

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Udemu (UDMY)

 Потенциал роста: **30%**

 Целевая цена: **\$37,8**

 Диапазон размещения: **\$27–29**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Онлайн-обучение

Оценка перед IPO

IPO UDMY: платформа для онлайн-обучения



Выручка, 6M21 (млн USD)	251
EBIT, 6M21 (млн USD)	-27
Прибыль, 6M21 (млн USD)	-29
Чистый долг, 6M21 (млн USD)	0

P/E, 2021 (x)	—
P/S, 2021 (x)	—
EV/S, 2021 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-11

Капитализация IPO (млн USD)	3 847
Акция после IPO (млн шт.)	137,42
Акция к размещению (млн шт.)	14,5
Объем IPO (млн USD)	406
Минимальная цена IPO (USD)	27
Максимальная цена IPO (USD)	29
Целевая цена (USD)	37,8
Дата IPO	28 октября

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

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

28 октября пройдет IPO компании Udemu. Компания является платформой для онлайн-обучения. Андеррайтеры размещения – Morgan Stanley, J.P. Morgan, Citigroup, BofA Securities, Jefferies, Truist Securities.

О компании. Платформа предоставляет более 44 млн учащихся доступ к более чем 183 тысячам курсов на 75 языках в более чем 180 странах. Курсы компании нацелены на решение таких задач, как переподготовка, повышение квалификации в области технологии и бизнеса, деловые навыки (навыки общения, переговоры, лидерство) и личное развитие (музыка, рисование). Всего компания привлекла \$311,4 млн. Акционеры компании – Insight Partners, MIH Edtech Investments B.V, Norwest Venture Partners XII и Stripes III.

Решение компании. Платформа компании предоставляет более 17,7 тысячи бесплатных курсов. Данными курсами пользуются более 28 млн студентов. Также помимо бесплатных курсов компания предлагает подписку: Consumer – ежемесячная подписка для получения доступа к платным курсам. Enterprise – годовая подписка с определенной ценой (в зависимости от количества курсов). План Enterprise предоставляет такой же доступ, как и Team plan, но также дополняется инструментами администрирования, аналитическими сведениями, учебными пособиями и дополнительными курсами в рамках языковых курсов. Team plan предоставляет доступ к более чем 6 тысячам курсов по ставке от \$360 за место в группе от 5 до 20 человек. Udemu Business – у компании более 8600 клиентов по всему миру, в том числе 42 компании из списка Fortune 100. Платформа предлагает более 6 тысяч курсов, также курсы испанского, португальского, немецкого, японского и французского языков. Данное предложение компании нацелено на компании любого размера для поддержания профессионального роста сотрудников. По состоянию на 30 июня 2021 года каталог курсов UB включал более 74 тысяч часов технического контента и более 28 тысяч часов деловых, личных и профессиональных навыков. В среднем в 2021 году каждый месяц добавляется более 460 новых курсов.

Потенциальный рынок и конкуренция. Согласно данным HolonIQ, глобальный рынок онлайн- и офлайн-образования в 2019 году составил \$2,6 трлн в сфере высшего образования, корпоративного обучения и онлайн-обучения. Компания оценивает свой адресный рынок в \$223 млрд. Конкуренты на рынке – Pluralsight, LinkedIn Learning, Skillsoft, Coursera, edX, A Cloud Guru и Skillshare.

Апсайд в 30% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$5,194 млрд при целевой цене \$37,8 на одну простую акцию с потенциалом роста 30%.

