

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Peloton Interactive (PTON)

 Потенциал роста: **28%**

 Целевая цена: **\$37,2**

 Диапазон размещения: **\$26-29**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Фитнес-оборудование

оценка перед IPO

IPO Peloton: тренировки в прямом эфире



Выручка, 1 9ФГ (млн USD)	915
ЕБИТ, 19 ФГ (млн USD)	(202)
Чистая прибыль, 19 ФГ (млн USD)	(196)
Чистый долг (млн USD)	0

P/E, 19 (x)	—
P/BV, 19 (x)	—
EV/S, 19 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа ЕБИТ (%):	-12%

Капитализация IPO (млрд USD)	7.638
Акции после IPO (млн шт)	277.7
Акции к размещению (млн шт)	40
Объем IPO, (млн USD)	1100
Диапазон IPO (USD)	26-29
Целевая цена (USD)	37,2
Дата начала торгов	25 сентября

 Динамика акций | биржа/тикер **NASDAQ/PTON**

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

25 сентября на NASDAQ состоится IPO Peloton, одного из крупнейших производителей интерактивных фитнес-платформ. По состоянию на 30 июня 2019 года компания продала 577 тысяч велотренажеров и беговых дорожек с момента появления. Мы видим потенциал в 28% к диапазону IPO.

Компания была основана в 2012 году, а наибольшую известность получила после выпуска своего продукта Peloton Bike в 2014 году. Компания продает фитнес-тренажеры, которые позволяют проводить онлайн-занятия с фитнес-тренером. Основными продуктами компании являются Peloton Bike (велотренажер), Peloton Tread (беговая дорожка) и Peloton Digital (ежемесячная подписка в приложениях для мобильных устройств). Сами устройства представляют из себя тренажеры, подключенные к интернету с 22-дюймовым дисплеем для тренировок. В августе 2018 года компанию на последнем инвестраунде оценили в \$4,15 млрд, а всего в рамках финансирования было привлечено \$994,7 млн. Основными инвесторами на данный момент являются Tiger Global (19,8%), True Ventures (12%), Fidelity (6,8%) и TCV (6,7%).

Значительный целевой рынок, прирост базы подписчиков и быстрый рост выручки. Peloton оценивает свой целевой рынок в 67 млн домохозяйств, из которых 45 млн находятся в США. База подписчиков выросла со 108 тысяч в 2017 ФГ до 511 тысяч в 2019 ФГ (рост в среднем за 3 года - 118%). При этом рост выручки составил +99% в 2018ФГ и +110% в 2019 году за счет выпуска нового продукта. ЕБИТ-маржа в 2019 ФГ снизилась с -11% до -22% из-за роста административных расходов (рост персонала, компенсации на основе акций и внедрение новых систем).

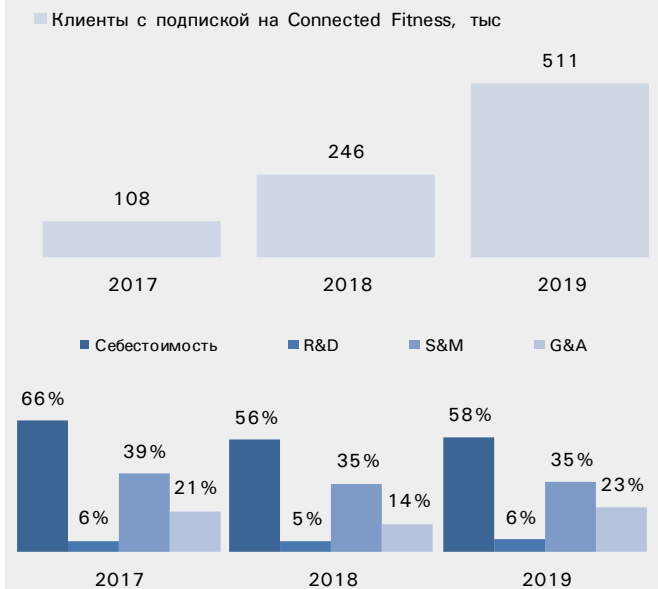
Средства привлекаются для использования в оборотном капитале и общекорпоративных целей, которые могут включать в себя R&D, продажи, административные расходы и капзатраты. Также выручка от IPO может использоваться для инвестирования в технологии, покупки решений или компаний.

