

РЕКОМЕНДАЦИЯ

В процессе

Warner Music Group (TBA)

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

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Музыка

[обзор перед IPO](#)

IPO WMG: возвращение крупного лейбла на рынок



WARNER MUSIC GROUP

Выручка, 2019 (млн USD)	4 475
EBIT, 2019 (млн USD)	356
Прибыль, 2019 (млн USD)	258
Чистый долг, 1Q20 (млн USD)	2 526

P/E, 2020 (x)	—
P/S, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	13

Капитализация IPO (млрд USD)	—
Акции после IPO (млн шт)	—
Акции 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 **TBA/твa**

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

6 февраля заявку на IPO подала компания Warner Music Group, которая является одной из трех крупнейших звукозаписывающих компаний мира, конкурируя с Universal Music Group и Sony Music Entertainment.

О компании Warner Music Group. Компания имеет под управлением такие лейблы, как Atlantic, Elektra, Reprise и Parlophone. Warner Music владеет правами на произведения таких исполнителей, как Эд Ширан, Мадонна, Metallica, Кэти Перри, Блейк Шелтон, и имеет более 1,4 млн авторских прав во всех жанрах. В 2004 году Time Warner продала Warner Music Бронфману-младшему и его коллегам-инвесторам за \$2,6 млрд. Затем, в 2005 году, Бронфман сделал компанию публичной, и она впоследствии торговалась на Нью-Йоркской фондовой бирже до 2011 года. В 2011 году Warner Music стала частной, когда Access Industries Лена Блаватника купила компанию за \$3,3 млрд.

Об индустрии. Звукозаписывающие компании пострадали от перехода отрасли на цифровое вещание, так как компакт-диски стали менее популярными. Также звукозаписывающие лейблы были в кризисе из-за распространения пиратской музыки. Тем не менее переход на цифровое вещание стал триггером для роста лейблов. В 2019 году продажи альбомов на цифровых и физических носителях достигли 785 млн. Таким образом, летом 2019 года аналитики инвестбанка Goldman Sachs прогнозировали, что объем мирового музыкального рынка достигнет \$45 млрд к 2030 году, а платить за подписку на музыкальные стриминговые сервисы будут 1,5 млрд пользователей. В 2020 году аналитики Goldman Sachs снизили прогноз до \$37,2 млрд, в то время как Midia Research считает, что рынок достигнет показателей в \$45,3 млрд к 2026 году.

Об акционере компании – Access Industries. Access Industries – это американская частная многонациональная промышленная группа, которая была основана в 1986 году бизнесменом Леонардом Блаватником. Группа имеет активы в США, Европе, Израиле и Латинской Америке. Среди активов числятся Amedia, DAZN, Warner Music Group, Deezer и другие.

Финансовые показатели: ускорение выручки и прибыльность. У компании наблюдается ускорение выручки с 9% в 2016 году до 12% в 2019 году. Главным драйвером роста стало увеличение выручки за счет цифровых услуг. Тем не менее в 1 квартале 2020 ФГ года наблюдается замедление до 4,4%. Компания также сотрудничает с Spotify и Apple в лицензионном соглашении, которое в последний год принесло 27% всей выручки компании. Валовая маржа с 2017 года демонстрирует стабильные показатели в 46%-47%. Показатели EBIT выросли с 6% в 2017 году до 13% в 1 квартале 2020. Расходы за период с 2017 г. по 1 квартал 2020 ФГ снизились: себестоимость - с 54% до 52,9%, SG&A - с 34,2% до 30,2%. У компании есть долг в размере \$2,988 млрд, что составляет 47% от всех активов.

