

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

# Buy

Warner Music Group (WMG)

 Потенциал роста: **29%**

 Целевая цена: **\$33,4**

 Диапазон размещения: **\$23-\$26**

## РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Музыка

оценка перед IPO

## IPO WMG: возвращение крупного лейбла на рынок



WARNER MUSIC GROUP

Выручка, 6M20 (млн USD)	2 327
EBIT, 6M20 (млн USD)	116
Прибыль, 6M20 (млн USD)	48
Чистый долг, 6M20 (млн USD)	2 499

P/E, 2020 (x)	—
P/S, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	5

Капитализация IPO (млрд USD)	12,495
Акции после IPO (млн шт)	510
Акции к размещению (млн шт)	70
Объем IPO (млрд USD)	1,715
Минимальная цена IPO (USD)	23
Максимальная цена IPO (USD)	26
Целевая цена (USD)	33,4
Дата IPO	2 июня

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

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) | bekteмиров@ffin.kz

**2 июня состоится IPO компании 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.

### Обновленный прогноз от Goldman Sachs от 14 мая 2020 года.

На фоне пандемии компания изменила свои прогнозы на 2020 год. Например, прогноз по доходу от подписки снизился на \$2,2 млрд, до \$18,3 млрд, но при этом был повышен прогноз по количеству пользователей с 397 млн до 416 млн. Тем не менее компания увеличила свой прогноз к 2030 году, повысив его на \$3,6 млрд, до \$23,3 млрд. В целом в 2020 году Goldman ожидает, что доходы всей музыкальной индустрии сократятся на 25%, а доходы от концертов - на 75%. Тем не менее, согласно опросу, 79% фанатов планируют вновь посетить концерты после снятия карантина. Общий доход по отрасли, согласно прогнозам Goldman Sachs, может составить \$142 млрд против \$77 млрд в 2019 году.

### 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. На фоне пандемии у компании наблюдается замедление роста выручки до 1%. Валовая маржа с 2017 года демонстрирует рост с 46% в 2017 году до 48% за 6M2020 года. Показатели EBIT выросли с 6% в 2017 году до 8% в 2019 ФГ и снизились до 5% за 6M2020 года. Расходы за период с 2017 г. по 1 полугодие 2020 ФГ снизились: себестоимость - с 54% до 51,6%, амортизация - с 5,6% до 4%, при этом SG&A вырос с 34,2% до 39,4%.

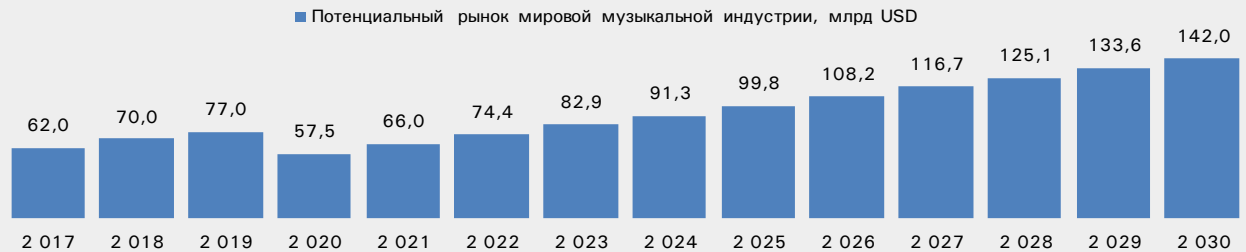
**Апсайд в 29% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFE проецирует оценку собственного капитала в \$17,404 млрд при целевой цене в \$33,4 на 1 простую акцию с потенциалом роста 29%**

