

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Playtika Holding Corp. (PLTK)

 Потенциал роста: **31%**

 Целевая цена: **\$31,4**

 Диапазон размещения: **\$22-\$24**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Казино и игры

оценка перед IPO

IPO PLTK: известный разработчик онлайн-игр



Выручка, 9M2020 (млн USD)	1 798
EBIT, 9M2020 (млн USD)	245
Прибыль, 9M2020 (млн USD)	16
Чистый долг, 9M2020 (млн USD)	1 859

P/E, 2020 (x)	—
P/S, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	14

Капитализация IPO (млрд USD)	9,49
Акции после IPO (млн шт)	412,76
Акции к размещению (млн шт)	69,5
Объем IPO (млн USD)	1 598,5
Минимальная цена IPO (USD)	22
Максимальная цена IPO (USD)	24
Целевая цена (USD)	31,4
Дата IPO	14 января

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

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 января состоится IPO компании Playtika Holding Corp. Компания является разработчиком мобильных игр, предлагает приложения для покера и пасьянсов и наиболее известна своими играми на тему казино. Андеррайтерами размещения выступают Morgan Stanley, Credit Suisse, Citigroup, Goldman Sachs, UBS Investment Bank и BofA Securities.

О компании Playtika Holding Corp. Playtika Holding Corp. была основана в 2010 году, в том же году компания выпустила свою первую игру Slotomania, которая по сей день является самой крупной игрой в портфолио компании. В 2011 году компания была приобретена Caesars Interactive Entertainment (CIE). Находясь в собственности CIE, компания расширила свое портфолио игр: в 2011 году были запущены игровые автоматы Caesars, также были приобретены игры Bingo Blitz (2012), World Series of Poker (2013) и House of Fun (2014). В 2016 году Playtika Holding Corp. была приобретена консорциумом инвесторов во главе с Giant Investment Co за \$4,4 млрд. Под контролем Giant компания диверсифицировала свое портфолио игр, добавив новые жанры за счет приобретения игр и студий, включая Jelly Button (2017), Wooga (2018), Supertreat (2019) и Seriously (2019).

Как зарабатывает компания. Игры компании бесплатны, Playtika получает доход в основном за счет покупок в приложениях (виртуальная валюта, предметы) и в меньшей степени за счет рекламы в приложениях.

Операционная метрика. Среднее количество ежедневных пользователей в 2017 году составляло 6,2 млн, в 2018 году - 6,7 млн, в 2019 году - 10,2 млн и за 9M 2020 года - 11,4 млн. Количество ежедневно платящих пользователей в 2017 году составляло 119 тысяч, в 2018 году - 150 тысяч, в 2019 году - 218 тысяч и за 9M 2020 года - 290 тысяч.

Потенциальный рынок. По данным Newzoo, мобильные игры - самый быстрорастущий сегмент индустрии видеоигр. Основной драйвер роста - это распространение смартфонов и мобильный интернет, который позволяет играть в любое время и в любом месте. По данным Newzoo, примерно 2,5 миллиарда пользователей совершали покупки в мобильных играх в 2019 году. К 2023 году ожидается, что выручка от мобильных игр составит примерно \$114,4 млрд против \$86,3 млрд в 2020 году.

Апсайд в 31% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$12,978 млрд при целевой цене в \$31,4 на 1 простую акцию с потенциалом роста 31%.