Warner Music Group Corp: финансовые показатели

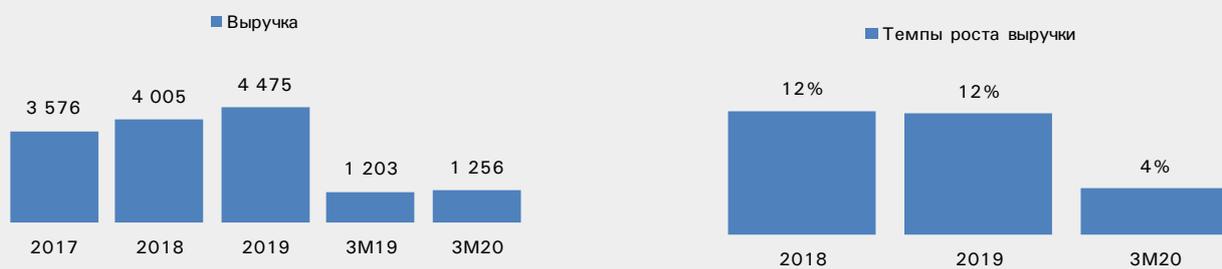
Отчет о прибыли, млн USD	2017	2018	2019	3M20	Балансовый отчет, млн USD	2018	2019	3M20
Выручка	3576	4005	4475	1256	Наличность	514	619	462
Себестоимость	1931	2171	2401	665	Дебиторская задолженность	447	775	882
Валовая прибыль	1645	1834	2074	591	ТМЗ	42	74	65
SG&A	1222	1411	1510	379	Роялти	123	170	189
Амортизация	201	206	208	47	Активы для продажи	50	53	58
EBITDA	473	478	625	236	Текущие активы	1176	1691	1656
Амортизация	251	261	269	71	Роялти	153	208	231
EBIT	222	217	356	165	ОС	229	300	295
Погашение долга	(35)	(31)	(7)	0	Активы в аренду	0	0	289
Процентные расходы	(149)	(138)	(142)	(33)	Гудвилл	1692	1761	1768
Прочие доходы/расходы	(40)	394	60	(5)	НМА (аморт)	1851	1723	1712
Доналоговая прибыль	(2)	442	267	127	НМА (не аморт)	154	151	152
Доналоговая прибыль	151	(130)	(9)	0	Отложенный налог	11	38	59
Чистая прибыль	149	312	258	127	Прочие активы	78	145	152
					Долгосрочные активы	4168	4326	4658
					Активы	5344	6017	6314
Рост и маржа (%)	2017	2018	2019	3M20	Кредиторская задолженность	281	260	202
Темпы роста выручки	-	12%	12%	4%	Роялти	1396	1567	1671
Темпы роста EBITDA	-	-	-	-	Начисленные обязательства	423	492	549
Темпы роста EBIT	-	-	-	-	Начисленные проценты	31	34	23
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	-	Аренда	0	0	38
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	-	Отложенный доход	208	180	159
Валовая маржа	46%	46%	46%	47%	Прочие обязательства	34	286	157
EBITDA маржа	13%	12%	14%	19%	Текущие обязательства	2373	2819	2799
EBIT маржа	6%	5%	8%	13%	Долг	2819	2974	2988
NOPLAT маржа	-	-	-	-	Аренда	0	0	321
Маржа чистой прибыли	4%	8%	6%	10%	Отложенный налог	165	172	171
					Прочие обязательства	307	321	204
					Долгосрочные обязательства	3291	3467	3684
Cash Flow, млн USD	2017	2018	2019	3M20	Всего обязательства	5664	6286	6483
CFO	535	425	400	78	Конвертируемые акции	0	0	0
D&A	251	261	269	71	Капитал	-320	-269	-169
					Обязательства и собственный капитал	5344	6017	6314
CFI	(126)	405	(376)	(32)				
CapEx	(44)	(74)	(104)	(15)				
CFF	(128)	(955)	88	(207)	Позлементный анализ ROIC	2018	2019	3M20
					Маржа NOPLAT, %	-	-	-
Денежный поток	288	(133)	105	(157)	ICTO, x	-	-	-
Наличность на начало года	359	647	514	619	AICTO, x	-	-	-
Наличность на конец года	647	514	619	462	ROIC, %	-	-	-
					Себестоимость/выручка, %	54%	54%	53%
					Операционные издержки/выручка, %	-94%	-95%	-92%
					WCTO, x	-	-	-
					FATO, x	-	-	-
Справочные данные	2017	2018	2019	3M20				
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	-	Ликвидность и структура капитала	2018	2019	3M20
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	-	EBIT/процентные платежи, x	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	-	Текущая ликвидность, x	0,50	0,60	0,59
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	-	Долг/общая капитализация, %	-	-	-
EV, USD	-	-	-	-	Долг/активы, %	53%	49%	47%
Капитальные инвестиции, USD	44	74	104	15	Долг/собственные средства, x	5,48	4,80	6,47
Рабочий капитал, USD	-	-	-	-	Долг/IC, %	-	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	-	-	Собственные средства/активы, %	10%	10%	7%
BV, USD	-	-	-	-	Активы/собственный капитал, x	-	-	-
Инвестированный капитал	-	-	-	-				
EPS, USD на акцию	-	-	-	-	Мультипликаторы	2018	2019	3M20
					P/B, x	-	-	-
					P/E, x	-	-	-
					P/S, x	-	-	-
					EV/EBITDA, x	-	-	-
					EV/S, x	-	-	-

