.

Иллюстрация 2. Когорта членства WeWork

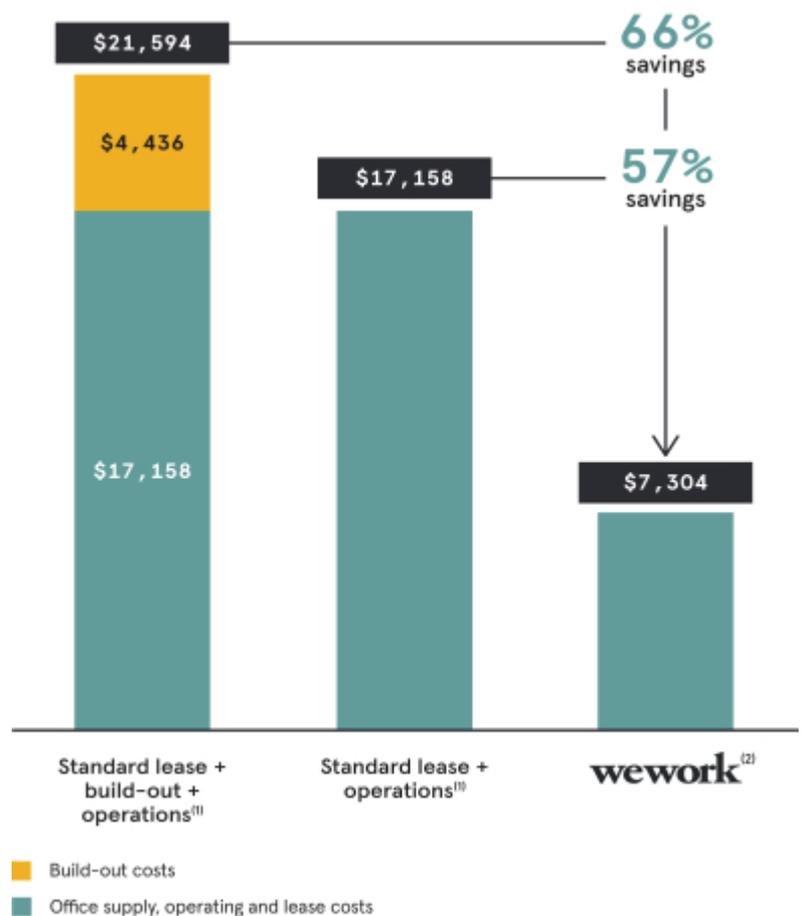


Источник: на основе данных компании

Чем полезна WeWork. WeWork помогает членам сообщества получать качественные решения в поиске рабочего места, при этом снижая затраты на поиск, строительство и ремонт помещений, а также административные расходы на содержание.

WeWork в своем рабочем персонале имеет около 1000 инженеров, дизайнеров и ученых, которые занимаются разработкой и интеграцией машинного обучения сложных систем.

Иллюстрация 3. Сравнение стоимости на 1 работника: WeWork против стандартного лизинга



Источник: на основе данных компании

Членам сообщества WeWork предлагает:

- аренду пространства по минутам, месяцам или годам
- круглосуточный доступ
- различные решения в зависимости от требований заказчика.

Иллюстрация 4. Локация WeWork в Париже



Источник: на основе данных компании

Потенциальный рынок свыше \$1,6 трлн. На данный момент WeWork имеет 111 филиалов со 149 млн потенциальных участников. На текущий момент компания оценивает свой адресный рынок в \$945 млрд. Адресный рынок рассчитывается путем умножения потенциального количества участников и среднего членского взноса. Компания планирует расширяться до 280 городов с потенциальным населением в 255 млн человек, что дает рыночную возможность в \$1,6 трлн.

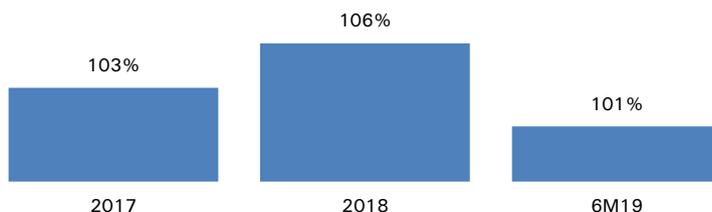
Что известно об IPO компании WeWork.

- WeWork планирует выпустить три класса акций: обыкновенные акции класса А будут продаваться публично с 1 голосом за акцию. Обыкновенные акции классов В и С — 20 голосов за акцию.
- Крупнейшие акционеры WeWork, материнская компания WE Holdings, Benchmark, JP Morgan и SoftBank. SoftBank и Benchmark, владеют 114 млн акций и 33 млн акций перед IPO.
- Согласно данным The Wall Street Journal, WeWork, возможно, откроет кредитную линию на сумму более \$6 млрд для сокращения предложения акций на IPO.
- Заявление SEC подтверждает, что генеральный директор Адам Нейман будет контролировать не менее 50% голосов после предложения.
- Возможный объем привлечения может составить более \$3,5 млрд.

WeWork: рост свыше 100% при незначительном росте показателей маржи

Компания растет по 100% в течение 3-х лет, и тренд продолжается. В 2017 году WeWork продемонстрировала рост в 103%, в 2018 году - в 106%, при этом за 6 месяцев рост составил 101%.

