

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Shift4 Payments (FOUR)

Потенциал роста: **33%**Целевая цена: **\$28**Диапазон размещения: **\$19-\$21****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

США | Бизнес сервисы

оценка перед IPO

IPO FOUR: один из крупнейших поставщиков платежных систем

Выручка, 3М2020 (млн USD)	199
EBIT, 3М2020 (млн USD)	9
Прибыль, 3М2020 (млн USD)	-5
Чистый долг, 3М20 (млн USD)	633

P/E, 2020 (x)	—
P/S, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	4

Капитализация IPO (млрд USD)	1,608
Акции после IPO (млн шт)	80,4
Акции к размещению (млн шт)	15
Объем IPO (млн USD)	300
Минимальная цена IPO (USD)	19
Максимальная цена IPO (USD)	21
Целевая цена (USD)	28
Дата IPO	4 июня

Динамика акций | биржа/тикер **NYSE/FOUR**

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	—	—	—
vs S&P 500	—	—	—

Абдикаримов Ерлан
Директор Департамента финансового анализа
(+7) 727 311 10 64 (614) | yerlan.abdikarimov@ffin.kz

Бектемиров Алем
Младший инвестиционный аналитик
(+7) 727 311 10 64 (932) | alem.bektemirov@ffin.kz

4 июня состоится IPO компании Shift4 Payments, разработчика платежного приложения, представляющего собой набор различных платежных продуктов и услуг, которые можно использовать в магазинах, интернете, на мобильных устройствах и планшетах. Привлеченные средства планируется использовать для погашения задолженности.

О компании Shift4 Payments. У компании более 7 тысяч партнеров и более 200 тысяч продавцов, использующих приложение Shift4 Payments. Сама компания обслуживает как малые, так и крупные предприятия. На конец 2019 года компания обработала 3,5 млрд транзакций на сумму более \$200 млрд для различных типов платежей: кредитные, дебетовые, бесконтактные карты, мобильные кошельки и другие. Компания за всю историю привлекла более \$148 млн. Среди акционеров компании числится Searchlight Capital Partners с долей в 33,96%.

Платформа компании. Платформа компании включает в себя платежную платформу, технологические решения и партнерское распределение. Платежная платформа предоставляет решения по приему и обработке всех типов платежей, также платформа имеет интеграцию с более 350 различными программными обеспечениями, поддерживает связь с более 100 различными платежными системами. Платформа предоставляет 4 набора решений для своих клиентов: Lighthouse 5 (бизнес-аналитика), Mobile POS (мобильные платежи), Marketplace (интеграция доп. приложений) и Integrated Point-of-Sale (масштабирование бизнеса и улучшение эффективности).

Адресный рынок в \$98 млрд. Согласно отчету Grand View Research от 12 мая 2020 года, ожидается, что к 2027 году рынок достигнет объема в \$98 млрд, CAGR за период 2020-2027 гг. составит 14,5%. Драйверами роста рынка станут появление цифровых технологий, спрос клиентов, поиск клиентами более быстрых и удобных вариантов денежных переводов.

Сильные цифры: двузначный рост и прибыльность в 1 квартале. За 2019 год темпы роста составили +30,5%, в 1 квартале темпы роста замедлились до 28,6%. Валовая маржа демонстрирует снижение с 27% в 2018 году до 22% в 1 квартале 2020 года, рост себестоимости связан с ростом объема сквозных платежей. Показатели EBIT выросли с -1,3% в 2018 году до 4,3% в 1 квартале 2020 года фоне снижения G&A с 15% до 11% от выручки, амортизации - с 7% до 5% и реструктуризации - с 4% до 0,1%. Долг компании на конец 1 квартала составлял 703 млн (84% от всех активов компании).

Апсайд в 33% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$2,317 млрд при целевой цене в \$28 на 1 протую акцию с потенциалом роста 33%.