Warner Music Group Corp: ключевые цифры

Потенциальный рынок



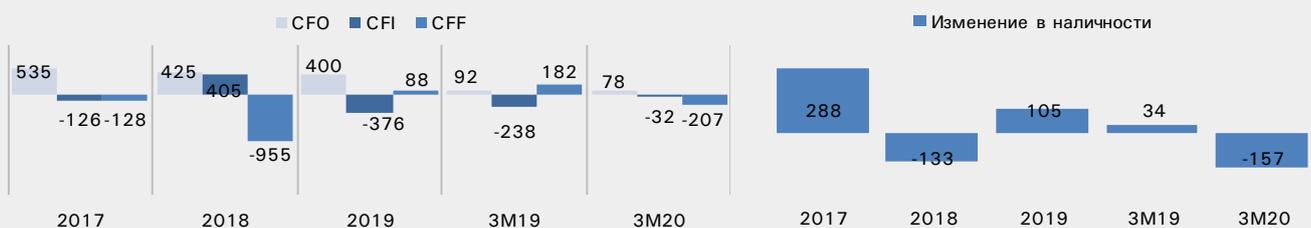
Выручка и темпы роста



Расходы и их структура



Денежные потоки



Маржа и активы



Warner Music Group Corp: ключевые факты

О компании Warner Music Group. Warner Music является одной из трех крупнейших звукозаписывающих компаний мира, конкурируя с Universal Music Group и Sony Music Entertainment.

Компания имеет под управлением такие лейблы, как Atlantic, Elektra, Reprise и Parlophone. Warner Music владеет правами на произведения таких исполнителей, как Эд Ширан, Мадонна, Metallica, Кэти Перри, Блейк Шелтон, и имеет более 1,4 млн авторских прав во всех жанрах. В 2004 году Time Warner продала Warner Music Бронфману-младшему и его коллегам-инвесторам за \$2,6 млрд. Затем, в 2005 году, Бронфман сделал компанию публичной, и она впоследствии торговалась на Нью-Йоркской фондовой бирже до 2011 года. В 2011 году Warner Music стала частной, когда Access Industries Лена Блаватника купила компанию за \$3,3 млрд.

Иллюстрация 1. Артисты Warner Music Group



Источник: на основе данных компании

Об индустрии. Звукозаписывающие компании пострадали от перехода отрасли на цифровое вещание, так как компакт-диски стали менее популярными. Также звукозаписывающие лейблы были в кризисе из-за распространения пиратской музыки.

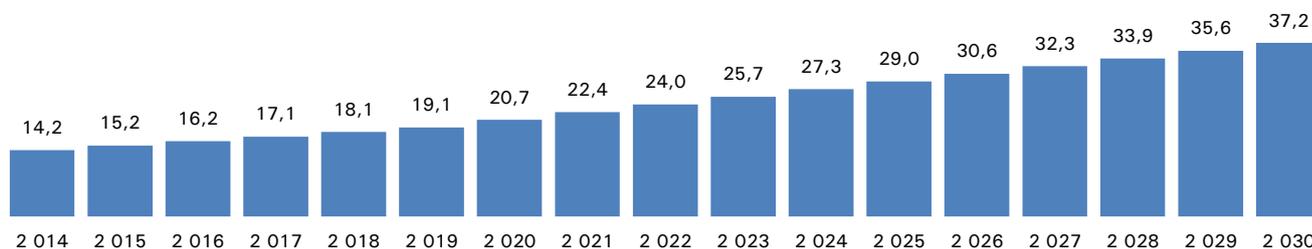
Тем не менее переход на цифровое вещание стал триггером для роста лейблов. В 2019 году продажи альбомов на цифровых и физических носителях достигли 785 млн.

