

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Unity Software Inc (U)

 Потенциал роста: **32%**

 Целевая цена: **\$55,6**

 Диапазон размещения: **\$34-\$42**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | ПО

оценка перед IPO

IPO U: платформа для создания 3D-контента



Выручка, 2Q2020 (млн USD)	351
EBIT, 2Q2020 (млн USD)	-52
Прибыль, 2Q2020 (млн USD)	-54
Чистый долг, 2Q2020 (млн USD)	0

P/E, 2020 (x)	—
P/S, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-15

Капитализация IPO (млрд USD)	10
Акции после IPO (млн шт)	263,4
Акции к размещению (млн шт)	25
Объем IPO (млн USD)	950
Минимальная цена IPO (USD)	34
Максимальная цена IPO (USD)	42
Целевая цена (USD)	55,6
Дата IPO	17 сентября

 Динамика акций | биржа/тикер U/NVSE

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

17 сентября состоится IPO компании Unity Software Inc. Компания является разработчиком платформы для создания и управления интерактивным 3D-контентом в режиме реального времени. Платформа компании используется разработчиками игр, автомобильными дизайнерами, кинематографистами и другими пользователями. Андеррайтерами размещения выступают Goldman Sachs, Credit Suisse, BofA Securities, Barclays и William Blair.

Решение Unity Software Inc. Решения компании помогают авторам разрабатывать, запускать и монетизировать интерактивный 2D- и 3D-контент в реальном времени. Платформа предоставляет пользователям различные инструменты для работы, такие как рендеринг, графические, анимационные, звуковые и пользовательские инструменты. Пользователи могут перетаскивать изображения, текстуры, звуки в рабочее пространство, где могут компоновать его сцены с объектами, такими как трехмерные персонажи, здания, автомобили и др. К объектам также можно добавить различные компоненты, например, физику, чтобы разрабатываемый объект вел себя так же, как и в реальном мире, другие компоненты могут добавить анимацию, реалистичность и движение. Редактор доступен на операционных системах Windows, Mac, iOS, Android, PlayStation, Xbox, Nintendo Switch и других ведущих платформах.

Пользовательская база и достижения платформы Unity. По состоянию на 30 июня 2020 года у компании было 1,5 млн активных пользователей в более 190 странах. В 2019 году разработанные различные приложения и игры были скачаны более 3 млрд раз в месяц на более 1,5 млрд устройств. По оценкам компании, в 2019 году 53% из 1000 лучших мобильных игр в Apple Store и Google Play, игр для ПК и консольных игр были созданы на платформе Unity. Среди крупных клиентов компании можно отметить Electronic Arts, Nintendo, Take-Two Interactive, Tencent и Zynga.

Потенциальный рынок. Компания оценивает свой адресный рынок в \$33 млрд. Возможности на рынке компания разделяет на игры и отрасли, которые выходят за рамки игр.

Акционеры компании. Акционеры компании - Sequoia Capital с долей в 24,1% (21,8% - доля после IPO), Silver Lake с долей в 18,2% (16,4% - доля после IPO), JA Technologies ApS с долей в 8% (7,2% - доля после IPO) и D1 Capital Partners Master LP с долей в 5,3% (4,8% - доля после IPO).

Апсайд в 32% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$14,842 млрд при целевой цене в \$55,6 на 1 простую акцию с потенциалом роста 32%.

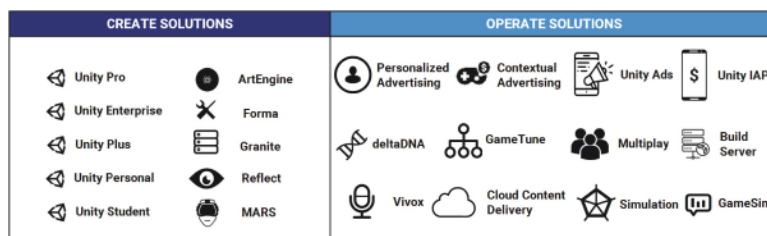
Unity Software Inc: ключевые факты

О компании Unity Software Inc. Компания является разработчиком платформы для создания и управления интерактивным 3D-контентом в режиме реального времени. Платформа компании используется разработчиками игр, автомобильными дизайнерами, кинематографистами и другими пользователями.

Акционеры компании - Sequoia Capital с долей в 24,1% (21,8% - доля после IPO), Silver Lake с долей в 18,2% (16,4% - доля после IPO), JA Technologies ApS с долей в 8% (7,2% - доля после IPO) и D1 Capital Partners Master LP с долей в 5,3% (4,8% - доля после IPO).

Решение Unity Software Inc. Решения компании помогают авторам разрабатывать, запускать и монетизировать интерактивный 2D- и 3D-контент в реальном времени.