Playtika Holding Corp.: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	9M20	Балансовый отчет, млн USD	2018	2019	9M20
Выручка	1 491	1 888	1 798	Наличность	301	267	379
Себестоимость	437	566	539	Наличность с ограничением	5	5	5
Валовая выручка	1 054	1 321	1 259	Дебиторская задолженность	100	126	172
R&D	148	211	192	Прочие активы	75	79	84
S&M	293	414	368	Кредиты связанных сторон	62	0	0
G&A	179	200	455	Текущие активы	543	477	640
Прочие расходы	1	0	0	Кредиты связанных сторон	11	0	0
ЕБИТ	433	497	245	ОС	51	83	97
Процентный доход/расход	-2	-61	-149	Активы в аренду	0	58	65
Доналоговая прибыль	431	436	96	НМА	150	357	332
Налог	93	147	80	Гудвилл	221	474	479
Чистая прибыль	338	289	16	Отложенный налог	40	28	26
				Прочие активы	0	3	3
				Активы	1 015	1 480	1 641
Рост и маржа (%)	2018	2019	9M20	Текущая часть долга	90	138	105
Темпы роста выручки	-	27%	28%	Кредиторская задолженность	30	54	36
Темпы роста ЕБИТДА	-	-	-	Кредиты связанных сторон	62	0	0
Темпы роста ЕБИТ	-	-	-	Аренда	0	11	15
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	Прочие обязательства	254	352	423
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	Текущие обязательства	435	554	578
Валовая маржа	71%	70%	70%	Долг	0	2 320	2 237
ЕБИТДА маржа	-	-	-	Кредиты связанных сторон	11	0	0
ЕБИТ маржа	29%	26%	14%	Льготы сотрудников	80	70	17
NOPLAT маржа	-	-	-	Аренда	0	52	57
Маржа чистой прибыли	23%	15%	1%	Отложенный налог	25	100	94
				Всего обязательств	550	3 096	2 983
				Конвертируемые акции	0	0	0
				Капитал	465	-1 616	-1 341
				Обязательства и собственный капитал	1 015	1 480	1 641
Cash Flow, млн USD	2018	2019	9M20	Позлементный анализ ROIC	2018	2019	9M20
CFO	453	492	334	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
D&A	18	24	27	ICSTO, x	-	-	-
				AICSTO, x	-	-	-
CFI	(142)	(517)	(70)	ROIC, %	-	-	-
CapEx	(57)	(92)	(70)	Себестоимость/выручка, %	-	-	-
				Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
CFF	(337)	(7)	(148)	WCSTO, x	-	-	-
				FATO, x	-	-	-
Денежный поток	(29)	(34)	112				
Наличность на начало года	335	306	272	Ликвидность и структура капитала	2018	2019	9M20
Наличность на конец года	306	272	384	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
				Текущая ликвидность, x	-	-	-
Справочные данные	2018	2019	9M20	Долг/общая капитализация, %	-	-	-
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	Долг/активы, %	0%	157%	136%
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	Долг/собственные средства, x	0,00	8,69	5,91
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	Долг/IC, %	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	Собственные средства/активы, %	30%	18%	23%
EV, USD	-	-	-	Активы/собственный капитал, x	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	57	92	70				
Рабочий капитал, USD	-	-	-	Мультипликаторы	2018	2019	9M20
Реинвестиции, USD	-	-	-	P/B, x	-	-	-
BV, USD	-	-	-	P/E, x	-	-	-
Инвестированный капитал	-	-	-	P/S, x	-	-	-
EPS, USD на акцию	-	-	-	EV/ЕБИТДА, x	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-

Playtika Holding Corp.: ключевые факты

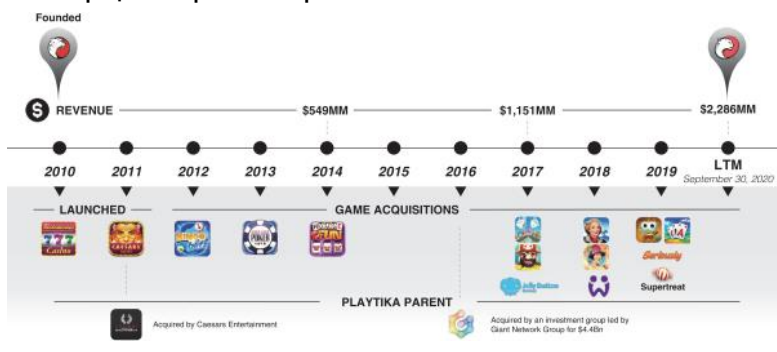
О компании Playtika Holding Corp. Playtika Holding Corp – компания-разработчик мобильных игр, предлагающая приложения для покера и пасьянсов, наиболее известна своими играми на тему казино.

Playtika Holding Corp. была основана в 2010 году, в том же году компания выпустила свою первую игру Slotomania, которая по сей день является самой крупной игрой в портфолио компании.

В 2011 году компания была приобретена Caesars Interactive Entertainment (CIE). Находясь в собственности CIE, Playtika расширила свое портфолио игр: в 2011 году были запущены игровые автоматы Caesars, также были приобретены игры Bingo Blitz (2012), World Series of Poker (2013) и House of Fun (2014).

В 2016 году Playtika Holding Corp. была приобретена консорциумом инвесторов во главе с Giant Investment Co за \$4,4 млрд. Под контролем Giant компания диверсифицировала свое портфолио игр, добавив новые жанры за счет приобретения игр и студий, включая Jelly Button (2017), Wooga (2018), Supertreat (2019) и Seriously (2019).