Shift4 Payments: финансовые показатели

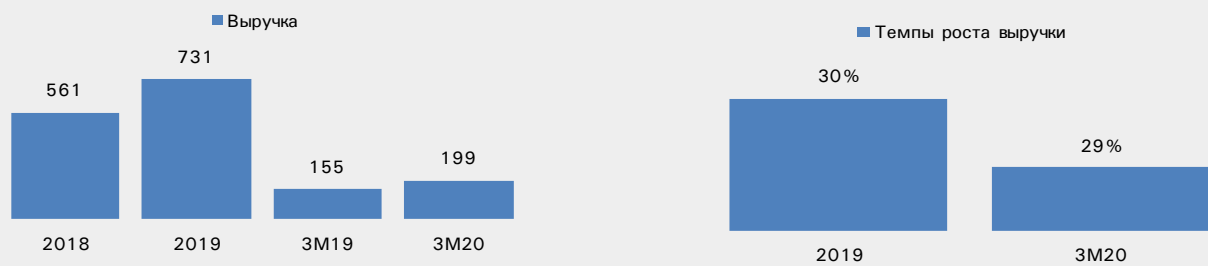
Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	3M20
Выручка	561	731	199
Себестоимость	410	552	155
Валовая прибыль	150	179	45
G&A	84	124	22
Амортизация	40	40	11
Гонорары специалистов	7	10	2
Маркетинг	6	6	1
Реструктуризация	20	4	0
ЕБИТДА	59	57	26
Амортизация	66	63	18
ЕБИТ	(7)	(6)	9
Прочие доходы	1	1	(0)
Процентные расходы	(47)	(52)	(13)
Доналоговая прибыль	(54)	(57)	(5)
Налог	4	(2)	(0)
Чистая прибыль	(50)	(58)	(5)
Рост и маржа (%)	2018	2019	3M20
Темпы роста выручки	-	30%	29%
Темпы роста ЕБИТДА	-	-	-
Темпы роста ЕБИТ	-	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-
Валовая маржа	27%	24%	22%
ЕБИТДА маржа	11%	8%	13%
ЕБИТ маржа	-1%	-1%	4%
NOPLAT маржа	-	-	-
Маржа чистой прибыли	-9%	-8%	-3%
Cash Flow, млн USD	2018	2019	3M20
CFO	26	27	10
D&A	66	63	18
CFI	(41)	(99)	(10)
CapEx	(6)	(17)	(4)
CFF	11	71	67
Денежный поток	(5)	(1)	67
Наличность на начало года	9	5	4
Наличность на конец года	5	4	70
Справочные данные	2018	2019	3M20
Акции в обращении, млн штук	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-
EV, USD	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	6	17	4
Рабочий капитал, USD	-	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	-
BV, USD	-	-	-
Инвестированный капитал	-	-	-
EPS, USD на акцию	-	-	-
Балансовый отчет, млн USD	2018	2019	3M20
Наличность	5	4	70
Дебиторская задолженность	56	79	68
Контрактные активы	0	7	7
Инвентаризация	5	9	9
Прочие активы	5	9	13
Текущие активы	70	106	166
Гудвилл	392	421	422
НМА	231	213	203
Капзатраты на приобретение	36	26	29
ОС	9	15	15
Контрактные активы	0	4	4
Прочие активы	1	1	3
Долгосрочные активы	669	682	675
Активы	739	788	841
Долг	5	5	5
Кредиторская задолженность	44	58	55
Начисленные расходы	44	61	51
Отложенный доход	5	6	10
Текущие обязательства	98	130	122
Долг	549	635	703
Налог	4	4	3
Прочие обязательства	4	5	5
Долгосрочные обязательства	557	644	711
Всего обязательств	654	774	833
Конвертируемые акции	43	43	43
Капитал	41	-29	-35
Обязательства и собственный капитал	739	788	841
Поэлементный анализ ROIC	2018	2019	3M20
Маржа NOPLAT, %	-	-	-
ICSTO, x	-	-	-
AICSTO, x	-	-	-
ROIC, %	-	-	-
Себестоимость/выручка, %	73%	76%	78%
Операционные издержки/выручка, %	-98%	100%	-96%
WCSTO, x	-	-	-
FATO, x	-	-	-
Ликвидность и структура капитала	2018	2019	3M20
ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
Текущая ликвидность, x	0,72	0,82	1,36
Долг/общая капитализация, %	-	-	-
Долг/активы, %	74%	81%	84%
Долг/собственные средства, x	114	172	10
Долг/IC, %	-	-	-
Собственные средства/активы, %	1%	0%	8%
Активы/собственный капитал, x	-	-	-
Мультипликаторы	2018	2018	3M20
P/B, x	-	-	-
P/E, x	-	-	-
P/S, x	-	-	-
EV/ЕБИТДА, x	-	-	-
EV/S, x	-	-	-