Основные риски: привлечение клиентов, конкуренция, лицензии на музыку и 'hardware'-компонент себестоимости.

Оценка по модели FCFF проецирует оценку всей фирмы Peloton в \$10,172 млрд, а оценку собственного капитала - в \$10,551 млрд. Целевая цена на 1 акцию Peloton составляет \$37,2, потенциал к верхней границе в \$29 составляет 28%.

Peloton Interactive: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2017	2018	2019	Балансовый отчет, млн USD	2018	2019
Выручка	219	435	915	Наличность	151	162
Себестоимость	145	245	532	ЦБ	0	216
Валовая прибыль	74	190	384	Дебиторская задолженность	9	19
R&D	13	23	55	ТМЗ	25	137
S&M	86	151	324	Прочие активы	18	48
G&A	46	62	207	Текущие активы	204	582
ЕБИТДА	(67)	(41)	(181)	ОС	36	250
Амортизация	4	7	22	НМА	25	20
ЕБИТ	(71)	(48)	(202)	Гудвилл	4	4
Прочий доход	(0)	(0)	7	ДС с ограничением	1	1
Доаналоговая прибыль	(71)	(48)	(196)	Прочие активы	2	9
Налог	0	0	0	Долгосрочные активы	68	283
Чистая прибыль	(71)	(48)	(196)	Активы	271	865
Рост и маржа (%)	2017	2018	2019	Кредиторская задолженность	28	92
Темпы роста выручки	-	99%	110%	Начисленные расходы	51	105
Темпы роста ЕБИТДА	-	-	-	Депозиты клиентов	89	91
Темпы роста ЕБИТ	-	-	-	Отложенный доход	2	3
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	Текущие обязательства	170	291
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	Аренда	9	24
Валовая маржа	34%	44%	42%	Обязательства по заказам	0	147
ЕБИТДА маржа	-31%	-9%	-20%	Прочие долгосрочные обязательства	1	0
ЕБИТ маржа	-32%	-11%	-22%	Долгосрочные обязательства	10	171
NOPLAT маржа	-	-	-	Всего обязательства	181	462
Маржа чистой прибыли	-32%	-11%	-21%	Конвертируемые акции	406	941
				Капитал	-316	-539
				Обязательства и собственный капитал	271	865
Cash Flow, млн USD	2017	2018	2019	Операционная метрика и структура расходов		
CFO	(19)	50	(109)	Клиенты с подпиской на Connected Fitness, тыс		
D&A	4	7	22			
CFI	(10)	(57)	(298)			
CapEx	(16)	(34)	(86)			
CFF	144	3	417			
Денежный поток	115	(4)	11			
Наличность на начало года	41	156	156			
Наличность на конец года	156	152	167			
Справочные данные	2017	2018	2019			
Акции в обращении, млн штук	-	-	-			
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-			
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-			
Рыночная капитализация, USD	-	-	-			
EV, USD	-	-	-			
Капитальные инвестиции, USD	16	34	86			
Рабочий капитал, USD	-	-	-			
Реинвестиции, USD	-	-	-			
BV, USD	-	-	-			
Инвестированный капитал	-	-	-			
EPS, USD на акцию	-	-	-			



Peloton Interactive: модель DCF дает потенциал в 28%

1. Прогноз выручки: замедление роста с текущих 110% до 6% к 2029 прогнозируемому году.

Компания Peloton работает на растущем рынке, который, согласно данным Global Wellness Institute, в 2018 году составлял \$600 млрд. По данным IHRSA (International Health, Racquet & Sportsclub Association), во всем мире около 183 млн человек посещало фитнес-залы, из них 62 млн проживают в США.

Выручка от продаж фитнес-продуктов. Продукция Peloton пользуется огромной популярностью, в особенности Peloton Bike. По состоянию на 30 июня 2019 года компания уже продала около 577 тысяч фитнес-продуктов, из них 564 тысячи были проданы в США.