Иллюстрация 1. Продукты компании



Источник: на основе данных компании

Платформа предоставляет пользователям различные инструменты для работы, такие как рендеринг, графические, анимационные, звуковые и пользовательские инструменты. Пользователи могут перетаскивать изображения, текстуры, звуки в рабочее пространство, где могут компоновать его сцены с объектами, такими как трехмерные персонажи, здания, автомобили и др.

К объектам также можно добавить различные компоненты, например, физику, чтобы разрабатываемый объект вел себя так же, как и в реальном мире, другие компоненты могут добавить анимацию, реалистичность и движение.

Редактор доступен на операционных системах Windows, Mac, iOS, Android, PlayStation, Xbox, Nintendo Switch и других ведущих платформах.

Пользовательская база и достижения платформы Unity. По состоянию на 30 июня 2020 года у компании было 1,5 млн активных пользователей в более 190 странах.

В 2019 году разработанные различные приложения и игры были скачаны более 3 млрд раз в месяц на более 1,5 млрд устройств.

По оценкам компании, в 2019 году 53% из 1000 лучших мобильных игр в Apple Store и Google Play, игр для ПК и консольных игр были созданы на платформе Unity.

Среди крупных клиентов компании можно отметить Electronic Arts, Nintendo, Take-Two Interactive, Tencent и Zynga.

Иллюстрация 2. Список игр, которые были созданы на платформе Unity Software

Title	Description
Arena of Valor	A multiplayer online battle-arena game published by Tencent Games
Honor of Kings	A Chinese language multiplayer online battle arena game published by Tencent Games
Iron Man VR	A shooter VR game published by Sony Interactive Entertainment
Ori and the Will of the Wisps	A platform-adventure PC and console game published by Xbox Game Studios
Pokémon GO	An augmented reality mobile game published by Niantic

The following represents a sample list of publishers that leverage our Operate Solutions for game operation and monetization:

Publisher	Description
Electronic Arts	Publisher of several hit game franchises including Apex Legends, Battlefield, FIFA, Madden NFL, Need for Speed and The Sims
Private Division, a wholly owned label of Take-Two Interactive Software, Inc.	Publisher of game series including Kerbal Space Program, The Outer Worlds, Ancestors: The Humankind Odyssey, and Disintegration
Tencent	Globally renowned technology company based in China
Ubisoft Mobile Games	Publisher of popular mobile games such as Assassin's Creed Rebellion, Just Dance Now and the Hungry Shark series.

Источник: на основе данных компании

Помимо отрасли игр, Unity Software работает с крупными компаниями.

Иллюстрация 3. Список крупных клиентов компании из других отраслей

Architecture, Engineering and Construction	Automotive, Transportation and Manufacturing	Film, Animation and Cinematics
Samsung SHoP Skanska	BMW Honda Volvo Cars	Fremantle Media Keyframe Studios

Источник: на основе данных компании

Потенциальный рынок и конкуренция. Компания оценивает свой адресный рынок в \$33 млрд. Возможности на рынке компания разделяет на игры и отрасли, которые выходят за рамки игр.

Оценка Unity Software: потенциал роста компании составляет свыше 32% с учетом консервативного прогноза

1. Замедление темпов роста выручки с 42% в 2019 году до 12% к 2029 прогнозируемому году. Для построения модели мы использовали данные по выручке от Create Solutions, Operate Solutions и выручку от партнерств.

Выручка от Create Solutions. В 2019 году темпы роста выручки от Create Solutions составили 34% и в 1ПГ 2020 года замедлились до 31%. Замедление темпов роста в 1ПГ 2020 года было связано с пандемией, которая вызвала замедление циклов продаж компании. Мы ожидаем, что в 2020 году темпы роста составят 30% с дальнейшим замедлением до 8% к 2029 прогнозируемому году. Выручка от Create Solutions вырастет со \$169 млн в 2019 году до \$775 млн к 2029 прогнозируемому году.

Выручка от Operate Solutions. В 2019 году темпы роста выручки от Operate Solutions составили 59% и в 1ПГ 2020 года замедлились до 58%. Мы ожидаем, что в 2020 году темпы роста составят 55% с дальнейшим замедлением до 13% к 2029 прогнозируемому году. Выручка от Operate Solutions вырастет с \$293 млн в 2019 году до \$3,677 млрд к 2029 прогнозируемому году.

Выручка от партнерств. В 2019 году темпы роста выручки от партнерств составили 13% и в 1ПГ 2020 года сократились на 14%. Замедление выручки связано с пандемией и отказом от решений компании некоторых партнеров. Мы ожидаем, что в 2020 году темпы роста составят 10%, так как пандемия постепенно идет на спад, что может помочь компании нарастить выручку от партнерств, затем последует дальнейшее замедление до 2% к 2029 прогнозируемому году. Выручка от партнерств вырастет с \$80 млн в 2019 году до \$135 млн к 2029 прогнозируемому году.

