

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Poshmark Inc (POSH)

 Потенциал роста: **31%**

 Целевая цена: **\$51**

 Диапазон размещения: **\$35-\$39**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Ритейл

оценка перед IPO

IPO POSH: покупка и продажа модной одежды



Выручка, 9M2020 (млн USD)	193
EBIT, 9M2020 (млн USD)	22
Прибыль, 9M2020 (млн USD)	21
Чистый долг, 9M2020 (млн USD)	0

P/E, 2020 (x)	—
P/S, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	11

Капитализация IPO (млрд USD)	2,7
Акции после IPO (млн шт)	73,3
Акции к размещению (млн шт)	6,6
Объем IPO (млн USD)	244
Минимальная цена IPO (USD)	35
Максимальная цена IPO (USD)	39
Целевая цена (USD)	51
Дата IPO	13 января

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

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



13 января состоится IPO компании Poshmark. Компания была основана в 2011 году и представляет собой интернет-магазин подержанной одежды. Андеррайтерами размещения выступают Morgan Stanley, Goldman Sachs и Barclays.

О компании Poshmark. Компания создала платформу, где пользователи могут выставлять на продажу свои вещи, включая одежду, аксессуары, обувь и косметику. Платформа предоставляет простой способ оплаты и доставку. По состоянию на 30 сентября 2020 года на торговой площадке компании было выставлено более 201 млн подержанных и новых товаров от 9431 бренда. Также на данный период у компании было 31,7 млн активных пользователей, 6,2 млн активных покупателей и 4,5 млн активных продавцов. В 2019 году активные пользователи проводили на платформе в среднем 27 минут в день. Акционерами компании являются Mayfield, GGV Capital, Menlo Ventures, Inventus Capital и Anderson Investments Pte. Компания, по данным crunchbase.com, за всю историю привлекла \$153 млн.

Решение Poshmark. Компания создала платформу, которая также поддерживает социальные функции (вовлечение и удержание клиентов). Пользователи могут сами управлять своей новостной лентой вместе с другими людьми, имеющими схожие предпочтения. Платформа использует персонализацию для настройки предлагаемых товаров для каждого клиента на основе его предпочтений. Продавцы могут выставлять свои товары в различных ценовых категориях, а также напрямую вести переговоры с покупателями (договоренность по цене товара).

Как зарабатывает компания. Компания предоставляет продавцам (от обычных потребителей до крупных брендов) площадку и инструменты для продаж, взимая комиссию за продажи в размере 20% от цены товара выше \$15 и фиксированную комиссию в \$2,95 за товар, цена которого ниже \$15.

Апсайд в 31% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$3,788 млрд при целевой цене в \$51 на 1 простую акцию с потенциалом роста 31%.