## Warner Music Group Corp: финансовые показатели

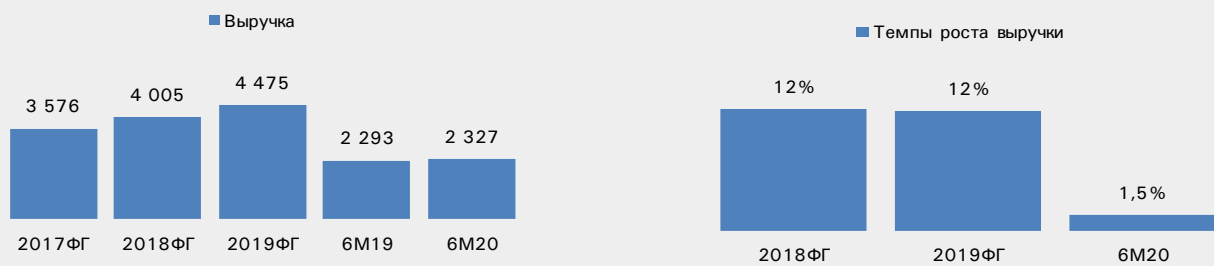
Отчет о прибыли, млн USD	2017ФГ	2018ФГ	2019ФГ	6M20	Балансовый отчет, млн USD	2018ФГ	2019ФГ	6M20
<b>Выручка</b>	<b>3576</b>	<b>4005</b>	<b>4475</b>	<b>2327</b>	Наличность	514	619	484
Себестоимость	1931	2171	2401	1200	Дебиторская задолженность	447	775	763
<b>Валовая прибыль</b>	<b>1645</b>	<b>1834</b>	<b>2074</b>	<b>1127</b>	ТМЗ	42	74	65
SG&A	1222	1411	1510	917	Роялти	123	170	189
Амортизация	201	206	208	94	Активы для продажи	50	53	82
<b>ЕБИТДА</b>	<b>473</b>	<b>478</b>	<b>625</b>	<b>248</b>	<b>Текущие активы</b>	<b>1176</b>	<b>1691</b>	<b>1583</b>
Амортизация	251	261	269	132	Роялти	153	208	232
<b>ЕБИТ</b>	<b>222</b>	<b>217</b>	<b>356</b>	<b>116</b>	ОС	229	300	294
Погашение долга	(35)	(31)	(7)	0	Активы в аренду	0	0	281
Процентные расходы	(149)	(138)	(142)	(66)	Гудвилл	1692	1761	1761
Прочие доходы/расходы	(40)	394	60	(9)	НМА (аморт)	1851	1723	1644
<b>Доналоговая прибыль</b>	<b>(2)</b>	<b>442</b>	<b>267</b>	<b>41</b>	НМА (не аморт)	154	151	151
Доналоговая прибыль	151	(130)	(9)	7	Отложенный налог	11	38	55
<b>Чистая прибыль</b>	<b>149</b>	<b>312</b>	<b>258</b>	<b>48</b>	Прочие активы	78	145	123
					<b>Долгосрочные активы</b>	<b>4168</b>	<b>4326</b>	<b>4541</b>
					<b>Активы</b>	<b>5344</b>	<b>6017</b>	<b>6124</b>
<b>Рост и маржа (%)</b>	<b>2017ФГ</b>	<b>2018ФГ</b>	<b>2019ФГ</b>	<b>6M20</b>	Кредиторская задолженность	281	260	246
Темпы роста выручки	-	12%	12%	1%	Роялти	1396	1567	1591
Темпы роста ЕБИТДА	-	-	-	-	Начисленные обязательства	423	492	564
Темпы роста ЕБИТ	-	-	-	-	Начисленные проценты	31	34	34
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	-	Аренда	0	0	39
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	-	Отложенный доход	208	180	167
Валовая маржа	46%	46%	46%	48%	Прочие обязательства	34	286	91
ЕБИТДА маржа	13%	12%	14%	11%	<b>Текущие обязательства</b>	<b>2373</b>	<b>2819</b>	<b>2732</b>
ЕБИТ маржа	6%	5%	8%	5%	Долг	2819	2974	2983
NOPLAT маржа	-	-	-	-	Аренда	0	0	312
Маржа чистой прибыли	4%	8%	6%	2%	Отложенный налог	165	172	154
					Прочие обязательства	307	321	228
