

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

AppLovin Corporation (APP)

 Потенциал роста: **33%**

 Целевая цена: **\$113,2**

 Диапазон размещения: **\$75–85**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | ПО

Оценка перед IPO

IPO APP: платформа для развития мобильного приложения



Выручка, 2020 (млн USD)	1 451
EBIT, 2020 (млн USD)	-62
Прибыль, 2020 (млн USD)	-126
Чистый долг, 2020 (млн USD)	1 267

P/E, 2021 (x)	—
P/S, 2021 (x)	—
EV/S, 2021 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-4

Капитализация IPO (млрд USD)	28,63
Акция после IPO (млн шт.)	357,95
Акция к размещению (млн шт.)	25
Объем IPO (млн USD)	2 000
Минимальная цена IPO (USD)	75
Максимальная цена IPO (USD)	85
Целевая цена (USD)	113,2
Дата IPO	14 апреля

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

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 апреля состоится IPO компании AppLovin, которая предоставляет программные решения разработчикам мобильных игр для автоматизации и оптимизации маркетинга и монетизации приложений. Андеррайтерами размещения выступают Morgan Stanley, J.P. Morgan, KKR, BofA Securities, Citigroup, Credit Suisse и UBS.

О компании. В 2018 году компания начала масштабирование собственных приложений и запустила AppLovin Apps. На сегодняшний день портфель компании включает в себя более 200 бесплатных игр в пяти жанрах, которыми управляют 12 студий. Приложения компании ежедневно используют почти 32 млн пользователей. Также 31 игра компании вошла в список 10 лучших бесплатных игр по версии Sensor Tower. С начала 2018 года компания инвестировала \$1 млрд в 15 стратегических приобретений и различные партнерские отношения с различными студиями. Например, PeopleFun была приобретена в марте 2018 года, и, по оценкам компании, квартальная выручка выросла в пять раз, а ежемесячные установки на AppDiscovery – почти в семь раз. Всего компания привлекла \$1,4 млрд. Текущие акционеры компании – KKR Denali Holdings, Hontai App Fund, Angel Pride Holdings и Nimble Ventures.

Продукты компании. В основу платформы компании входят машинное обучение AXON, App Graph и облачная инфраструктура. Сама технология компании обрабатывает в среднем более 3 петабайт и до 3 млн прогнозов в день. AXON получает информацию из App Graph и использует алгоритмы машинного обучения, чтобы подбирать каждому пользователю релевантный рекламный контент, повышая вовлеченность и монетизацию. Программное обеспечение AppLovin предоставляет разработчикам полный набор инструментов для развития бизнеса за счет автоматизации, оптимизации маркетинга и монетизации приложений. **AppDiscovery** – это программное решение для маркетинга, которое сопоставляет спрос рекламодателей с предложениями издателя посредством аукциона.

Финансовые показатели. Темпы роста выручки в 2019 году составили 106%, в 2020 году темпы роста составили 46%. EBIT-маржа составила 50% в 2018 году, 20% в 2019 году и -4% в 2020 году. Главные драйверы роста расходов и снижения маржи – рост расходов на себестоимость с 11% от выручки в 2018 году до 38% в 2020 году, R&D – с 3 до 5% и S&M – с 35% в 2018 году до 43% в 2020 году.

Апсайд в 33% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$40,934 млрд при целевой цене \$113,2 на одну простую акцию с потенциалом роста 33%.

AppLovin Corporation: ключевые факты

О компании. AppLovin предоставляет программные решения разработчикам мобильных игр для автоматизации и оптимизации маркетинга и монетизации приложений. С момента запуска платформы компании разработчики мобильных игр установили более 6 млрд мобильных приложений.

В 2018 году компания начала масштабирование собственных приложений и запустила AppLovin Apps. На сегодняшний день портфель компании включает в себя более 200 бесплатных игр в пяти жанрах, которыми управляют 12 студий. Приложения компании ежедневно используют почти 32 млн пользователей. Также 31 игра компании вошла в список 10 лучших бесплатных игр по версии Sensor Tower.