Poshmark Inc: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	9M20	Балансовый отчет, млн USD	2018	2019	9M20
Выручка	148	205	193	Наличность	74	63	217
Себестоимость	23	34	32	ЦБ	63	66	30
Валовая выручка	125	171	161	Прочие активы	6	7	8
Поддержка	20	30	28	Текущие активы	144	136	255
R&D	15	25	22	ОС	2	10	9
Маркетинг	88	132	65	Прочие активы	1	6	5
G&A	15	31	21	Активы	147	152	270
D&A	1	2	2	Кредиторская задолженность	11	8	13
ЕБИТ	(15)	(50)	22	Средства к выплате клиентам	52	74	106
Процентный доход	1	2	1	Прочие обязательства	14	33	34
Прочие расходы	(0)	(0)	(1)	Текущие обязательства	77	114	153
Доналоговая прибыль	(14)	(49)	21	Привилегированные акции	1	1	2
Налог	0	0	0	Аренда	0	5	5
Чистая прибыль	(14)	(49)	21	Конвертируемые ноты	0	0	51
				Всего обязательства	78	121	210
				Конвертируемые акции	156	156	156
				Капитал	-87	-125	-97
				Обязательства и собственный капитал	147	152	270
Рост и маржа (%)	2018	2019	9M20	Поэлементный анализ ROIC	2018	2019	9M20
Темпы роста выручки	-	38%	28%	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
Темпы роста EBITDA	-	-	-	ICTO, x	-	-	-
Темпы роста EBIT	-	-	-	AICTO, x	-	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	ROIC, %	-	-	-
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	Себестоимость/выручка, %	-	-	-
Валовая маржа	85%	83%	83%	Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
EBITDA маржа	-	-	-	WCTO, x	-	-	-
EBIT маржа	-10%	-24%	11%	FATO, x	-	-	-
NOPLAT маржа	-	-	-				
Маржа чистой прибыли	-10%	-24%	11%				
Cash Flow, млн USD	2018	2019	9M20	Ликвидность и структура капитала	2018	2019	9M20
CFO	12	(7)	68	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
D&A	1	2	2	Текущая ликвидность, x	-	-	-
CFI	(65)	(5)	34	Долг/общая капитализация, %	-	-	-
CapEx	(2)	(4)	(1)	Долг/активы, %	-	-	-
CCF	0	1	51	Долг/собственные средства, x	-	-	-
Денежный поток	(52)	(11)	153	Долг/IC, %	-	-	-
Наличность на начало года	127	74	63	Собственные средства/активы, %	94%	85%	92%
Наличность на конец года	74	63	217	Активы/собственный капитал, x	-	-	-
Справочные данные	2018	2019	9M20	Мультипликаторы	2018	2019	9M20
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	P/B, x	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	P/E, x	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	P/S, x	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	EV/EBITDA, x	-	-	-
EV, USD	-	-	-	EV/S, x	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	2	4	1				
Рабочий капитал, USD	-	-	-				
Реинвестиции, USD	-	-	-				
BV, USD	-	-	-				
Инвестированный капитал	-	-	-				
EPS, USD на акцию	-	-	-				

Poshmark Inc: ключевые факты

О компании Poshmark. Poshmark – компания, основанная в 2011 году и представляющая собой интернет-магазин подержанной одежды.

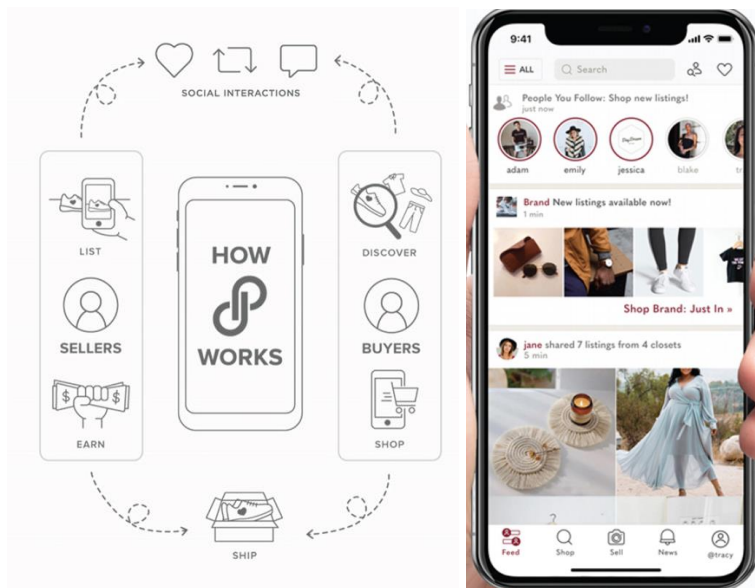
Компания создала платформу, где пользователи могут выставлять на продажу свои вещи, включая одежду, аксессуары, обувь и косметику. Платформа предоставляет простой способ оплаты и доставку.

По состоянию на 30 сентября 2020 года на торговой площадке компании было выставлено более 201 млн подержанных и новых товаров от 9431 бренда. Также на данный период у компании было 31,7 млн активных пользователей, 6,2 млн активных покупателей и 4,5 млн активных продавцов. В 2019 году активные пользователи проводили на платформе в среднем 27 минут в день.

Акционерами компании являются Mayfield, GGV Capital, Menlo Ventures, Inventus Capital и Anderson Investments Pte.

Компания, по данным crunchbase.com, за всю историю привлекла \$153 млн.