Иллюстрация 1. Хронология развития компании

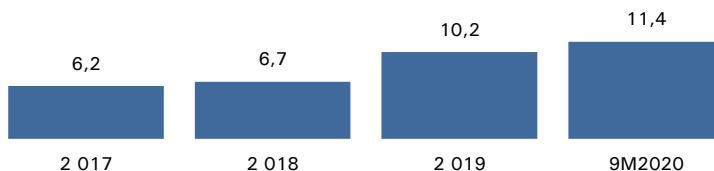


Источник: по данным компании

Как зарабатывает компания. Игры компании бесплатны, Playtika получает доход в основном за счет покупок в приложениях (виртуальная валюта, предметы) и в меньшей степени за счет рекламы в приложениях.

Операционная метрика. Среднее количество ежедневных пользователей в 2017 году составляло 6,2 млн, в 2018 году - 6,7 млн, в 2019 году - 10,2 млн и за 9М 2020 года - 11,4 млн.

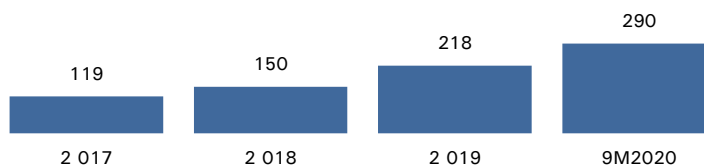
График 1. Среднее количество ежедневных пользователей, млн



Источник: по данным компании

Количество ежедневно платящих пользователей в 2017 году составляло 119 тысяч, в 2018 году - 150 тысяч, в 2019 году - 218 тысяч и за 9М 2020 года - 290 тысяч.

График 2. Среднее количество ежедневно платящих пользователей, тысяч



Источник: по данным компании

Потенциальный рынок. По данным Newzoo, мобильные игры - самый быстрорастущий сегмент индустрии видеоигр. Основной драйвер роста – это распространение смартфонов и мобильный интернет, который позволяет играть в любое время и в любом месте.

По данным Newzoo, примерно 2,5 миллиарда пользователей совершали покупки в мобильных играх в 2019 году. К 2023 году ожидается, что выручка от мобильных игр составит примерно \$114,4 млрд против \$86,3 млрд в 2020 году.

Оценка Playtika Holding Corp: огромный рынок в \$114 млрд проецирует потенциал в 31%

1. Прогноз выручки. Для построения модели мы использовали данные компании по среднему количеству пользователей, количество платящих пользователей и процент платящих пользователей.

Среднедневное количество пользователей. Темпы роста количества пользователей в 2018 году составили 7%, в 2019 году - 52% и за 9М 2020 года - 15%. Мы ожидаем, что база вырастет с 10,2 млн до 17,57 млн к 2029 году, темпы роста снизятся с 52% в 2019 году до 1% к 2029 году.

Количество платных пользователей. В 2017 году количество платящих пользователей составило 119 тысяч (1,9% от среднего количества пользователей), в 2018 году - 150 тысяч (2,2%) и в 2019 году - 218 тысяч (2,1%). Мы ожидаем, что количество платных пользователей вырастет с 218 тысяч в 2019 году до 772 тысяч к 2029 году, процент платящих пользователей вырастет с 2,1% в 2019 году до 4,4% к 2029 прогнозируемому году.

Средний доход на 1 пользователя. В 2018 году темпы роста составили 3%, за 2019 г. произошло сокращение дохода на 13% из-за резкого роста базы пользователей. Мы ожидаем, что средний доход на 1 пользователя сократится с \$8,7 в 2019 году до \$7,3 к 2023 году с дальнейшим восстановлением до \$8,6 к 2029 прогнозируемому году.