Иллюстрация 1. Студии – партнеры компании

STUDIO	MONETIZATION	DISCOVER	WARGAMES	MONETIZATION	MONETIZATION	MONETIZATION	MONETIZATION	MONETIZATION	MONETIZATION	MONETIZATION	MONETIZATION	MONETIZATION
YEAR	2016	2018	2016	2019	2019	2019	2020	2020	2020	2020	2020	2020
LOCATION	United States	United States	United States	China	China	Canada	Czech Republic	United States	United States	Singapore	Denmark	Vietnam
GENRE	Hyper-casual	Word	Hyper-casual	Match-three	Casual	Card & Casino	Mid-core	Match-three	Mid-core	Casual, Word	Word	Casual
APP	Headed Inc.	Workshops	88: one line	Matchington Mania	Outnumber	Wingo Story	Smoking Four	Sweet Escapes	Final Fantasy XV	Cooking Madness	Kyros: The Battle of Words	Wendy Book Puzzle
	#1 Top Growing Sports Game in 17 countries	#1 Top Growing Word Game in 136 countries	#1 Top Growing Puzzle Game in 20 countries	#1 Top Growing Family Game in 140 countries	Top 100 Growing Game in 101 countries	Top 5 Growing Word Game in 32 countries	#1 Top Growing Strategy Game in 15 countries	Top 3 Growing Puzzle Game in 31 countries	#1 Top Growing Role Playing Game in 100 countries	Top 5 Growing Strategy Game in 46 countries	Top 5 Growing Word Game in 16 countries	#1 Top Growing Board Game in 3 countries

Источник: по данным компании

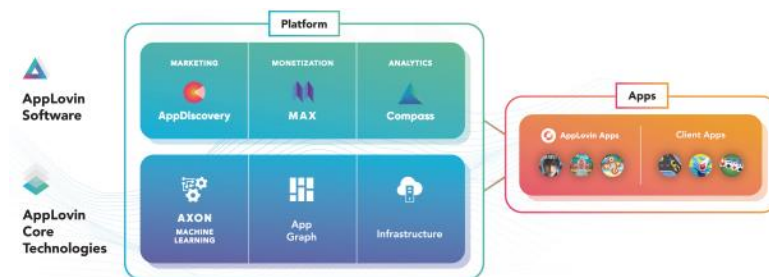
С начала 2018 года компания инвестировала \$1 млрд в 15 стратегических приобретений и различные партнерские отношения с различными студиями. Например, PeopleFun была приобретена в марте 2018 года, и, по оценкам компании, квартальная выручка выросла в пять раз, а ежемесячные установки на AppDiscovery – почти в семь раз.

Всего компания привлекла \$1,4 млрд. Текущие акционеры компании – KKR Denali Holdings, Hontai App Fund, Angel Pride Holdings и Nimble Ventures.

Платформа компании. В основу платформы компании входят машинное обучение AXON, App Graph и облачная инфраструктура. Сама технология компании обрабатывает в среднем более 3 петабайт и до 3 млн прогнозов в день.

AXON получает информацию из App Graph и использует алгоритмы машинного обучения, чтобы подбирать каждому пользователю релевантный рекламный контент, повышая вовлеченность и монетизацию.

Иллюстрация 2. Платформа компании



Источник: по данным компании

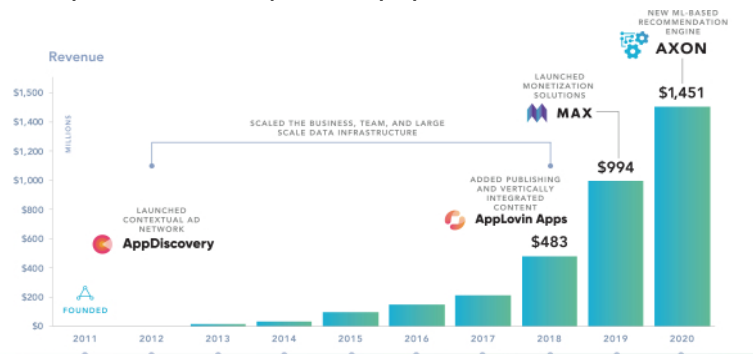
Программное обеспечение AppLovin предоставляет разработчикам полный набор инструментов для развития бизнеса за счет автоматизации, оптимизации маркетинга и монетизации приложений:

- AppDiscovery – это программное решение для маркетинга, которое сопоставляет спрос рекламодателей с предложениями издателя посредством аукциона. Также приложение дополнено решением монетизации MAX и аналитическими инструментами Compass.
- MAX – ПО для оптимизации рекламных ресурсов за счет проведения конкурентных аукционов в реальном времени.
- Compass – ПО для аналитики, которое помогает улучшать вовлечение пользователей.

История компании.

- 2011 год – разработано и запущено первое поколение основных технологий компании.
- 2012 год – представлена ранняя версия маркетингового ПО AppDiscovery для Android и iOS.
- 2014 год – компания открыла первый офис в Европе.
- 2017 год – предоставление дополнительных услуг и инструментов для разработчиков.
- 2018 год – запуск AppLovin Apps, создание студии Lion Studios, приобретение PeopleFun и MAX.
- 2019 год – добавление новых функций в MAX путем приобретения и интеграции SafeDK.
- 2020 год – расширение портфолио мобильных игр за счет приобретения Machine Zone.