Иллюстрация 1. Платформа Poshmark



Источник: по данным компании

Решение Poshmark. Компания создала платформу, которая также поддерживает социальные функции (вовлечение и удержание клиентов). Пользователи могут сами управлять своей новостной лентой вместе с другими людьми, имеющими схожие предпочтения. Платформа использует персонализацию для настройки предлагаемых товаров для каждого клиента на основе его предпочтений.

Продавцы могут выставлять свои товары в различных ценовых категориях, а также напрямую вести переговоры с покупателями (договоренность по цене товара).

Иллюстрация 2. Решение Poshmark



(1) Number of items and brands estimated as of September 30, 2020.

Источник: по данным компании

Как зарабатывает компания. Компания предоставляет продавцам (от обычных потребителей до крупных брендов) площадку и инструменты для продаж, взимая комиссию за продажи в размере 20% от цены товара выше \$15 и фиксированную комиссию в \$2,95 за продажу товара, цена которого ниже \$15.

Оценка Poshmark: потенциал роста свыше 31% с учетом текущих трендов

1. Прогноз выручки. Для построения модели мы использовали данные компании по валовой стоимости товаров, количество активных клиентов и комиссионный процент.

Количество активных клиентов. Количество активных клиентов за период с 2018 по 2019 год выросло на 44%, до 5,4 млн клиентов. За 9М 2020 года темпы роста составили 26% г/г, а база клиентов выросла до 6,2 млн. Мы ожидаем, что активная база клиентов за 10 лет вырастет до 36 млн. Основной драйвер роста базы – это сетевой эффект платформы Poshmark. Так, например, в 2019 году каждый день на платформе в среднем было более 56 млн социальных взаимодействий (включая 38 млн репостов).

Валовая стоимость товаров. Валовая стоимость товаров за 2019 год выросла на 37%, до \$1,107 млрд. За этот же период средние затраты на 1 клиента упали на 5%, до \$205,99. Мы ожидаем, что средние затраты на 1 клиента к 2029 прогнозируемому году восстановятся до \$217,9. Валовая стоимость товаров вырастет с \$1,107 млрд в 2019 году до \$7,8 млрд к 2029 прогнозируемому году. Основной драйвер роста – это увеличение базы клиентов и рост средних затрат на 1 клиента.

Комиссионный процент. Компания взимает комиссию за продажи в размере 20% от цены товара выше \$15 и фиксированную комиссию в \$2,95 за продажу товара, цена которого ниже \$15. В 2018 году средний комиссионный процент составил 18,38%, в 2019 году – 18,54%. Мы ожидаем, что к 2029 прогнозируемому году средний комиссионный процент составит 20,5%.

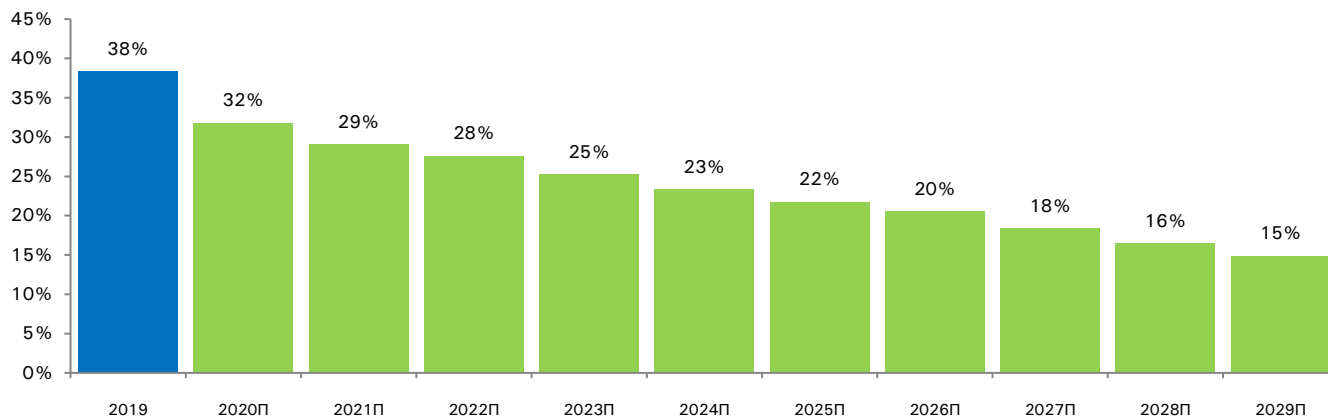
С учетом всех вводных данных мы заложили замедление темпов роста с 38% в 2019 году до 15% в 2029 прогнозируемому году. Общая выручка компании вырастет с \$205 млн в 2019 году до \$1,598 млрд к 2029 прогнозируемому году.