Udemu: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2019	2020	6M21	Балансовый отчет, млн USD	2019	2020	6M21
Выручка	276	430	251	Наличность	49	175	163
Себестоимость	144	209	114	Наличность с ограничением	0	0	0
Валовая прибыль	133	221	137	Дебиторская задолженность	27	46	43
S&M	126	193	104	Прочие активы	4	6	13
R&D	34	51	30	Затраты на отсроченные контракты	5	10	15
G&A	40	51	30	Текущие активы	84	237	234
EBITDA	(59)	(62)	(21)	ОС	8	9	11
Амортизация	9	11	6	ПО	11	14	17
ЕБИТ	(68)	(73)	(27)	Наличность с ограничением	3	3	3
Процентные расходы/доходы	0	(1)	(0)	Затраты на отсроченные контракты	10	16	20
Прочие доходы/расходы	(0)	0	(1)	Прочие активы	2	3	3
Доналоговая прибыль	(68)	(74)	(28)	Долгосрочные активы	33	45	53
Налог	1	3	1	Активы	117	282	287
Чистая прибыль	(70)	(78)	(29)	Кредиторская задолженность	16	24	25
				Начисленные расходы	46	47	43
				Расходы на содержание	25	31	30
				Начисленная компенсация	10	20	12
				Отложенный доход	87	141	163
				Текущие обязательства	184	264	274
				Отложенный доход	1	1	1
				Прочие обязательства	3	4	4
				Долгосрочные обязательства	3	5	6
				Всего обязательства	187	269	279
				Конвертируемые акции	156	274	274
				Капитал	(226)	(261)	(267)
				Обязательства и собственный капитал	117	282	287
				Поэлементный анализ ROIC	2019	2020	6M21
				Маржа NOPLAT, %	-	-	-
				ICTO, x	-	-	-
				AICTO, x	-	-	-
				ROIC, %	-	-	-
				Себестоимость/выручка, %	-	-	-
				Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
				WCTO, x	-	-	-
				FATO, x	-	-	-
				Ликвидность и структура капитала	2019	2020	6M21
				ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
				Текущая ликвидность, x	0,46	0,90	0,85
				Долг/общая капитализация, %	-	-	-
				Долг/активы, %	-	-	-
				Долг/собственные средства, x	-	-	-
				Долг/IC, %	-	-	-
				Собственные средства/активы, %	-	-	-
				Активы/собственный капитал, x	-	-	-
				Мультипликаторы	2019	2020	6M21
				P/B, x	-	-	-
				P/E, x	-	-	-
				P/S, x	-	-	-
				EV/EBITDA, x	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-
Рост и маржа (%)	2019	2020	6M21				
Темпы роста выручки	-	56	24				
Темпы роста EBITDA	-	-	-				
Темпы роста ЕБИТ	-	-	-				
Темпы роста NOPLAT	-	-	-				
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-				
Валовая маржа	48	51	55				
ЕБИТDA-маржа	-21	-14	-8				
ЕБИТ-маржа	-25	-17	-11				
NOPLAT-маржа	-	-	-				
Маржа чистой прибыли	-25	-18	-12				
Cash Flow, млн USD	2019	2020	6M21				
CFO	(16)	10	(5)				
D&A	9	11	6				
CFI	15	(15)	(10)				
CapEx	(11)	(15)	(10)				
CFF	11	131	3				
Денежный поток	9	126	(12)				
Наличность на начало года	42	52	178				
Наличность на конец года	52	178	166				
Справочные данные	2019	2020	6M21				
Акции в обращении, млн шт.	-	-	-				
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-				
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-				
Рыночная капитализация, USD	-	-	-				
EV, USD	-	-	-				
Капитальные инвестиции, USD	11	15	10				
Рабочий капитал, USD	-	-	-				
Реинвестиции, USD	-	-	-				
BV, USD	-	-	-				
Инвестированный капитал	-	-	-				
EPS, USD на акцию	-	-	-				