Иллюстрация 3. Список обучающих программ



Источник: по данным компании

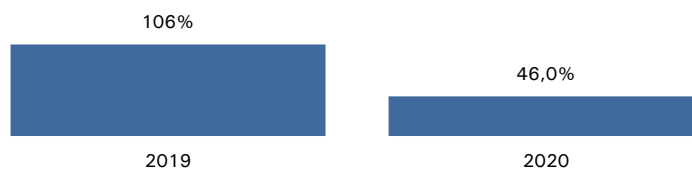
Бизнес-модель компании. Компания получает доход из двух источников – бизнес-клиенты и потребители.

Доход от бизнес-клиентов представляет собой доход за счет комиссионных, уплачиваемых рекламодателями мобильных приложений или клиентами, которые используют программное обеспечение для роста и монетизации своих приложений. По состоянию на 31 декабря 2020 года у компании было почти 1 400 бизнес-клиентов. У компании 172 корпоративных клиента на конец 2020 года (корпоративный клиент – это бизнес-клиент, от которого компания получила более \$125 тысяч дохода за последние 12 месяцев).

Доход от потребителей представляет собой доход за счет приобретения внутри приложений компании. В течение трех месяцев, закончившихся 31 декабря 2020 года, у компании, было в среднем 2,1 млн активных плательщиков в месяц. В среднем в 2020 году у компании было 1,5 млн активных плательщиков.

Финансовые показатели компании. Темпы роста выручки в 2019 году составили 106%, в 2020 году темпы роста составили 46%.

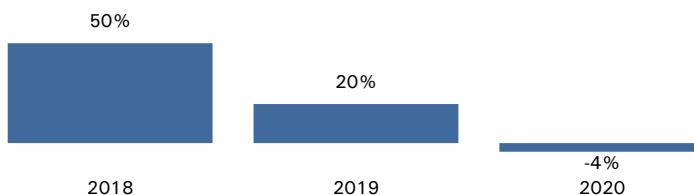
График 1. Темпы роста выручки



Источник: по данным компании

ЕВИТ-маржа составила 50% в 2018 году, 20% в 2019 году и -4% в 2020 году. Главные драйверы роста расходов и снижения маржи – рост расходов на себестоимость с 11% от выручки в 2018 году до 38% в 2020 году, R&D – с 3 до 5% и S&M – с 35% в 2018 году до 43% в 2020 году.

График 2. ЕВИТ-маржа



Источник: по данным компании

Потенциальный рынок. На основе данных IDC, компания оценивает свой потенциальный рынок в \$189 млрд в 2020 году с ростом до \$283 млрд к 2024 году.

Оценка AppLovin Corporation: потенциал свыше 33% с учетом потенциального рынка в \$283 млрд и вводных данных

1. Прогноз выручки. Для построения модели мы использовали данные по выручке корпоративных клиентов и выручку от потребителей.

Выручка от корпоративных клиентов. Темпы роста выручки от корпоративных клиентов в 2019 году составили 39% и в 2020 году замедлились до 19%. Мы ожидаем, что в 2021 году темпы роста замедлятся до 17% с дальнейшим замедлением до 7% к 2030 году. Выручка от корпоративных клиентов вырастет с \$711,2 млн в 2020 году до \$2,07 млрд к 2030-му прогнозируемому году.

Выручка от потребителей. Темпы роста выручки от потребителей в 2019 году составили 636% и в 2020 году 86%. Мы ожидаем, что в 2021 году они составят 62% с дальнейшим замедлением до 11% к 2030 году. Выручка от потребителей вырастет с \$739,9 млн в 2020 году до \$9,98 млрд к 2030-му прогнозируемому году.