					<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>3291</b>	<b>3467</b>	<b>3677</b>
<b>Cash Flow, млн USD</b>	<b>2017ФГ</b>	<b>2018ФГ</b>	<b>2019ФГ</b>	<b>6M20</b>	<b>Всего обязательства</b>	<b>5664</b>	<b>6286</b>	<b>6409</b>
<b>CFO</b>	<b>535</b>	<b>425</b>	<b>400</b>	<b>164</b>	<b>Конвертируемые акции</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
D&A	251	261	269	132	<b>Капитал</b>	<b>-320</b>	<b>-269</b>	<b>-285</b>
					<b>Обязательства и собственный капитал</b>	<b>5344</b>	<b>6017</b>	<b>6124</b>
<b>CFI</b>	<b>(126)</b>	<b>405</b>	<b>(376)</b>	<b>(51)</b>				
CapEx	(44)	(74)	(104)	(28)	<b>Поэлементный анализ ROIC</b>	<b>2018ФГ</b>	<b>2019ФГ</b>	<b>6M20</b>
					Маржа NOPLAT, %	-	-	-
<b>CFE</b>	<b>(128)</b>	<b>(955)</b>	<b>88</b>	<b>(245)</b>	ICFO, x	-	-	-
					ACFO, x	-	-	-
<b>Денежный поток</b>	<b>288</b>	<b>(133)</b>	<b>105</b>	<b>(135)</b>	ROIC, %	-	-	-
Наличность на начало года	359	647	514	619	Себестоимость/выручка, %	54%	54%	52%
Наличность на конец года	647	514	619	484	Операционные издержки/выручка, %	-94%	-95%	-92%
					WCFO, x	-	-	-
					FATO, x	-	-	-
<b>Справочные данные</b>	<b>2017ФГ</b>	<b>2018ФГ</b>	<b>2019ФГ</b>	<b>6M20</b>				
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	-	<b>Ликвидность и структура капитала</b>	<b>2018ФГ</b>	<b>2019ФГ</b>	<b>6M20</b>
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	-	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	-	Текущая ликвидность, x	0,50	0,60	0,58
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	-	Долг/общая капитализация, %	-	-	-
EV, USD	-	-	-	-	Долг/активы, %	53%	49%	49%
Капитальные инвестиции, USD	44	74	104	28	Долг/собственные средства, x	5,48	4,80	6,16
Рабочий капитал, USD	-	-	-	-	Долг/IC, %	-	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	-	-	Собственные средства/активы, %	10%	10%	8%
BV, USD	-	-	-	-	Активы/собственный капитал, x	-	-	-
Инвестированный капитал	-	-	-	-				
EPS, USD на акцию	-	-	-	-	<b>Мультипликаторы</b>	<b>2018ФГ</b>	<b>2019ФГ</b>	<b>6M20</b>
					P/B, x	-	-	-
					P/E, x	-	-	-
					P/S, x	-	-	-
					EV/ЕБИТДА, x	-	-	-
					EV/S, x	-	-	-