Иллюстрация 3. Модель выручки Poshmark

Модель выручки из целевого рынка	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Валовая стоимость товаров, млн USD	807	1107	1444	1845	2331	2891	3531	4256	5077	5949	6861	7802
Темпы роста, %		37%	30%	28%	26%	24%	22%	21%	19%	17%	15%	14%
Количество активных клиентов, млн	3,7	5,4	7	10	12	15	19	22	25	29	32	36
Темпы роста, %		44%	37%	32%	28%	24%	21%	18%	16%	14%	12%	10%
Средние затраты на 1 клиента, млн USD	216,12	205,99	195,69	189,82	187,92	187,92	189,80	193,60	199,41	205,39	211,55	217,90
Темпы роста, %		-5%	-5%	-3%	-1%	0%	1%	2%	3%	3%	3%	3%
Комиссионный процент, млн USD	18,38%	18,54%	19%	19%	19%	19%	19%	20%	20%	20%	20%	20%
Темпы роста, %		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Всего выручка, млн USD	148	205	270	349	445	558	688	838	1 009	1 194	1 391	1 598
Темпы роста, %		38%	32%	29%	28%	25%	23%	22%	20%	18%	16%	15%

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

График 1. Прогноз темпов роста Poshmark

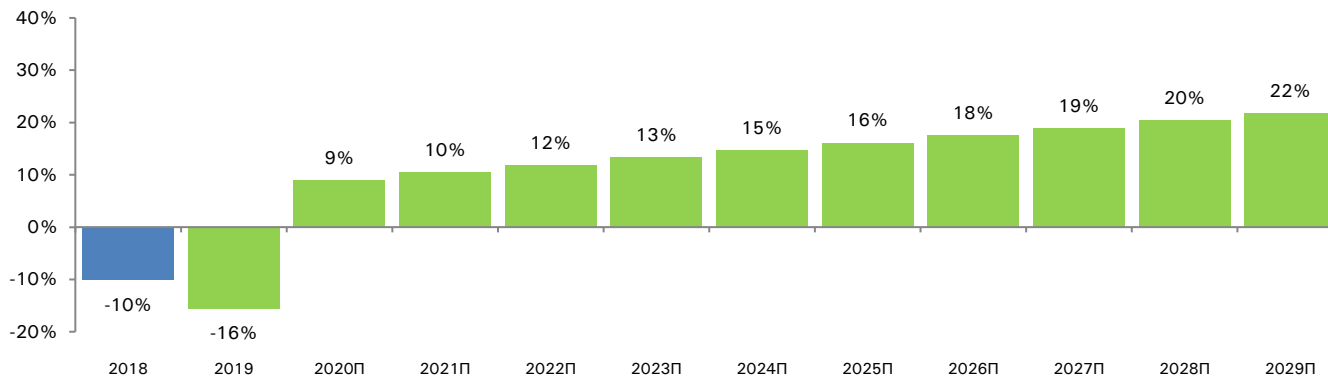


Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений в 22%.

В 2019 году показатель EBIT-маржи был равен -24%, после корректировок маржа составила -15,5%, также стоит отметить, что по итогам 9М 2020 года компания стала прибыльной при марже в 11%. Мы сделали консервативный прогноз маржи и приравняли к среднеотраслевым значениям в 22%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 9,5% до среднеотраслевых в 2%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$356 млн.