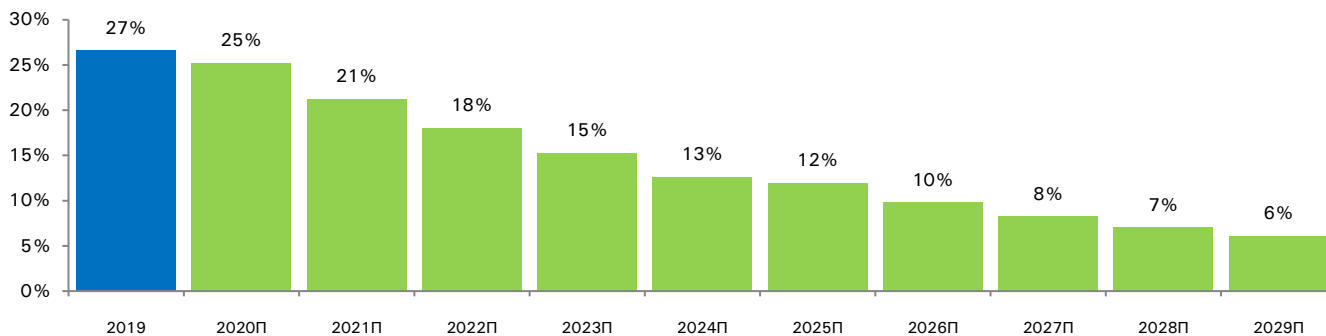
С учетом всех вводных данных мы заложили замедление темпов роста с 27% в 2019 году до 6% в 2029 прогнозируемому году. Общая выручка компании вырастет с \$1,888 млрд в 2019 году до \$6,632 млрд к 2029 прогнозируемому году.

Иллюстрация 2. Модель выручки Playtika Holding Corp.

Модель выручки из целевого рынка	2017	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Среднее количество пользователей, млн	6	7	10	12	13	15	16	16	17	17	17	17	18
Темпы роста, %		8%	52%	18%	12%	9%	6%	4%	3%	2%	1%	1%	1%
Процент платящих пользователей, %	1,9%	2,2%	2,1%	2,5%	2,8%	3,1%	3,4%	3,7%	3,9%	4,0%	4,2%	4,3%	4,4%
Темпы роста, %		17%	-5%	17%	14%	11%	9%	7%	6%	4%	4%	3%	2%
Количество платных пользователей, тыс	119	150	218	300	383	461	532	593	644	687	721	750	772
Темпы роста, %		26%	45%	38%	28%	20%	15%	11%	9%	7%	5%	4%	3%
Средний доход на 1 пользователя, USD	9,7	9,9	8,7	7,9	7,5	7,3	7,3	7,4	7,6	7,9	8,1	8,3	8,6
Темпы роста, %		3%	-13%	-9%	-5%	-2%	0%	1%	3%	3%	3%	3%	3%
Всего выручка, млн USD	1 151	1 491	1 888	2 364	2 866	3 383	3 899	4 390	4 915	5 398	5 841	6 250	6 632
Темпы роста, %		30%	27%	25%	21%	18%	15%	13%	12%	10%	8%	7%	6%

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

График 1. Прогноз темпов роста Playtika Holding Corp.

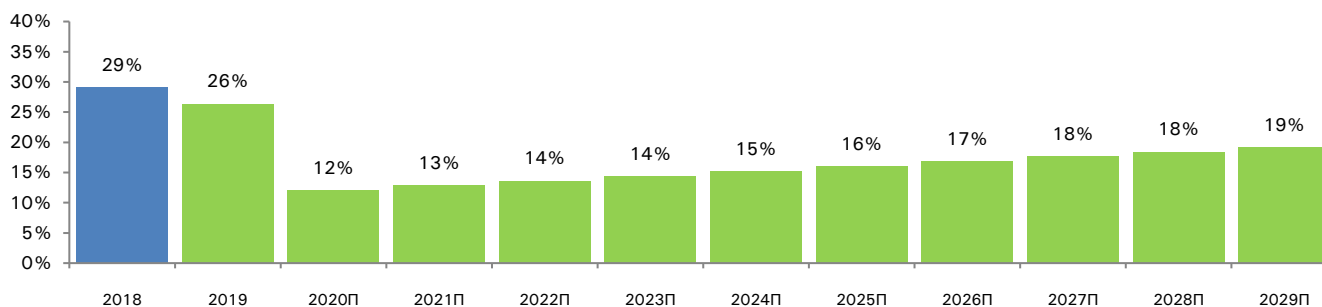


Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений в 20%.

В 2019 году показатель EBIT-маржи был равен 26%, после корректировок маржа составила 32,8% (за 9М 2020 года маржа снизилась до 14%). Мы сделали консервативный прогноз маржи и приравнивали к среднеотраслевым значениям в 20%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 10,3% до среднеотраслевых в 3%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$2,593 млрд.

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 приравнивали к затратам на капитал в 5,8%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 51% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (\$2,386 млрд) и зрелого (\$12,096 млрд) периода, составит \$14,501 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга в \$2,294 млрд, наличность на счетах в \$379 млн, поступления от IPO в \$499 млн и стоимость опционов в \$107 млн, собственный капитал Playtika Holding Corp. можно оценить в \$12,978 млрд.