## Warner Music Group Corp: ключевые цифры

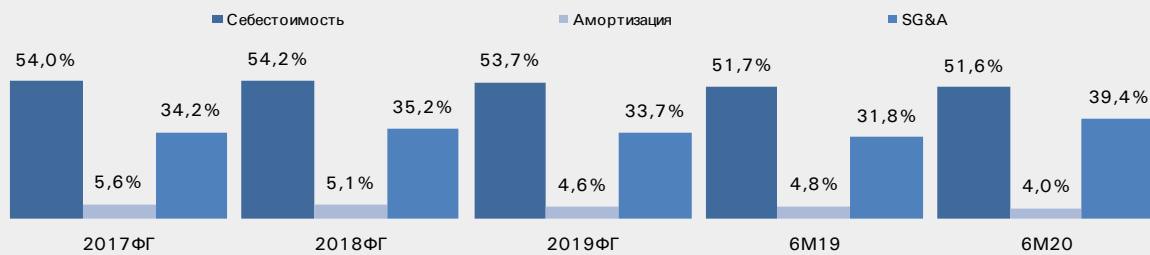
### Потенциальный рынок



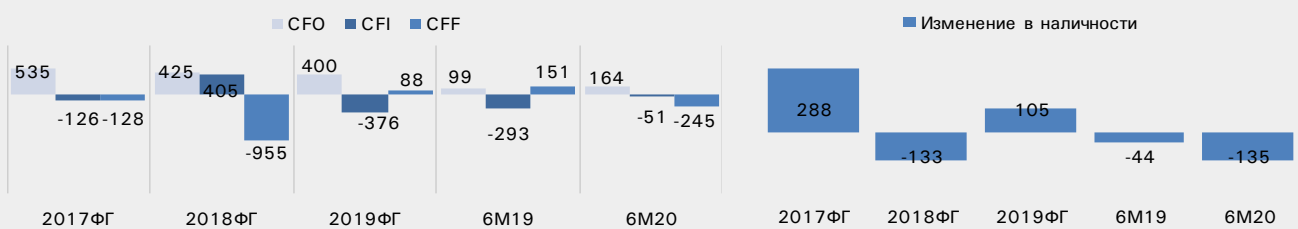
### Выручка и темпы роста



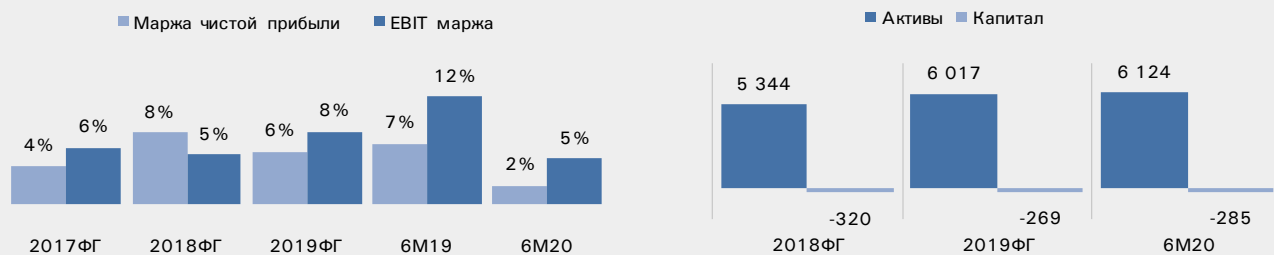
### Расходы и их структура



### 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 потокового вещания музыки 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.

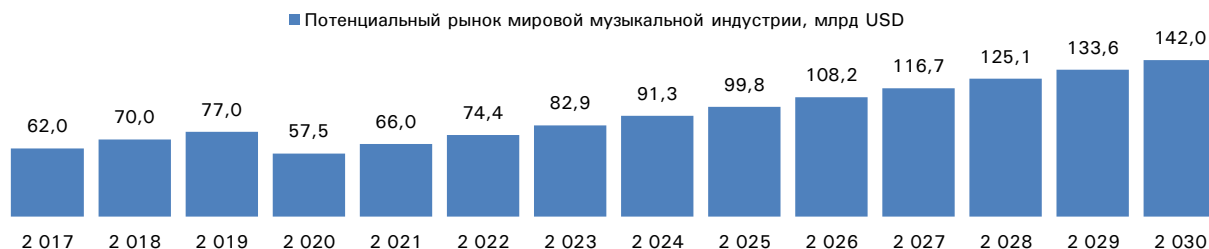
**Обновленный прогноз от Goldman Sachs от 14 мая 2020 года.** На фоне пандемии компания изменила свои прогнозы на 2020 год.

Например, прогноз по доходу от подписки снизился на \$2,2 млрд, до \$18,3 млрд, но при этом был повышен прогноз по количеству пользователей с 397 млн до 416 млн. Тем не менее компания увеличила свой прогноз к 2030 году, повысив его на \$3,6 млрд до \$23,3 млрд.

В целом в 2020 году Goldman ожидает, что доходы всей музыкальной индустрии сократятся на 25%, а доходы от концертов - на 75%. Тем не менее, согласно опросу, 79% фанатов планируют вновь посетить концерты после снятия карантина.

Общий доход по отрасли, согласно прогнозам Goldman Sachs, может составить \$142 млрд против \$77 млрд в 2019 году.

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.

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.

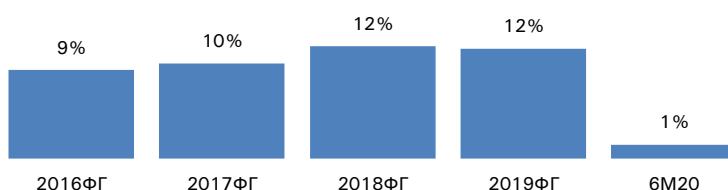
WMG объявила о самой большой квартальной выручке за 16 лет – \$1,256 млрд, чистая прибыль составила \$122 млн.