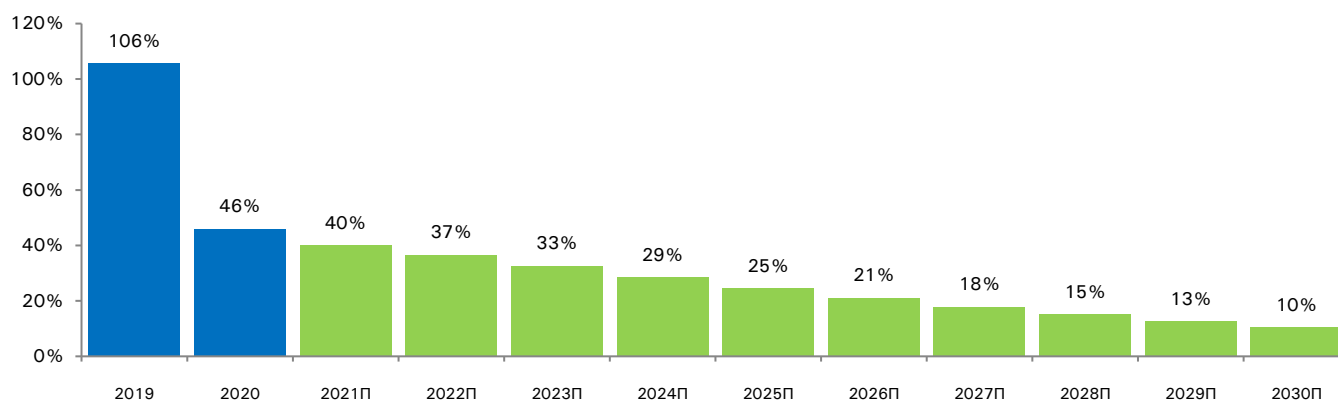
Темпы роста общей выручки компании замедлятся с 46% в 2020 году до 40% в 2021-м прогнозируемом году, к 2030 году темпы роста выручки прогнозируются на уровне 10%. Выручка вырастет с \$1,451 млрд в 2020 году до \$12,060 млрд к 2030-му прогнозируемому году.

Иллюстрация 4. Прогноз выручки AppLovin Corporation

Модель выручки из целевого рынка	2018	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Выручка от корпоративных клиентов, млн USD	429,3	595,9	711,2	834,9	965,6	1101,7	1241,4	1383,1	1525,2	1666,2	1804,9	1940,1	2070,8
Темпы роста, %		39%	19%	17%	16%	14%	13%	11%	10%	9%	8%	7%	7%
Потребительская выручка, млн USD	54,1	398,2	739,9	1197,2	1811,4	2582,7	3495,4	4520,6	5621,2	6757,0	7890,3	8988,6	9989,6
Темпы роста, %		636%	86%	62%	51%	43%	35%	29%	24%	20%	17%	14%	11%
Всего выручка, млн USD	483	994	1 451	2 032	2 777	3 684	4 737	5 904	7 146	8 423	9 695	10 929	12 060
Темпы роста, %		106%	46%	40%	37%	33%	29%	25%	21%	18%	15%	13%	10%

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

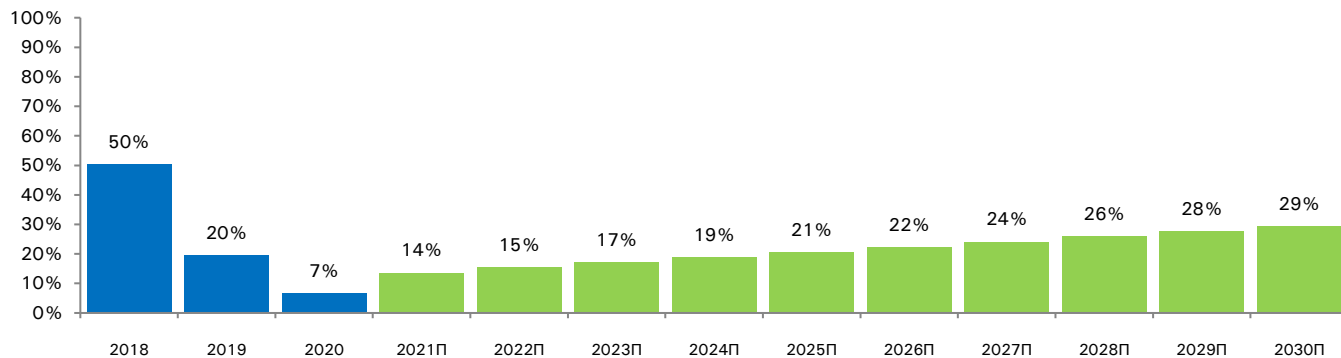
График 3. Прогноз темпов роста AppLovin Corporation



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

2. Консервативный прогноз маржи. В 2020 году показатели EBIT-маржи были равны -4%, после корректировки на R&D и лизинг показатели маржи составили 7%. Мы сделали консервативный прогноз маржи и приравнивали к среднеотраслевым значениям в 29%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 4,6% до среднеотраслевых 1%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$1,428 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 5,7%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 52% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (\$8,415 млрд) и зрелого (\$32,969 млрд) периодов, составит \$41,872 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга в \$1,683 млрд, наличность на счетах в \$317 млн, поступления от IPO в \$1,8 млрд и стоимость опционов в \$1,373 млрд, собственный капитал AppLovin Corporation можно оценить в \$40,934 млрд.