Таким образом, летом 2019 года аналитики инвестбанка Goldman Sachs прогнозировали, что объем мирового музыкального рынка достигнет \$45 млрд к 2030 году, а платить за подписку на музыкальные стриминговые сервисы будут 1,5 млрд пользователей.

В 2020 году аналитики Goldman Sachs снизили прогноз до \$37,2 млрд, в то время как Midia Research считает, что рынок достигнет показателей в \$45,3 млрд к 2026 году.

Основные драйверы роста – увеличение охвата населения и импульсы роста в Латинской Америке, Китае, Индии и Юго-Восточной Азии.

График 1. Потенциальный рынок музыкальной индустрии, млрд USD



Источник: на основе данных Goldman Sachs

Об IPO Warner Music Group. WMG подала заявку на IPO спустя месяц после того, как Universal Music Group продала 10% акций китайской компании Tencent за \$3,36 млрд (компанию оценили в \$33,6 млрд). Стоит отметить, что Goldman Sachs оценил UMG в августе 2017 года в \$23,5 млрд.

После значительного роста конкурента WMG снова подала заявку на IPO спустя 9 лет. Руководство компании надеется получить такую же высокую оценку, как и конкуренты, с учетом роста рынка в целом.

Компания не получит никаких доходов от IPO, так как продавать будут акционеры компании.

Компания будет иметь двойную структуру акций – акции класса А с 1 голосом на акцию и акции класса В с 20 голосами на акцию.

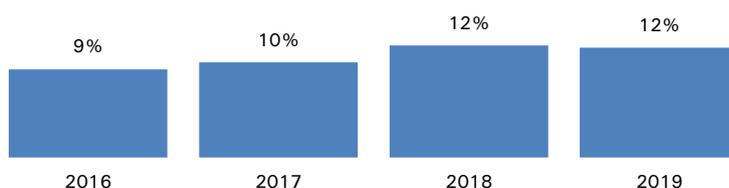
WMG объявила о самой большой квартальной выручке за 16 лет – \$1,256 млрд, чистая прибыль составила \$122 млн.

Об акционере компании – Access Industries. Access Industries – это американская частная многонациональная промышленная группа, которая была основана в 1986 году бизнесменом Леонардом Блаватником. Компания имеет долгосрочные активы по всему миру и инвестирует в 7 секторов: СМИ и телекоммуникации, природные ресурсы, венчурный капитал/технологии, недвижимость, биотехнологии, развлекательный сектор и пожертвования. Группа имеет активы в США, Европе, Израиле и Латинской Америке. Среди активов числятся Amedia, DAZN, Warner Music Group, Deezer и другие.

Warner Music Group Corp: ускорение выручки и прибыльность

Выручка компании. У компании наблюдается ускорение выручки с 9% в 2016 году до 12% в 2019 году. Главным драйвером роста стало увеличение выручки за счет цифровых услуг. Тем не менее в 1 квартале 2020 ФГ года наблюдается замедление до 4,4%. Компания также сотрудничает с Spotify и Apple в лицензионном соглашении, которое в последний год принесло 27% всей выручки компании.

График 2. Темпы роста, %



Источник: на основе данных компании

Основные показатели маржинальности бизнеса. Валовая маржа с 2017 года демонстрирует стабильные показатели в 46%-47%.