**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. На фоне пандемии у компании наблюдается замедление роста выручки до 1%. Компания также сотрудничает с Spotify и Apple в лицензионном соглашении, которое в последний год принесло 27% всей выручки компании.

График 2. Темпы роста, %

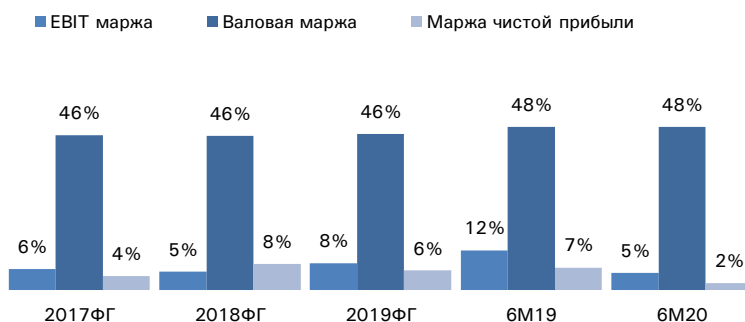


Источник: на основе данных компании

**Основные показатели маржинальности бизнеса.** Валовая маржа с 2017 года демонстрирует рост с 46% в 2017 году до 48% за 6М2020 года.

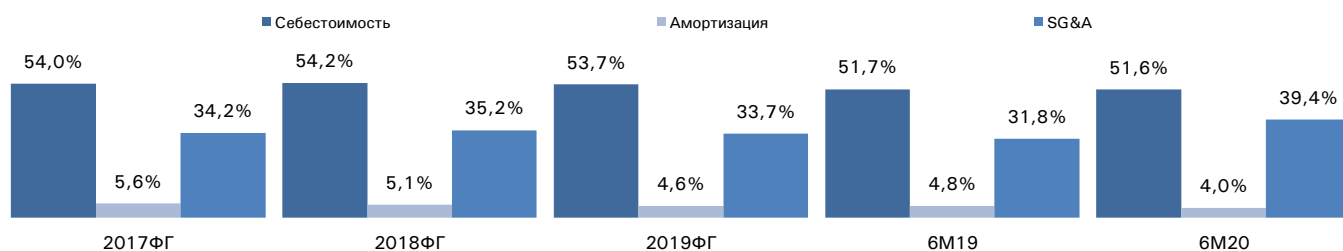
Показатели EBIT выросли с 6% в 2017 году до 8% в 2019ФГ и снизились до 5% за 6М2020 года. Расходы за период с 2017 г. по 1 полугодие 2020 ФГ снизились: себестоимость - с 54% до 51,6%, амортизация - с 5,6% до 4%, при этом SG&A вырос с 34,2% до 39,4%.

График 3. Основные индикаторы маржинальности бизнеса, %



Источник: на основе данных компании

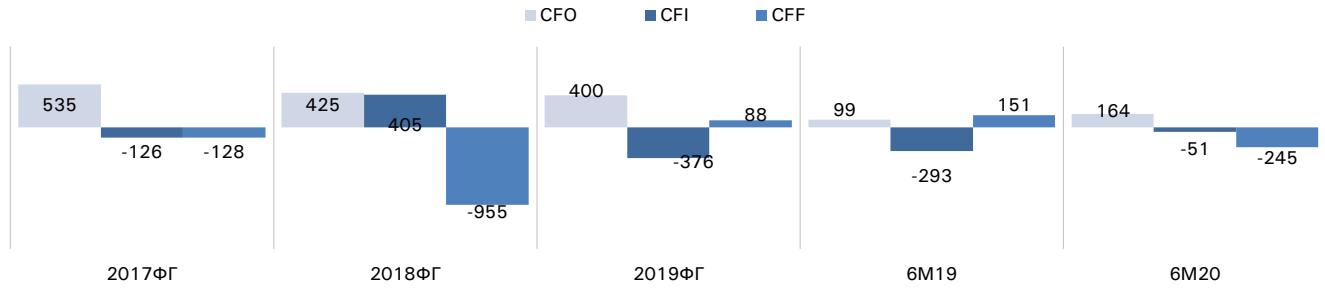
График 4. Структура расходов Warner Music Group Corp с 2017 г. по 1 полугодие 2020 ФГ.