Shift4 Payments: ключевые цифры

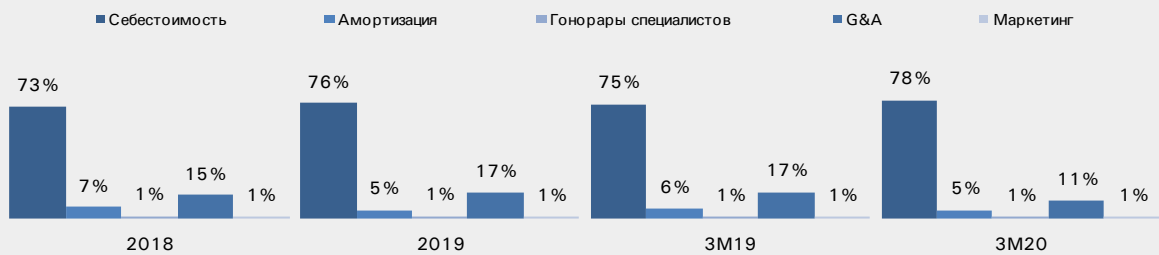
Потенциальный рынок



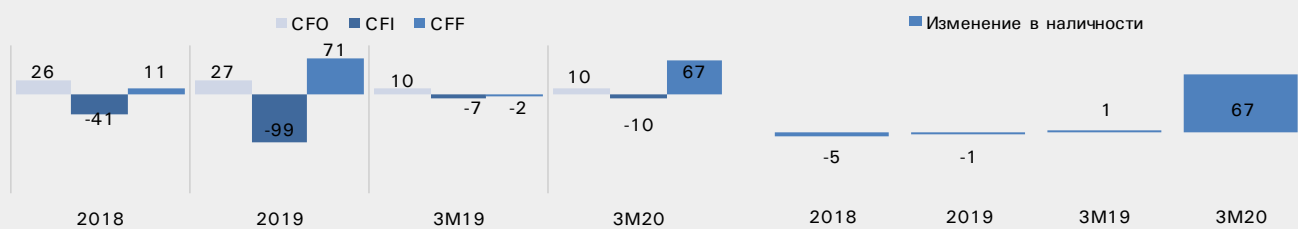
Выручка и темпы роста



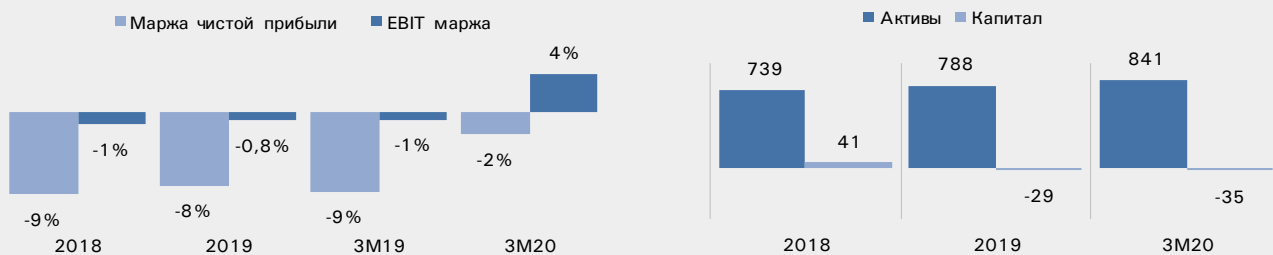
Расходы и их структура



Денежные потоки



Маржа и активы



Shift4 Payments: ключевые факты

Shift4 Payments – разработчик платежного приложения, представляющего собой набор различных платежных продуктов и услуг, которые можно использовать в магазинах, интернете, на мобильных устройствах и планшетах. У компании более 7 тысяч партнеров и более 200 тысяч продавцов, использующих приложение Shift4 Payments. Сама компания обслуживает как малые, так и крупные предприятия.