В 2019 финансовом году у компании наблюдалось ускорение выручки с 90% до 106% за счет начала продаж беговых дорожек Peloton Tread. С учетом текущих трендов, возможностей рынка и конкуренции мы замедлили темпы роста в 106% до 80% к 2020 прогнозируемому году и в течение 10 прогнозных лет - до 6%. Выручка вырастет с \$719,2 млн до \$8,6 млрд.

Клиенты с подпиской и ARPU на 1 клиента. С 2018 ФГ наблюдается сильный рост подписчиков, который составляет 128%. В 2019 ФГ рост незначительно замедлился до 108%, а база выросла с 246 тысяч до 511 тысяч. С учетом того, что количество подписчиков почти прямо пропорционально растет количеству проданных фитнес-продуктов – 577 тысяч продано и 511 тысяч подписчиков на последний финансовый год - мы замедлили рост базы со 108% в 2019 ФГ до 5% к 2029 году (база к 2029 прогнозируемому году составит 6,2 млн против 511 тысяч текущих). ARPU за 10 прогнозных лет вырастет с \$354 до \$410. Общая выручка от подписки вырастет с \$181 млн до \$2,5 млрд.

Прочие доходы. Прочие доходы в 2018 ФГ выросли на 138,5%, а в 2019 ФГ - на 137,1% за счет роста продаж фирменной одежды компании. При прогнозе мы учли рост продаж основных продуктов Peloton и рост популярности компании. Общая выручка от продаж вырастет с \$15 млн текущих до 284 млн к 2029 прогнозируемому году (темпы роста снизятся с 137,1% до 7%).

Темпы роста общей выручки Peloton снизятся с текущих 110% до 6% к 2029 прогнозируемому году. Общая выручка в 2029 году составит \$11,463 млрд против \$915 млн в 2018 году.

Иллюстрация 1. Модель выручки Peloton Interactive

Модель выручки из целевого рынка	2017	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Выручка от продажи фитнес-продуктов, млн USD	183,5	348,6	719,2	1292,6	2065,6	2992,1	3998,5	5007,3	5954,7	6799,7	7523,5	8124,0	8610,4
Темпы роста, %		90%	106%	80%	60%	45%	34%	25%	19%	14%	11%	8%	6%
Клиентов с подпиской на Connected Fitness, тыс	108	246	511	926	1488	2167	2908	3654	4357	4986	5525	5944	6259
Темпы роста, %		128%	108%	81%	61%	46%	34%	26%	19%	14%	11%	8%	5%
ARPU на 1 клиента, USD	302	327	354	371	383	392	398	402	406	408	409	410	410
Темпы роста, %		8%	7%	5%	3%	2%	2%	1%	1%	1%	0%	0%	0%
Выручка от подписки, млн USD	33	80	181	343	570	849	1 157	1 470	1 767	2 033	2 261	2 439	2 569
Темпы роста, %		147%	126%	90%	66%	49%	36%	27%	20%	15%	11%	8%	5%
Прочая выручка, USD	3	6	15	30	53	83	120	158	197	233	265	292	284
Темпы роста, %		138,5%	137,1%	103%	77%	58%	43%	33%	24%	18%	14%	10%	7%
Всего выручка, млн USD	219	435	915	1 666	2 688	3 924	5 275	6 636	7 919	9 066	10 050	10 856	11 463
Темпы роста, %		99%	110%	82%	61%	46%	34%	26%	19%	14%	11%	8%	6%

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

2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений в 16%. В 2019 финансовом году показатели EBIT-маржи были равны -22%. После корректировок и амортизации показатели EBIT составили -12%. В дальнейшем мы предполагаем, что показатели достигнут среднеотраслевых значений в 16% в течение прогнозных 10 лет. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет сократятся с 12,6% до 4,4%, что равняется среднеотраслевым показателям. Исходя из нашего прогноза в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$4,4 млрд.

3. Предположения для зрелого периода. В зрелом возрасте мы заложили 3% роста. ROIC в зрелом периоде мы консервативно приравняли к затратам на капитал в 6,7%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 45% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (-\$2,403 млрд) и зрелого (\$12,118 млрд) периода, составит \$10,172 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды в \$665 млн, поступления от IPO в \$1,1 млрд, наличность и ценные бумаги на счетах в \$378 млн и стоимость опционов в \$435 млн, собственный капитал Peloton Interactive можно оценить в \$10,551 млрд.