Источник: на основе данных компании

**Денежный поток.** У компании довольно сильный операционный денежный поток, который на протяжении последних 3,5 лет демонстрирует стабильно положительные результаты.

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



Источник: на основе данных компании



## Оценка Warner Music Group: потенциал рынка и текущие тренды проецируют оценку в \$17,404 млрд

**1. На фоне пандемии коронавируса музыкальная индустрия испытывает проблемы в 2020 году, но при этом ожидается быстрое восстановление после снятия карантина.** Goldman Sachs в последнем обновленном репорте снизил прогнозы по музыкальной индустрии до \$57,5 млрд, сокращение темпов роста составило 25%.

Такую же картину можно наблюдать и в Warner Music: после роста с 9% в 2016 году до 12% в 2019 году в 1 полугодии 2020 ФГ наблюдается сильное замедление до 1%.

Тем не менее Goldman Sachs довольно оптимистично оценивает потенциал рынка после окончания пандемии, ожидая рост всего сектора с \$57,5 млрд в 2020 году до \$142 млрд в 2030 году (рост рынка за 10 лет в 2,5 раза).

На этом фоне мы ожидаем также восстановление темпов роста Warner Music Group, так как растущий спрос в долгосрочной перспективе остается. Например, 79% людей готовы посетить концерты после снятия карантина, также появились новые возможности лицензирования (например, TikTok). Еще одной неплохой новостью стала договоренность между Warner Music и Spotify, которая положила конец многолетним переговорам между потоковой компанией и лейблом.

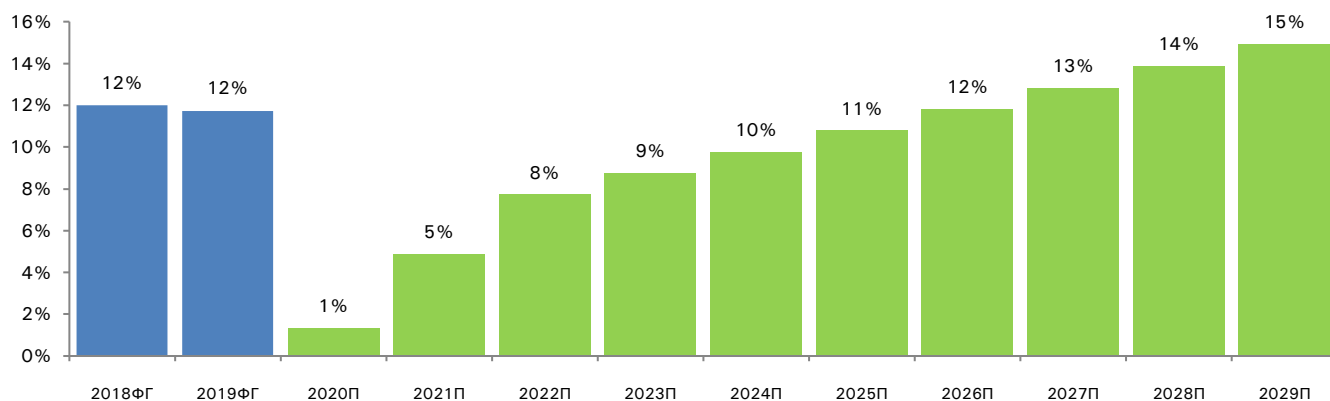
**С учетом всех вводных данных, мы ожидаем рост выручки с 1% в 2020 прогнозируемом году до 15% к 2029 прогнозируемому году. Выручка компании вырастет с \$4,483 млрд до \$11,174 млрд, при этом доля рынка компании вырастет с 6% в 2019 году до 8% к 2029 году.**