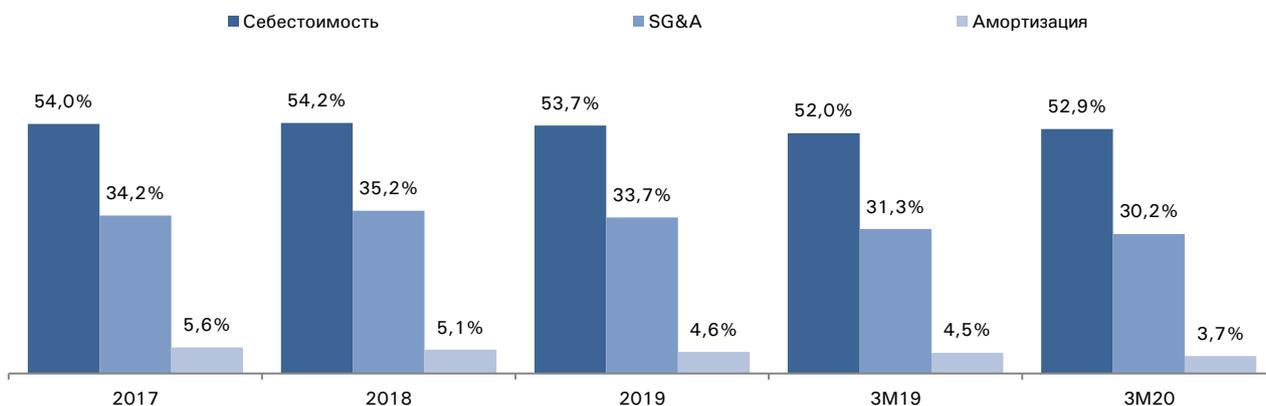
Показатели EBIT выросли с 6% в 2017 году до 13% в 1 квартале 2020. Расходы за период с 2017 г. по 1 квартал 2020 ФГ снизились: себестоимость - с 54% до 52,9%, SG&A - с 34,2% до 30,2%.

График 3. Основные индикаторы маржинальности бизнеса, %



Источник: на основе данных компании

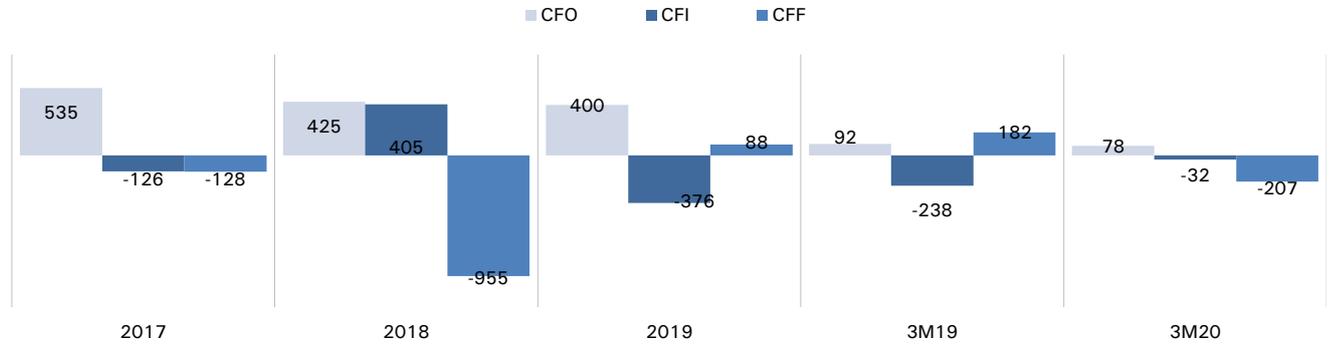
График 4. Структура расходов Warner Music Group Corp с 2017 г. по 1 квартал 2020 ФГ.



Источник: на основе данных компании

Денежный поток. У компании довольно сильный операционный денежный поток, который на протяжении последних трех лет демонстрирует стабильно положительные результаты.

График 5. Денежный поток Warner Music Group Corp с 2017 г. по 1 квартал 2020 ФГ.



Источник: на основе данных компании

Риски: конкуренция, пиратство и потеря ключевых артистов

Конкуренция. Компания работает на высококонкурентном рынке, и данная отрасль требует значительных капитальных ресурсов. Warner Music Group конкурирует с различными лейблами, в том числе Universal Music Group и Sony Music Entertainment.

Пиратство. Музыкальная продукция компании может подвергаться несанкционированному копированию, что может привести к снижению выручки компании.

Потеря ключевых артистов. Если компания потеряет ключевых артистов, то это может значительно повлиять на выручку 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.