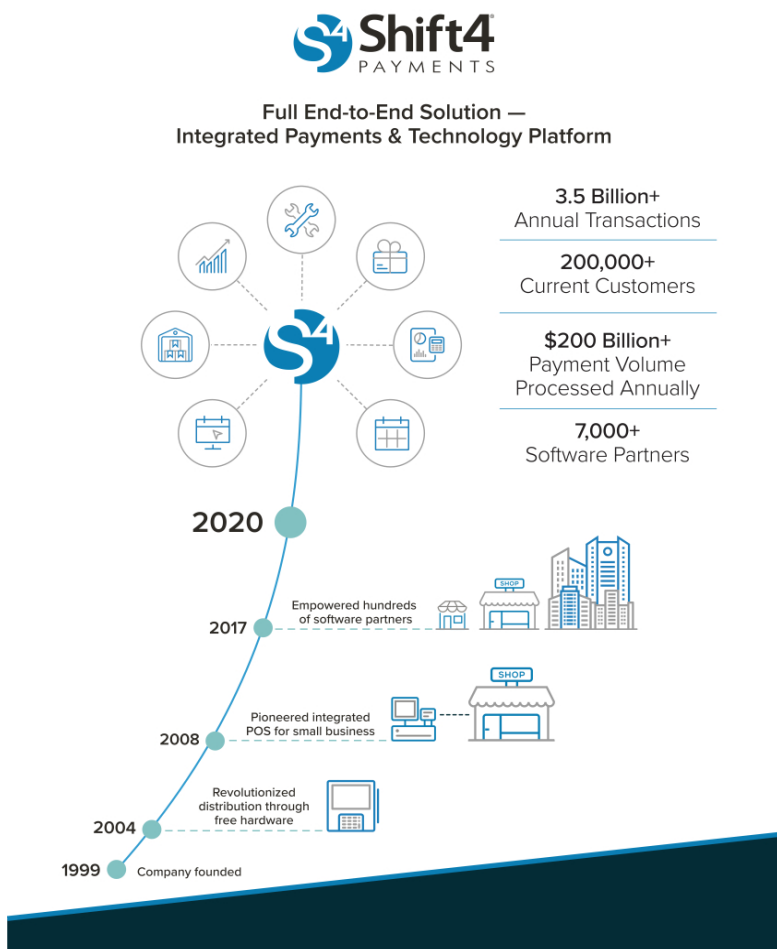
На конец 2019 года компания обработала 3,5 млрд транзакций на сумму более \$200 млрд для различных типов платежей: кредитные, дебетовые, бесконтактные карты, мобильные кошельки и другие.

Компания за всю историю привлекла более \$148 млн. Среди акционеров компании числится Searchlight Capital Partners с долей в 33,96%.

Сама компания выходит на IPO на фоне пандемии коронавируса, когда онлайн-инфраструктуры для финансовых и платежных услуг набирают обороты.

Андеррайтерами данного размещения являются Citigroup, Credit Suisse и Goldman Sachs.

Иллюстрация 1. О компании Shift4 Payments



Источник: на основе данных компании

Платформа Shift4 Payment. Платформа компании включает в себя платежную платформу, технологические решения и партнерское распределение.

Иллюстрация 2. Платформа Shift4 Payments



Источник: на основе данных компании

Платежная платформа. Платежная платформа предоставляет решения по приему и обработке всех типов платежей и включает:

- торговый эквайринг
- дополнительные программные интеграции
- интегрированные и мобильные POS-решения
- решения по безопасности и управление рисками
- инструменты отчетности и анализа

Сама платформа имеет интеграцию с более 350 различными программными обеспечениями, поддерживает связь с более 100 различными платежными системами.

Решения Shift4 Payments. Компания предоставляет 4 набора решений для своих клиентов: Lighthouse 5, Mobile POS, Marketplace и Integrated Point-of-Sale (iPOS).