Иллюстрация 2. Модель выручки Warner Music Group

Модель выручки из целевого рынка	2017ФГ	2018ФГ	2019ФГ	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Целевой рынок, млрд USD	62	70	77	57,5	66,0	74,4	82,9	91,3	99,8	108,2	116,7	125,1	133,6
Темпы роста, %		13%	10%	-25%	15%	13%	11%	10%	9%	8%	8%	7%	7%
Звукозапись, млн USD	3020	3360	3840	3 878	4 072	4 398	4 788	5 253	5 808	6 472	7 267	8 222	9 373
Темпы роста, %		11%	14%	1%	5%	8%	9%	10%	11%	11%	12%	13%	14%
Вещание, млн USD	572	653	643	656	682	723	781	859	962	1 097	1 272	1 501	1 801
Темпы роста, %		14%	-2%	2%	4%	6%	8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%
<b>Всего выручка, млн USD</b>	<b>3 592</b>	<b>4 013</b>	<b>4 483</b>	<b>4 534</b>	<b>4 754</b>	<b>5 121</b>	<b>5 569</b>	<b>6 112</b>	<b>6 770</b>	<b>7 569</b>	<b>8 539</b>	<b>9 723</b>	<b>11 174</b>
Темпы роста, %		12%	12%	1%	5%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
Доля рынка Warner Music Group, %	6%	6%	6%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	8%	8%
Темпы роста, %		-1%	2%	35%	-9%	-5%	-2%	0%	1%	3%	5%	6%	8%

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

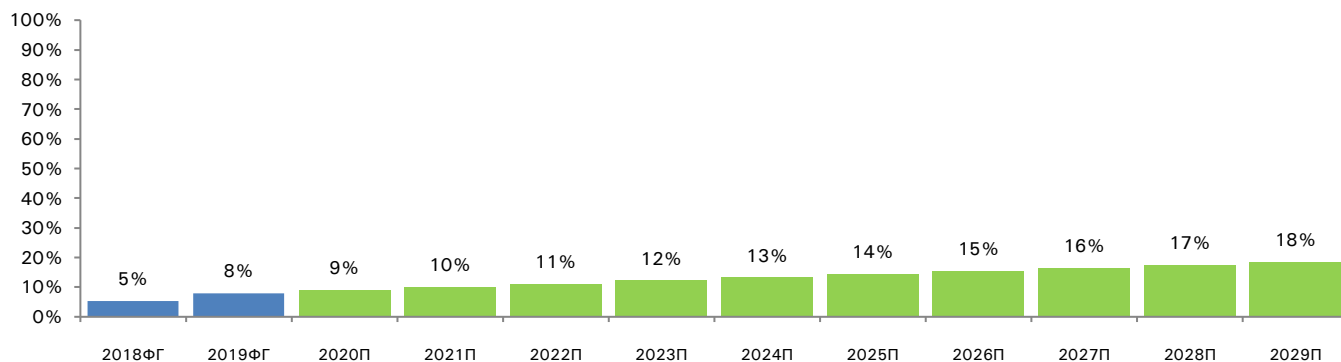
График 6. Прогноз темпов роста Warner Music Group



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

**2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений.** В 2019 ФГ показатели EBIT-маржи были равны 8%. В дальнейшем мы предполагаем, что показатели достигнут среднеотраслевых значений в 18% в течение прогнозных 10 лет. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет останутся на уровне 1,5%. Исходя из нашего прогноза в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$1,042 млрд.

График 8. 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 6,3%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 48% от NOPLAT.

**4. Финальный расчет стоимости и потенциала.** EV, или сумма стоимости прогнозного (\$4,729 млрд) и зрелого (\$14,825 млрд) периода, составит \$20,078 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга в \$3,159 млрд и наличность на счетах в \$484 млн, собственный капитал Warner Music Group можно оценить в \$17,404 млрд.

Учитывая 510 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$33.7. Потенциал к верхней границе IPO в \$26 составляет 30%.

Компания не получит выручки от данного размещения, так как акции продают акционеры компании.