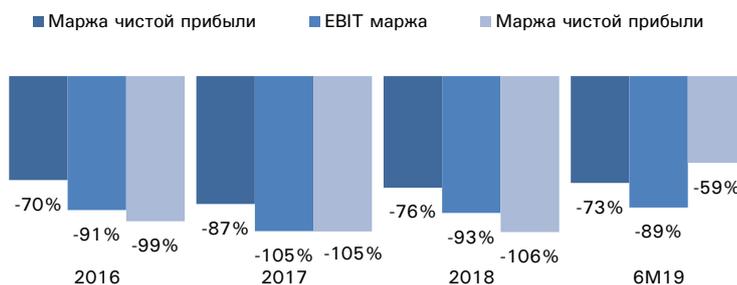
График 4. Темпы роста, %



Источник: на основе данных компании

Основные показатели маржи. EBIT-маржа демонстрирует рост с -91% в 2017 году до -89% за 6 месяцев 2019 года. При этом стоит отметить, что рост расходов связан с быстрым расширением бизнеса в различных городах мира.

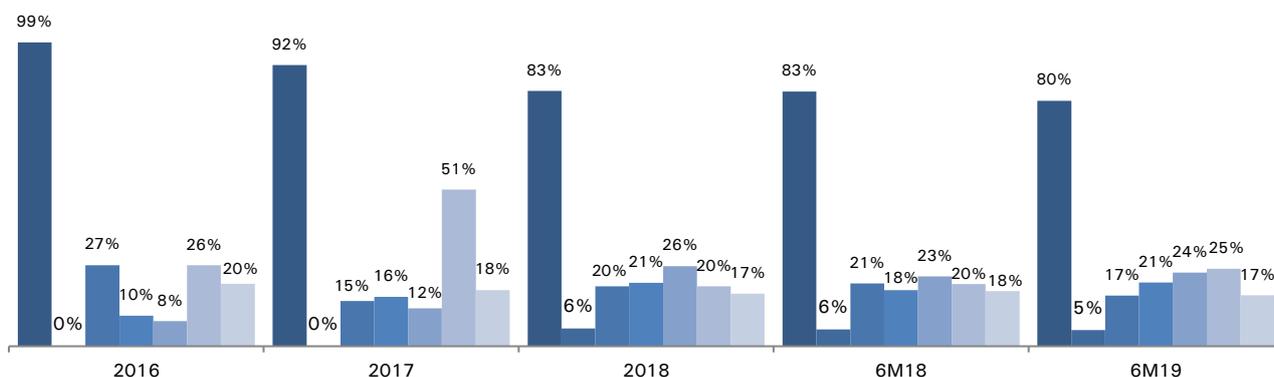
График 5. Основные индикаторы маржинальности бизнеса, %



Источник: на основе данных компании

График 6. Структура расходов WeWork за 2017-3М19 гг.

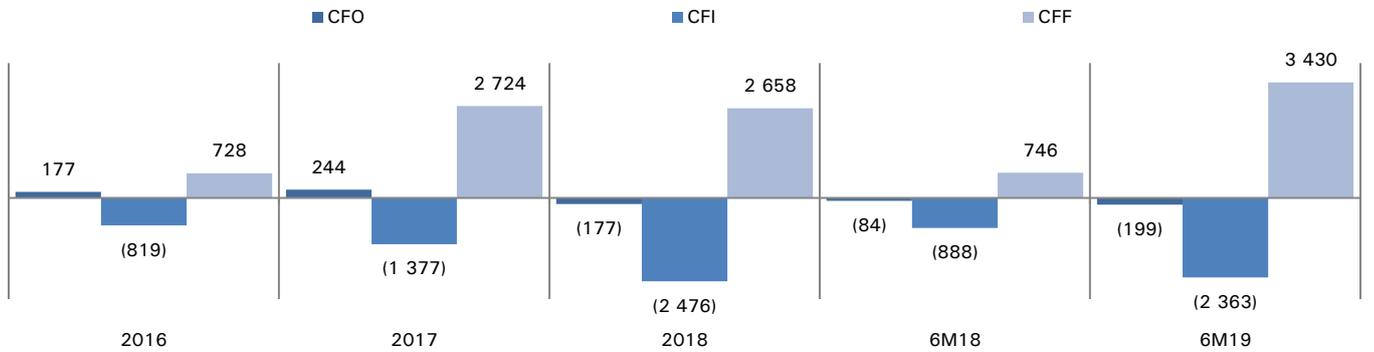
■ Локальные операционные расходы
 ■ Прочие операционные расходы
 ■ Расходы перед открытием локации
 ■ Маркетинг и продажи
■ Расходы на развитие
 ■ G&A
 ■ Амортизация



Источник: на основе данных компании

Денежный поток. У WeWork был положительный денежный поток в 2016-2017 гг. из-за отложенной аренды. За последние 3,5 года компания генерирует наличность за счет своей финансовой деятельности, в которую входят инвестраунды и привлечение долга.

График 7. Денежный поток WeWork с 2017 по 3М19 гг.



Источник: на основе данных компании

Риски: клиенты, аренда и экономические риски

Удержание текущих клиентов. Компания в основном генерирует выручку за счет продажи членства. В случае расторжения контрактов и потери клиентов это может значительно отразиться на выручке компании.

Арендные соглашения. В случае, если компания не сможет находить новые офисные пространства или продлевать текущие соглашения, это может повлечь за собой ограничение расширения сообщества.

Экономические и политические риски. На бизнес компании могут значительно повлиять замедление экономики, что может вызвать отток клиентов, или же политические риски (например, выход Великобритании из ЕС), это может повлечь за собой нестабильность фунта.

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.