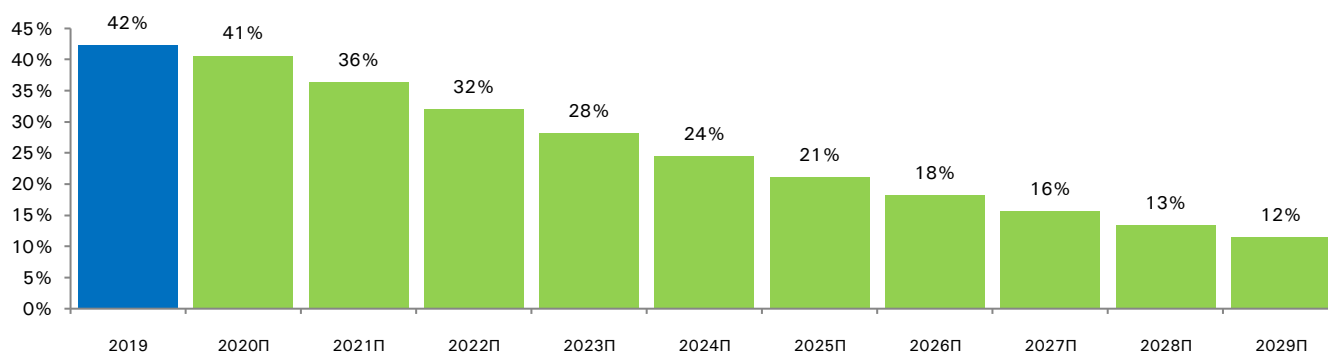
С учетом всех вводных данных мы заложили замедление темпов роста с 42% в 2020 ФГ до 41% к 2021 прогнозируемому году с дальнейшим снижением до 12% к 2029 прогнозируемому году, общая выручка компании вырастет с \$542 млн до \$4,587 млрд.

Иллюстрация 4. Модель выручки Unity Software

Модель выручки из целевого рынка	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Выручка от Create Solutions, млн USD	126	169	219	276	337	401	467	533	598	660	719	775
Темпы роста, %		34%	30%	26%	22%	19%	16%	14%	12%	10%	9%	8%
Выручка от Operate Solutions, млн USD	184	293	455	667	932	1247	1605	1997	2411	2836	3262	3677
Темпы роста, %		59%	55%	47%	40%	34%	29%	24%	21%	18%	15%	13%
Выручка от партнерств и другие, млн USD	71	80	88	96	103	109	115	120	125	129	132	135
Темпы роста, %		13%	10%	9%	7%	6%	5%	5%	4%	3%	3%	2%
Всего выручка, млн USD	381	542	762	1 039	1 372	1 758	2 187	2 650	3 134	3 625	4 113	4 587
Темпы роста, %		42%	41%	36%	32%	28%	24%	21%	18%	16%	13%	12%

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

График 1. Прогноз темпов роста Unity Software

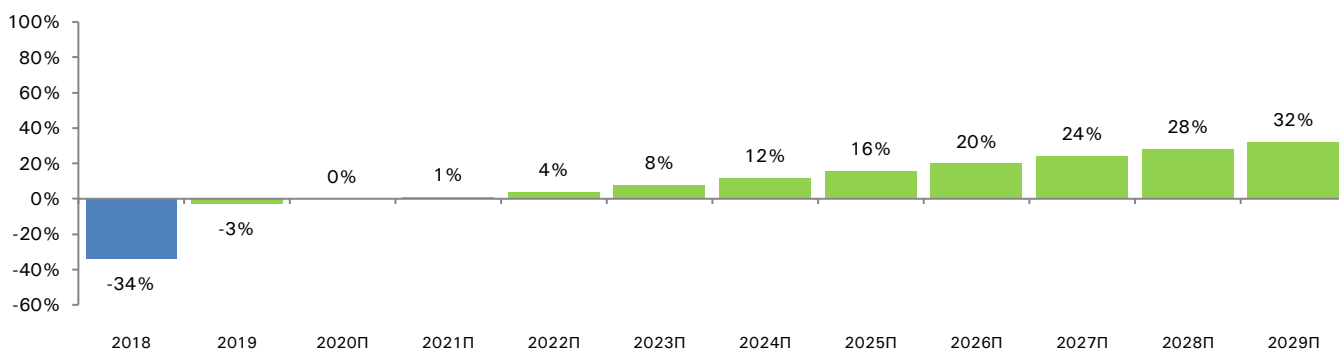


Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений в 32%.

В 2019 году показатели EBIT-маржи были равны -28%, после корректировок показатели маржи стали равны -2,8% (в 1ПГ 2020 г. показатели маржи выросли до -15%). Мы сделали консервативный прогноз маржи и приравняли к среднеотраслевым значениям в 32%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 27,7% до среднеотраслевых в 8%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$3,543 млрд.