Учитывая 357,95 млн акций после IPO, целевая цена на одну акцию равна \$113,2. Потенциал к верхней границе IPO в \$85 составляет 33%.

Компания на IPO разместит 22,5 млн акций, акционеры компании продадут на IPO 2,5 млн акций.

Иллюстрация 5. Модель оценки AppLovin Corporation методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2018	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	зрелый
темпы роста выручки, %		106%	46%	40%	37%	33%	29%	25%	21%	18%	15%	13%	10%	3,0%
(+) Выручка	483	994	1 451	2 032	2 777	3 684	4 737	5 904	7 146	8 423	9 695	10 929	12 060	12 422
(х) Операционная маржа	50%	20%	7%	14%	15%	17%	19%	21%	22%	24%	26%	28%	29%	29%
(=) EBIT	242	194	95	275	424	627	890	1 212	1 593	2 025	2 501	3 011	3 534	3 663
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	0	0	55	85	125	178	242	319	405	500	602	707	733
(=) NOPLAT	242	194	95	220	339	502	712	970	1 274	1 620	2 001	2 409	2 827	2 931
(-) чистые реинвестиции	0	57	67	86	108	130	150	166	175	176	167	149	121	1 536
(=) FCF	242	138	28	133	231	372	561	804	1 099	1 444	1 834	2 260	2 707	1 395
FCFF-маржа, %			1,9%	6,6%	8,3%	10,1%	11,9%	13,6%	15,4%	17,1%	18,9%	20,7%	22,4%	
(х) фактор дисконтирования				0,96x	0,96x	0,92x	0,87x	0,83x	0,79x	0,76x	0,72x	0,68x	0,64x	
PV FCF				128	221	340	491	671	874	1 092	1 316	1 539	1 743	
Терминальная стоимость														51 199
PV Терминальной стоимости														32 969
Имплицированные переменные модели			2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	
Выручка/капитал, x			1,21x	1,58x	1,99x	2,41x	2,82x	3,20x	3,54x	3,84x	4,11x	4,35x	4,86x	
Инвестированный капитал			1 203	1 289	1 397	1 527	1 677	1 843	2 018	2 194	2 361	2 510	2 481	
Чистое реинвестирование, %			71%	39%	32%	26%	21%	17%	14%	11%	8%	6%	4%	52%
Реинвестирование к выручке, %			4,6%	4,3%	3,9%	3,5%	3,2%	2,8%	2,4%	2,1%	1,7%	1,4%	1,0%	
ROIC, %			8%	17%	24%	33%	42%	53%	63%	74%	85%	96%	114%	5,7%
Маржа NOPLAT, %			7%	11%	12%	14%	15%	16%	18%	19%	21%	22%	23%	
Расчет WACC			2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П		
Безрисковая ставка			1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	
Бета послерыноговая			0,63	0,67	0,71	0,74	0,78	0,82	0,85	0,89	0,93	1,00		
Премия за риск инвестирования			4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	
Стоимость собственного капитала			4,3%	4,4%	4,6%	4,7%	4,9%	5,0%	5,2%	5,4%	5,5%	5,8%		
Ставка долга, до налогов			4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	
Ставка долга, после налогов			3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	
СК/Стоимость компании			96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	
Долг/Стоимость компании			4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	
Средневзвешенная стоимость капитала			4,3%	4,4%	4,6%	4,7%	4,9%	5,0%	5,1%	5,3%	5,4%	5,7%		
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 прогножном периоде														8 415
(+) Стоимость в терминальном периоде														32 969
(х) Коэффициент на дату оценки														1,01x
(=) EV														41 872
(-) Долг (вкл. операционную аренду)														1 683
(+) Наличность														317
(+) Поступления от IPO														1 800
(-) Стоимость выпущенных опционов														1 373
(=) Оценка собственного капитала														40 934
Рыночная капитализация														30 426
Целевая цена на акцию, USD														113,2
Максимум диапазона на IPO, USD														85
Потенциал роста, %														33%

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

Риски: партнеры, клиенты и конкуренция

Партнерские отношения. Если компания не сможет расширить или сохранить партнерские отношения со студиями мобильных игр, то это способно повлиять на дальнейший рост компании.

Привлечение новых бизнес-клиентов. Если компания не сможет привлекать новых бизнес-клиентов или удерживать старых, то это способно повлиять на будущий рост компании.

Конкуренция. Компания сталкивается с конкуренцией в лице Activision Blizzard, Tencent, Zynga, Apple, Facebook, Google, Microsoft.

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.