Решение Lighthouse 5 представляет собой «облачный» набор инструментов бизнес-аналитики, который включает взаимодействие с клиентами, управление социальными сетями, планирование и ценообразование продуктов и аналитику.

Решение Mobile POS – предложение для мобильных платежей с полным набор функций: оплата, доставка, обратная связь и другие.

Решение Marketplace – интеграция дополнительных приложений (расчет зарплаты и другие приложения для управления персоналом) для уменьшения количества поставщиков.

Решение Integrated Pointof-Sale (iPOS) – предложение для клиентов компании, которое помогает масштабировать бизнес и повысить операционную эффективность.

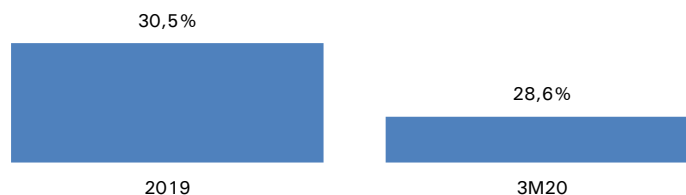
Адресный рынок в \$90 млрд. По данным The Nilson Report за 2019 год, объем покупок по картам в США к 2027 году может составить \$10,4 трлн против \$5,5 трлн в 2017 году, CAGR за период составит 7%.

Что касается рынка обработки платежей, то, согласно отчету Grand View Research от 12 мая 2020 года, ожидается, что к 2027 году рынок достигнет объема в \$98 млрд, CAGR за период 2020-2027 составит 14,5%. Драйверами роста рынка станут появление цифровых технологий, спрос клиентов, поиск клиентами более быстрых и удобных вариантов денежных переводов.

Shift4 Payments: двузначный рост и прибыльность в 1 квартале

Выручка компании. За 2019 год темпы роста составили +30,5%, в 1 квартале темпы роста замедлились до 28,6%.

График 1. Темпы роста, %

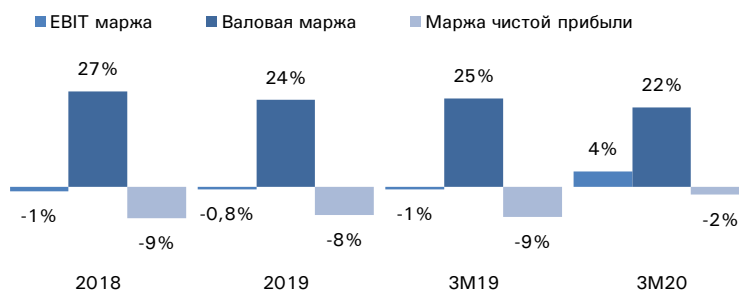


Источник: на основе данных компании

Основные показатели маржинальности бизнеса. Валовая маржа демонстрирует снижение с 27% в 2018 году до 22% в 1 квартале 2020 года, рост себестоимости связан с ростом объема сквозных платежей.

Показатели EBIT выросли с -1,3% в 2018 году до 4,3% в 1 квартале 2020 года фоне снижения G&A с 15% до 11% от выручки, амортизации - с 7% до 5% и реструктуризации - с 4% до 0,1%.