График 2. 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 5,5%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 54% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (\$33 млн) и зрелого (\$14,183 млрд) периода, составит \$14,677 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга в \$371 млн, наличность на счетах в \$453 млн, поступления от IPO в \$950 млн и стоимость опционов в \$867 млн, собственный капитал Unity Software можно оценить в \$14,842 млрд.

Учитывая 263,36 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$55,6. Потенциал к верхней границе IPO в \$42 составляет 32%.

Иллюстрация 5. Модель оценки Unity Software методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
темпа роста выручки, %		42%	41%	36%	32%	28%	24%	21%	18%	16%	13%	12%	3,0%
(+) Выручка	381	542	762	1 039	1 372	1 758	2 187	2 650	3 134	3 625	4 113	4 587	4 725
(x) Операционная маржа	-34%	-3%	0%	1%	4%	8%	12%	16%	20%	24%	28%	32%	32%
(=) EBIT	-130	-15	1	10	50	136	258	419	623	867	1 151	1 469	1 535
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	0	0	1	10	27	52	84	125	173	230	294	307
(=) NOPLAT	-130	-15	1	9	40	109	206	335	498	694	921	1 175	1 228
(-) чистые реинвестиции	222	150	196	246	298	348	390	420	435	433	410	367	664
(=) FCFF	(352)	(165)	(195)	(237)	(258)	(239)	(184)	(85)	63	261	511	808	564
FCFF маржа, %		-30,4%	-25,6%	-22,8%	-18,8%	-13,6%	-8,4%	-3,2%	2,0%	7,2%	12,4%	17,6%	
(x) фактор дисконтирования			0,96x	0,91x	0,87x	0,83x	0,79x	0,75x	0,71x	0,68x	0,64x	0,64x	
PV FCF			(186)	(216)	(224)	(198)	(145)	(64)	45	177	327	518	
Терминальная стоимость													22 147
PV Терминальной стоимости													14 183
Имплицированные переменные модели		2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	
Выручка/капитал, x		0,93x	0,98x	1,02x	1,04x	1,05x	1,06x	1,07x	1,08x	1,08x	1,10x	1,24x	
Инвестированный капитал		580	775	1 022	1 320	1 668	2 058	2 478	2 914	3 346	3 756	3 713	
Чистое реинвестирование, %		-991%	25687%	2706%	741%	320%	189%	125%	87%	62%	45%	31%	54%
Реинвестирование к выручке, %		27,7%	25,7%	23,7%	21,8%	19,8%	17,8%	15,9%	13,9%	11,9%	10,0%	8,0%	
ROIC, %		-3%	0%	1%	3%	7%	10%	14%	17%	21%	25%	32%	5,5%
Маржа NOPLAT, %		-3%	0%	1%	3%	6%	9%	13%	16%	19%	22%	26%	
Расчет WACC		2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П		
Безрисковая ставка		0,68%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	
Бета послерычковая		0,80	0,82	0,84	0,86	0,88	0,90	0,92	0,94	0,96	1,00		
Премия за риск инвестирования		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Стоимость собственного капитала		4,7%	4,8%	4,9%	5,0%	5,1%	5,2%	5,3%	5,4%	5,5%	5,7%		
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		98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	
Долг/Стоимость компании		2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	
Средневзвешенная стоимость капитала		4,6%	4,7%	4,8%	4,9%	5,0%	5,1%	5,2%	5,3%	5,4%	5,5%		
Кумулятивная стоимость капитала		1,0x	1,0x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	
Оценка капитала, млн USD													
(=) Стоимость в прогнозируемом периоде													33
(+) Стоимость в терминальном периоде													14 183
(x) Коэффициент на дату оценки													1,03x
(=) EV													14 677
(-) Долг (вкл. операционную аренду)													371
(+) Наличность													453
(+) Поступления от IPO													950
(-) Стоимость выпущенных опционов													867
(=) Оценка собственного капитала													14 842
Рыночная капитализация													11 061
Целевая цена на акцию, USD													55,6
Максимум диапазона на IPO, USD													42
Потенциал роста, %													32%

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

Риски: клиенты, проблемы в платформе и конкуренция

Привлечение клиентов. Если компания не сможет привлекать новых клиентов или удерживать текущих, это может сказаться на дальнейшем росте компании и финансовом состоянии в будущем.

Проблемы в платформе. Сбои в работе платформы, снижение производительности могут отрицательно повлиять на бизнес компании и её репутацию.

Конкуренция. Компания сталкивается с конкуренцией на рынке, среди конкурентов компании числятся Unreal Engine (Epic Games) и Cocos2d (Chukong Technologies), Amazon, Facebook, Google, Microsoft и Tencent.

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.