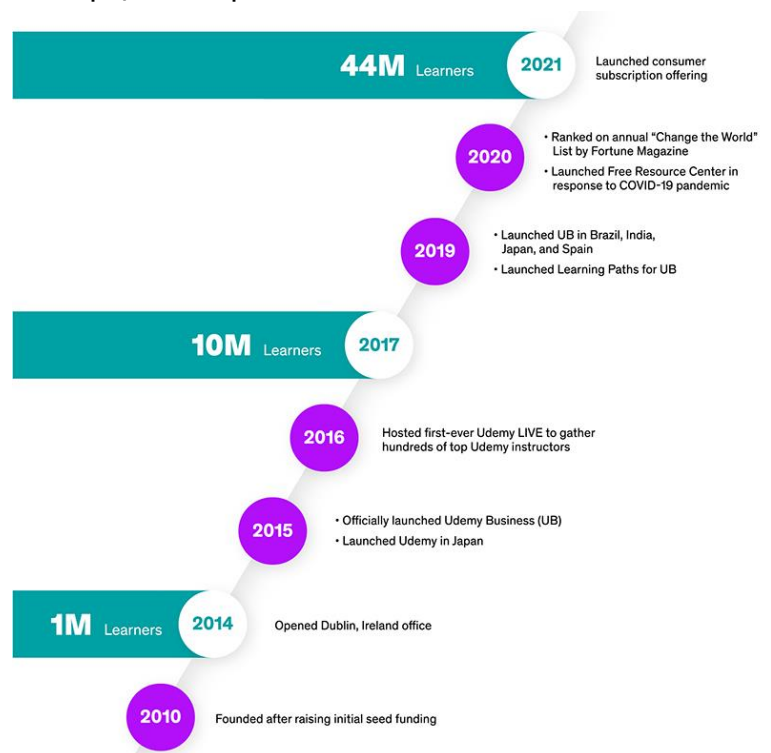
Udemy: ключевые факты

Udemy (UDMY). Компания является платформой для онлайн-обучения.

Платформа предоставляет более 44 млн учащихся доступ к более чем 183 тысячам курсов на 75 языках в более чем 180 странах.

Курсы компании нацелены на решение таких задач, как переподготовка, повышение квалификации в области технологии и бизнеса, деловые навыки (навыки общения, переговоры, лидерство) и личное развитие (музыка, рисование).

Иллюстрация 1. История компании



Источник: на основе данных компании

Всего компания привлекла \$311,4 млн. Акционеры компании – Insight Partners, MIH Edtech Investments B.V, Norwest Venture Partners XII и Stripes III.

Решение компании. Платформа компании предоставляет более 17,7 тысячи бесплатных курсов. Данными курсами пользуются более 28 млн студентов.

Также помимо бесплатных курсов компания предлагает подписку:

- **Consumer** – ежемесячная подписка для получения доступа к платным курсам.
- **Enterprise** – годовая подписка с определенной ценой (в зависимости от количества курсов). План Enterprise предоставляет такой же доступ, как и Team plan, но также дополняется инструментами администрирования, аналитическими сведениями, учебными пособиями и дополнительными курсами в рамках языковых курсов.

- **Team plan** предоставляет доступ к более чем 6 тысячам курсов по ставке от \$360 за место в группе от 5 до 20 человек.

Udemy Business – у компании более 8600 клиентов по всему миру, в том числе 42 компании из списка Fortune 100. Платформа предлагает более 6 тысяч курсов, также курсы испанского, португальского, немецкого, японского и французского языков. Данное предложение нацелено на компании любого размера для поддержания профессионального роста сотрудников.

По состоянию на 30 июня 2021 года каталог курсов UB включал более 74 тысяч часов технического контента и более 28 тысяч часов деловых, личных и профессиональных навыков. В среднем в 2021 году каждый месяц добавляется более 460 новых курсов. Общий каталог курсов UB увеличился с менее чем 2500 курсов в 2017 году до более чем 11 тысяч на сегодняшний день.

Потенциальный рынок и конкуренция. Согласно данным HolonIQ, глобальный рынок онлайн- и офлайн-образования в 2019 году составил \$2,6 трлн в сфере высшего образования, корпоративного обучения и онлайн-обучения. Компания оценивает свой адресный рынок в \$223 млрд.