График 2. Основные индикаторы маржинальности бизнеса, %



Источник: на основе данных компании

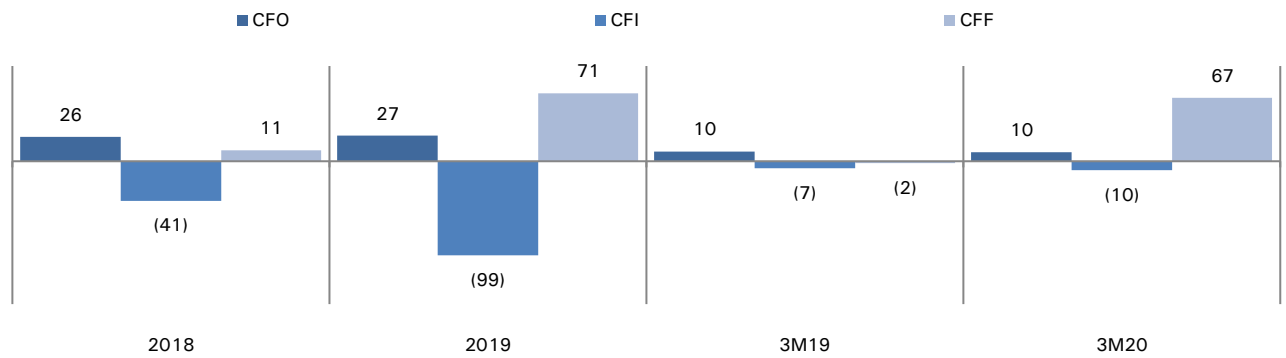
График 3. Структура расходов Shift4 Payments Inc за 2018 г. по 1 квартал 2020 года



Источник: на основе данных компании

Денежный поток. У компании положительный операционный денежный поток последние 2 года.

График 4. Денежный поток Shift4 Payments Inc с 2018 г. по 1 квартал 2020 года.



Источник: на основе данных компании

Оценка Shift4 Payments: вводные данные и консервативный прогноз дают потенциал свыше 33%

1. Прогноз выручки: темпы роста снизятся с 30% в 2019 году до 4% к 2029 прогнозируемому году. Для прогнозирования выручки и построения модели мы использовали данные компании, где используется выручка от объема сквозных платежей и выручка от подписки.

Выручка от сквозных платежей. В 2019 году у компании наблюдается рост в 37%, при этом в 1 квартале темпы роста составили 32%. Мы консервативно замедлили темпы роста объема сквозных платежей с 37% в 2019 году до 30% в 2020 прогнозируемом году и до 4% к 2029 прогнозируемому году. Так как у компании процент выручки от объема платежей в 2019 году и в 1 квартале 2020 года находится на уровне 2,9%, мы ожидаем, что процент от объема сквозных платежей незначительно снизится с 3,01% в 2018 году до 2,82% к 2029 прогнозируемому году. Выручка от сквозных платежей вырастет с \$644 млн в 2019 году до \$2,105 млрд к 2029 году. Темпы роста выручки от сквозных платежей снизятся с 33% до 4%.

Выручка от подписки. Темпы роста выручки от подписки мы консервативно замедлили с текущих 16% в 2019 году до 2% к 2029 прогнозируемому году, выручка от подписки вырастет с \$88 млн до \$154 млн к 2029 году.

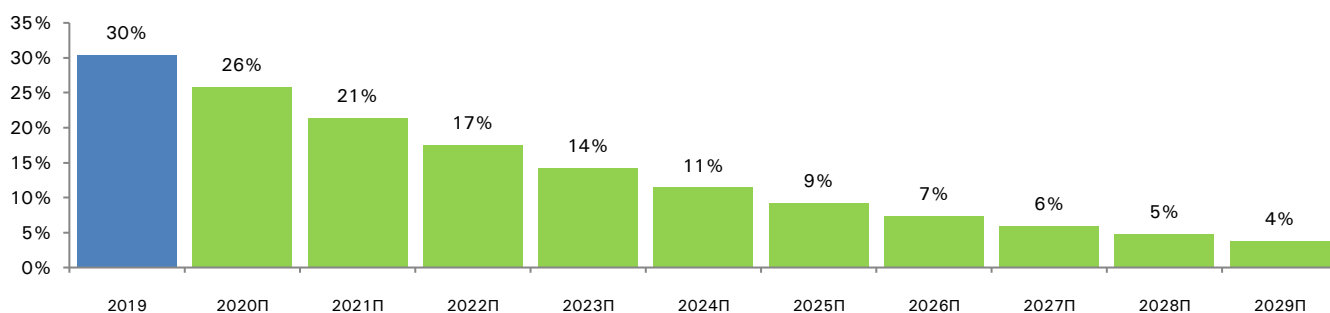
Общая выручка Shift4 Payments. Выручка Shift4 Payments вырастет с \$731 млн в 2019 году до \$2,259 млрд к 2029 прогнозируемому году, темпы роста снизятся с 30% до 4%.