## Иллюстрация 3. Модель оценки Warner Music Group методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2018ФГ	2019ФГ	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
темпа роста выручки, %		67%	56%	46%	37%	28%	21%	16%	11%	8%	6%	4%	3,0%
(+) Выручка	65	108	169	247	338	434	527	610	679	735	779	811	836
(x) Операционная маржа	-12%	3%	3%	5%	8%	10%	12%	14%	16%	18%	21%	23%	23%
(=) EBIT	-8	3	5	13	26	42	63	86	110	135	160	184	192
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	0	1	3	5	8	13	17	22	27	32	37	38
(=) NOPLAT	-8	3	4	11	20	34	50	69	88	108	128	147	153
(-) чистые реинвестиции	18	12	18	24	30	36	40	42	42	40	37	32	69
(=) FCFF	(26)	(9)	(13)	(13)	(10)	(2)	10	27	46	68	91	115	84
FCFF маржа, %	-39,4%	-8,3%	-7,8%	-5,4%	-3,0%	-0,5%	1,9%	4,4%	6,8%	9,3%	11,7%	14,2%	
(x) фактор дисконтирования		0,93x	0,87x	0,82x	0,77x	0,72x	0,72x	0,67x	0,63x	0,59x	0,55x	0,52x	
PV FCF			(12)	(12)	(8)	(2)	7	18	29	40	50	59	
Терминальная стоимость													2 298
PV Терминальной стоимости													1 187
<b>Имплицированные переменные модели</b>	<b>2018ФГ</b>	<b>2019ФГ</b>	<b>2020П</b>	<b>2021П</b>	<b>2022П</b>	<b>2023П</b>	<b>2024П</b>	<b>2025П</b>	<b>2026П</b>	<b>2027П</b>	<b>2028П</b>	<b>2029П</b>	
Выручка/капитал, x		2,62x	2,87x	2,98x	2,98x	2,91x	2,78x	2,64x	2,49x	2,35x	2,23x	2,12x	
Инвестированный капитал		41	59	83	113	149	189	231	273	313	350	382	
Чистое реинвестирование, %		386%	403%	225%	149%	107%	80%	61%	47%	37%	29%	22%	45%
Реинвестирование к выручке, %		11,2%	10,4%	9,7%	9,0%	8,3%	7,6%	6,9%	6,1%	5,4%	4,7%	4,0%	
ROIC, %		8%	7%	13%	18%	23%	26%	30%	32%	35%	37%	39%	6,7%
Маржа NOPLAT, %		3%	3%	4%	6%	8%	10%	11%	13%	15%	16%	18%	
<b>Расчет WACC</b>			<b>2020П</b>	<b>2021П</b>	<b>2022П</b>	<b>2023П</b>	<b>2024П</b>	<b>2025П</b>	<b>2026П</b>	<b>2027П</b>	<b>2028П</b>	<b>2029П</b>	
Безрисковая ставка			1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	
Бета послерыноговая			1,06	1,05	1,05	1,04	1,04	1,03	1,02	1,02	1,01	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%	
<b>Стоимость собственного капитала</b>			<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	
Ставка долга, до налогов			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
<b>Ставка долга, после налогов</b>			<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	
СК/Стоимость компании			100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
Долг/Стоимость компании			0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
<b>Средневзвешенная стоимость капитала</b>			<b>7,0%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	
Кумулятивная стоимость капитала			0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x	
<b>Оценка капитала, млн USD</b>													
(=) Стоимость в прогнозном периоде													170
(+) Стоимость в терминальном периоде													1 187
(x) Коэффициент на дату оценки													1,06x
<b>(=) EV</b>													<b>1 444</b>
(-) Долг (вкл. операционную аренду)													3
(+) Наличность													158
(+) Поступления от IPO													150
(-) Стоимость выпущенных опционов													48
<b>(=) Оценка собственного капитала</b>													<b>1 701</b>
Рыночная капитализация													1 252
<b>Целевая цена на акцию, USD</b>													<b>24,0</b>
Максимум диапазона на IPO, USD													18
Потенциал роста, %													33%
<b>Уровни оценки по P/S</b>	<b>2019</b>	<b>F20П</b>	<b>F21П</b>										
Оценка по модели FCFF	15,7x	10,1x	6,9x										
Оценка по верхней границе IPO	11,6x	7,4x	5,1x										
Оценка из кривой аналогов	17,1x												

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

## 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.

---