График 4. 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 приравняли к затратам на капитал в 6%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 50% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (\$510 млн) и зрелого (\$2,988 млрд) периода, составит \$3,504 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды в \$17 млн, наличность на счетах и ценные бумаги на балансе в \$247 млн, поступления от IPO в \$244 млн и стоимость опционов в \$190 млн, собственный капитал Poshmark можно оценить в \$3,788 млрд.

Учитывая 73,33 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$51. Потенциал к верхней границе IPO в \$39 составляет 31%.

Иллюстрация 4. Модель оценки Poshmark методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
темпа роста выручки, %		38%	32%	29%	28%	25%	23%	22%	20%	18%	16%	15%	3,0%
(+) Выручка	148	205	270	349	445	558	688	838	1 009	1 194	1 391	1 598	1 646
(х) Операционная маржа	-10%	-16%	9%	10%	12%	13%	15%	16%	18%	19%	20%	22%	23%
(=) EBIT	-15	-32	24	36	53	74	101	135	177	226	283	348	382
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	0	3	7	11	15	20	27	35	45	57	70	76
(=) NOPLAT	-15	-32	21	29	42	59	81	108	141	181	227	278	305
(-) чистые реинвестиции	17	19	24	28	32	36	39	42	43	42	38	32	152
(=) FCFF	(32)	(51)	(3)	1	10	23	41	66	99	139	188	246	153
FCFF маржа, %		-25,0%	-1,0%	0,4%	2,2%	4,1%	6,0%	7,9%	9,8%	11,7%	13,5%	15,4%	
(х) фактор дисконтирования			0,94x	0,89x	0,84x	0,79x	0,74x	0,70x	0,66x	0,62x	0,59x	0,59x	
PV FCF			(2)	1	8	18	31	46	65	87	111	145	
Терминальная стоимость													5 076
PV Терминальной стоимости													2 988
Имплицированные переменные модели		2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	
Выручка/капитал, х		10,34x	6,23x	4,90x	4,31x	4,00x	3,84x	3,79x	3,83x	3,91x	4,05x	4,74x	
Инвестированный капитал		20	43	71	103	140	179	221	264	305	343	337	
Чистое реинвестирование, %		-61%	112%	96%	76%	61%	49%	39%	30%	23%	17%	11%	50%
Реинвестирование к выручке, %		9,5%	8,7%	8,0%	7,2%	6,5%	5,7%	5,0%	4,2%	3,5%	2,7%	2,0%	
ROIC, %		-161%	48%	41%	41%	42%	45%	49%	54%	59%	66%	83%	6,0%
Маржа NOPLAT, %		-16%	8%	8%	9%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	
Расчет WACC		2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П		
Безрисковая ставка		1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	
Бета послерыноговая		1,02	1,02	1,02	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	1,00	1,00	
Премия за риск инвестирования		4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	
Стоимость собственного капитала		6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,0%	
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		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
Долг/Стоимость компании		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Средневзвешенная стоимость капитала		6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%	6,0%	
Кумулятивная стоимость капитала		0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	
Оценка капитала, млн USD													
(=) Стоимость в прогнозируемом периоде			510										
(+) Стоимость в терминальном периоде													2 988
(х) Коэффициент на дату оценки													1,00x
(=) EV													3 504
(-) Долг (вкл. операционную аренду)													17
(+) Наличность													247
(+) Поступления от IPO													244
(-) Стоимость выпущенных опционов													190
(=) Оценка собственного капитала													3 788
Рыночная капитализация													2 860
Целевая цена на акцию, USD													51,0
Максимум диапазона на IPO, USD													39
Потенциал роста, %													31%

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

Риски: привлечение, бренд и конкуренция

Привлечение. Если компания не сможет привлекать новых пользователей и преобразовывать их в активных покупателей, то это может сказаться на будущей выручке компании.

Бренд. Компании могут быть предъявлены претензии, что товары, представленные на торговой площадке, являются поддельными. Это может нанести ущерб бренду компании.

Конкуренция. Компания в своей SEC-форме отмечает таких конкурентов, как Amazon, eBay, Etsy, Facebook, Mercari, Shopify, TJMaxx и Walmart.

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.