Иллюстрация 3. Модель выручки Shift4 Payments

Модель выручки из целевого рынка	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Объем сквозных платежей, млрд USD	16	22	29	35	42	49	55	60	64	68	72	75
Темпы роста, %		37%	30%	24%	19%	15%	12%	10%	8%	6%	5%	4%
% от объема платежей, млрд USD	3,01%	2,91%	2,86%	2,84%	2,83%	2,82%	2,82%	2,82%	2,82%	2,82%	2,82%	2,82%
Темпы роста, %		-3%	-2%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Выручка от объема платежей, млн USD	485	644	821	1 007	1 194	1 372	1 537	1 685	1 816	1 928	2 024	2 105
Темпы роста, %		33%	28%	23%	18%	15%	12%	10%	8%	6%	5%	4%
Выручка от подписки и прочие, млн USD	75	88	99	110	119	127	134	140	145	149	152	154
Темпы роста, %		16%	13%	11%	8%	7%	5%	4%	3%	3%	2%	2%
Всего выручка, млн USD	561	731	920	1 117	1 313	1 499	1 671	1 825	1 960	2 077	2 176	2 259
Темпы роста, %		30%	26%	21%	17%	14%	11%	9%	7%	6%	5%	4%

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

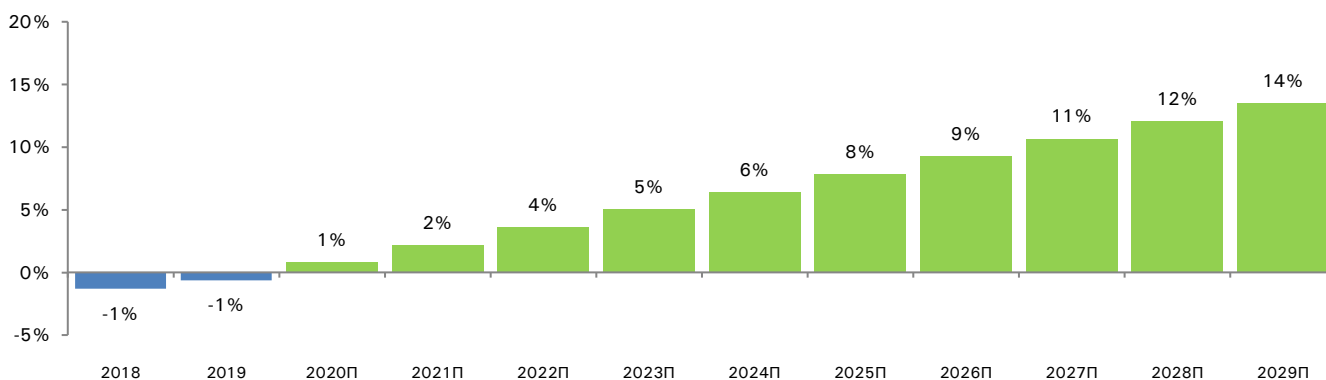
График 5. Прогноз темпов роста Shift4 Payments



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

2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений в 14%, что ниже среднеотраслевых значений в 23,1%. В 2019 году показатели EBIT-маржи были равны -0,8%, а по итогам 1 квартала компания получила операционную прибыль и маржу в 4%. В дальнейшем мы предполагаем, что показатели достигнут значения 14% в течение прогнозных 10 лет, что ниже среднеотраслевых значений в 23,1%. Такой прогноз построен на фоне непостоянности себестоимости компании, так как она растет с учетом роста объема сквозных платежей. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет вырастут с 2,3% до 4%, что равняется среднеотраслевым показателям. Исходя из нашего прогноза в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$563 млн.

График 6. 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 6,1%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 49% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (\$324 млн) и зрелого (\$2,268 млрд) периода, составит \$2,665 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга в \$719 млн, поступления от IPO в \$300 млн и наличность на счетах в \$70 млн, собственный капитал Shift4 Payments можно оценить в \$2,317 млрд.

Учитывая 80,4 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$28. Потенциал к верхней границе IPO в \$21 составляет 33%.