Учитывая 412,76 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$31,4. Потенциал к верхней границе IPO в \$24 составляет 31%.

Компания продает 21,7 млн акций, 47,8 млн акций продает акционер.

Иллюстрация 3. Модель оценки Playtika Holding Corp. методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
темпа роста выручки, %		27%	25%	21%	18%	15%	13%	12%	10%	8%	7%	6%	3,0%
(+) Выручка	1 491	1 888	2 364	2 866	3 383	3 899	4 390	4 915	5 398	5 841	6 250	6 632	6 830
(x) Операционная маржа	29%	26%	12%	13%	14%	14%	15%	16%	17%	18%	18%	19%	20%
(=) EBIT	433	497	284	367	460	561	667	786	907	1 028	1 150	1 273	1 366
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	99	57	73	92	112	133	157	181	206	230	255	273
(=) NOPLAT	433	398	227	293	368	449	534	629	725	822	920	1 019	1 093
(-) чистые реинвестиции	205	194	226	253	274	287	291	290	280	260	233	199	562
(=) FCFF	227	204	1	41	94	162	242	339	446	562	687	820	531
FCFF маржа, %		10,8%	0,1%	1,4%	2,8%	4,2%	5,5%	6,9%	8,3%	9,6%	11,0%	12,4%	
(x) фактор дисконтирования			0,96x	0,92x	0,88x	0,84x	0,80x	0,76x	0,72x	0,68x	0,65x	0,65x	
PV FCF			1	37	83	136	193	257	321	384	444	529	
Терминальная стоимость													18 733
PV Терминальной стоимости													12 096
Имплицированные переменные модели													
	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П		
Выручка/капитал, x	3,08x	2,82x	2,63x	2,48x	2,36x	2,26x	2,20x	2,15x	2,11x	2,08x	2,23x		
Инвестированный капитал	613	839	1 091	1 365	1 652	1 944	2 234	2 514	2 774	3 007	2 973		
Чистое реинвестирование, %	49%	99%	86%	74%	64%	55%	46%	39%	32%	25%	20%		51%
Реинвестирование к выручке, %	10,3%	9,5%	8,8%	8,1%	7,4%	6,6%	5,9%	5,2%	4,5%	3,7%	3,0%		
ROIC, %	65%	27%	27%	27%	27%	27%	28%	29%	30%	31%	34%		5,8%
Маржа NOPLAT, %	21%	10%	10%	11%	12%	12%	13%	13%	14%	15%	15%		
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%			
Бета послерыноговая	0,58	0,63	0,67	0,71	0,75	0,79	0,83	0,88	0,92	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%			
Стоимость собственного капитала	4,0%	4,2%	4,4%	4,6%	4,8%	5,0%	5,2%	5,5%	5,7%	6,1%			
Ставка долга, до налогов	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%			
Ставка долга, после налогов	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%			
СК/Стоимость компании	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%			
Долг/Стоимость компании	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%			
Средневзвешенная стоимость капитала	4,1%	4,3%	4,4%	4,6%	4,8%	5,0%	5,1%	5,3%	5,5%	5,8%			
Кумулятивная стоимость капитала	1,0x	1,0x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x			
Оценка капитала, млн USD													
(=) Стоимость в прогнозном периоде													2 386
(+) Стоимость в терминальном периоде													12 096
(x) Коэффициент на дату оценки													1,00x
(=) EV													14 501
(-) Долг (вкл. операционную аренду)													2 294
(+) Наличность													379
(+) Поступления от IPO													499
(-) Стоимость выпущенных опционов													107
(=) Оценка собственного капитала													12 978
Рыночная капитализация													9 906
Целевая цена на акцию, USD													31,4
Максимум диапазона на IPO, USD													24
Потенциал роста, %													31%

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

Риски: платформы, новые игры и сотрудники

Сторонние платформы. Доступ к играм компании в основном осуществляется через Apple, Facebook и Google. Ухудшение взаимоотношений с данными поставщиками может сказаться на будущем росте компании.

Новые игры. Если компания не сможет разработать или приобрести новые игры, то невозможно будет привлечь новых и удержать текущих пользователей.

Сотрудники. Если Playtika Holding Corp. не сможет привлекать квалифицированных сотрудников или удерживать текущих, это может негативно сказаться на бизнесе 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.