Учитывая 277,76 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$37,2. Потенциал к верхней границе IPO в \$29 составляет 28%.

Иллюстрация 2. Модель оценки Peloton Interactive методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2017	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
темпл роста выручки, %		99%	110%	82%	61%	46%	34%	26%	19%	14%	11%	8%	6%	3,0%
(+) Выручка	219	435	915	1 666	2 688	3 924	5 275	6 636	7 919	9 066	10 050	10 856	11 463	11 807
(x) Операционная маржа	-32%	-11%	-12%	-18%	-15%	-11%	-7%	-4%	0%	4%	9%	13%	16%	16%
(=) EBIT	-71	-48	-111	-306	-395	-431	-383	-236	12	363	854	1 411	1 834	1 889
Налоговая ставка	20%	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	44	282	367	378
(=) NOPLAT	-71	-48	-111	-306	-395	-431	-383	-236	12	363	810	1 129	1 467	1 511
(-) чистые реинвестиции	29	105	116	189	275	361	437	495	532	548	547	531	505	679
(=) FCFF	(99)	(153)	(226)	(496)	(670)	(792)	(820)	(731)	(519)	(185)	263	598	962	833
FCFF маржа, %	-45,4%	-35,1%	-24,7%	-29,8%	-24,9%	-20,2%	-15,6%	-11,0%	-6,6%	-2,0%	2,6%	5,5%	8,4%	
(x) фактор дисконтирования			0,94x	0,89x	0,83x	0,78x	0,74x	0,69x	0,65x	0,61x	0,57x	0,54x	0,54x	
PV FCF			(213)	(439)	(558)	(620)	(604)	(505)	(337)	(113)	151	320	516	
Терминальная стоимость														22 617
PV Терминальной стоимости														12 118
Имплицированные переменные модели			2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	
Выручка/капитал, x			7,92x	5,46x	4,63x	4,17x	3,83x	3,54x	3,29x	3,07x	2,87x	2,69x	2,86x	
Инвестированный капитал			116	305	580	941	1 379	1 874	2 405	2 953	3 499	4 031	4 004	
Чистое реинвестирование, %			-104%	-62%	-70%	-84%	-114%	-210%	4296%	151%	67%	47%	34%	45%
Реинвестирование к выручке, %			12,6%	11,4%	10,2%	9,2%	8,3%	7,5%	6,7%	6,0%	5,4%	4,9%	4,4%	
ROIC, %			-96%	-100%	-68%	-46%	-28%	-13%	1%	12%	23%	28%	37%	6,7%
Маржа NOPLAT, %			-12%	-18%	-15%	-11%	-7%	-4%	0%	4%	8%	10%	13%	
Расчет WACC			2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	
Безрисковая ставка			1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	
Бета послерыноговая			0,91	0,92	0,93	0,94	0,95	0,96	0,96	0,97	0,98	0,99	1,00	
Премия за риск инвестирования			5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	
Стоимость собственного капитала			6,6%	6,7%	6,7%	6,8%	6,8%	6,9%	6,9%	7,0%	7,0%	7,1%	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%	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			94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	
Долг/Стоимость компании			6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	
Средневзвешенная стоимость капитала			6,2%	6,3%	6,3%	6,4%	6,4%	6,5%	6,5%	6,5%	6,6%	6,6%	6,7%	
Кумулятивная стоимость капитала			0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	
Оценка капитала, млн USD														
(=) Стоимость в прогнозном периоде														(2 403)
(+) Стоимость в терминальном периоде														12 118
(x) Коэффициент на дату оценки														1,05x
(=) EV														10 172
(-) Долг (вкл. операционную аренду)														665
(+) Наличие														378
(+) Поступления от IPO														1 100
(-) Стоимость выпущенных опционов														435
(=) Оценка собственного капитала														10 551
Рыночная капитализация														8 055
Целевая цена на акцию, USD														37,2
Максимум диапазона на IPO, USD														29
Потенциал роста, %														28%
Уровни оценки по P/S			2019	F20П	F21П									
Оценка по модели FCFF			24,2x	11,5x	6,3x									
Оценка по верхней границе IPO			18,5x	8,8x	4,8x									

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

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.