Иллюстрация 4. Модель оценки Shift4 Payments методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
темпы роста выручки, %		30%	26%	21%	17%	14%	11%	9%	7%	6%	5%	4%	3,0%
(+) Выручка	561	731	920	1 117	1 313	1 499	1 671	1 825	1 960	2 077	2 176	2 259	2 327
(x) Операционная маржа	-1%	-1%	1%	2%	4%	5%	6%	8%	9%	11%	12%	14%	14%
(=) EBIT	-7	-5	7	25	47	75	108	143	182	222	263	305	314
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	0	1	5	9	15	22	29	36	44	53	61	63
(=) NOPLAT	-7	-5	6	20	38	60	86	115	145	177	210	244	251
(-) чистые реинвестиции	6	17	22	29	37	44	52	60	68	76	83	90	124
(=) FCFF	(13)	(21)	(17)	(10)	1	16	34	54	77	101	127	154	128
FCFF маржа, %	-2,3%	-2,9%	-1,8%	-0,9%	0,1%	1,1%	2,0%	3,0%	3,9%	4,9%	5,8%	6,8%	
(x) фактор дисконтирования			0,94x	0,89x	0,83x	0,79x	0,74x	0,70x	0,66x	0,62x	0,58x	0,55x	
PV FCF			(16)	(8)	1	12	25	38	51	63	74	84	
Терминальная стоимость													4 125
PV Терминальной стоимости													2 268
Имплицированные переменные модели	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	
Выручка/капитал, x	3,44x	3,91x	4,22x	4,36x	4,34x	4,20x	3,98x	3,72x	3,45x	3,17x	2,91x		
Инвестированный капитал	213	235	264	301	345	398	458	526	602	686	776		
Чистое реинвестирование, %	-362%	389%	149%	97%	74%	61%	53%	47%	43%	40%	37%		49%
Реинвестирование к выручке, %	2,3%	2,4%	2,6%	2,8%	3,0%	3,1%	3,3%	3,5%	3,7%	3,8%	4,0%		
ROIC, %	-2%	2%	7%	13%	17%	22%	25%	28%	29%	31%	31%		6,1%
Маржа NOPLAT, %	-1%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	9%	10%	11%		
Расчет WACC			2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	
Безрисковая ставка			0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	
Бета послерыноговая			1,03	1,03	1,02	1,02	1,02	1,01	1,01	1,01	1,01	1,00	
Премия за риск инвестирования			6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
Стоимость собственного капитала			6,9%	6,9%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,7%	6,7%	
Ставка долга, до налогов			5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	
Ставка долга, после налогов			4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	
СК/Стоимость компании			76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	
Долг/Стоимость компании			24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	
Средневзвешенная стоимость капитала			6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	
Кумулятивная стоимость капитала			0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	
Оценка капитала, млн USD													
(=) Стоимость в прогнозном периоде			324										
(+) Стоимость в терминальном периоде			2 268										
(x) Коэффициент на дату оценки			1,03x										
(=) EV			2 665										
(-) Долг (вкл. операционную аренду)			719										
(+) Наличность			70										
(+) Поступления от IPO			300										
(-) Стоимость выпущенных опционов			0										
(=) Оценка собственного капитала			2 317										
Рыночная капитализация			1 689										
Целевая цена на акцию, USD			28,0										
Максимум диапазона на IPO, USD			21										
Потенциал роста, %			33%										

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

Риски: конкуренция, партнеры и сбои в платформе

Конкуренция. Отрасли финансовых услуг, платежей и платежных технологий являются высококонкурентными, а платежные услуги и решения Shift4 Payments конкурируют со всеми формами финансовых услуг и платежных систем: PayPal, Visa, Wirecard, Global Payments и др.

Партнерские отношения. Компания частично зависит от своих партнерских отношений, в случае если компания не сможет их поддерживать, то бизнес может пострадать.

Сбои в платформе. У компании могут возникнуть сбои в платформе из-за дефектов в ПО, вирусов, задержки в обновлении ПО, что может привести к оттоку клиентов.

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.