Конкуренты на рынке – Pluralsight, LinkedIn Learning, Skillsoft, Coursera, edX, A Cloud Guru и Skillshare.

Оценка Udemu: адресный рынок в \$223 млрд и потенциал свыше 30%

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

Выручка от потребителей. В 2020 году темпы роста составили 45%, в 1ПГ2021 года темпы роста замедлились до 9%. Мы ожидаем, что в 2021 прогнозируем году темпы роста составят 4% (с учетом предварительных данных за 9М2021 года) с дальнейшим замедлением до 3% к 2030-му прогнозируемому году. Выручка от потребителей вырастет с \$326 млн до \$443 млн.

Выручка от корпоративных клиентов. В 2020 году темпы роста выручки от корпоративных клиентов составили 104%, в 1ПГ2021 года темпы роста замедлились до 79%. Мы ожидаем, что в 2021-м прогнозируем году темпы роста составят 79% с дальнейшим снижением до 9% к 2030-му прогнозируемому году. Выручка от корпоративных клиентов вырастет с \$103 млн до \$1,381 млрд.

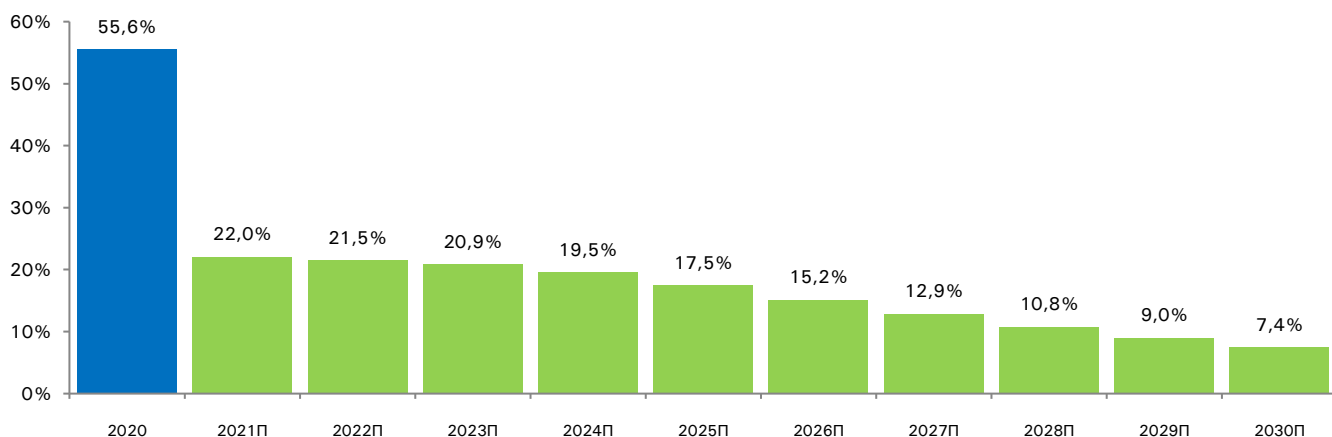
С учетом всех вводных данных мы прогнозируем замедление темпов роста с 55,6% в 2020 году до 22% в 2021-м прогнозируем году с дальнейшим замедлением до 7,4% к 2030-му прогнозируемому году. Общая выручка компании вырастет с \$430 млн в 2020 году до \$1,824 млрд к 2030-му прогнозируемому году.

Иллюстрация 3. Модель выручки Udemu

Модель выручки из целевого рынка	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Выручка от потребителей, млн USD	226	326	340	350	360	371	382	394	405	418	430	443
Темпы роста, %		45%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Выручка корпоративных клиентов, млн USD	51	103	185	288	410	550	699	852	1001	1140	1267	1381
Темпы роста, %		104%	79%	55%	43%	34%	27%	22%	17%	14%	11%	9%
Всего выручки, млн USD	276	430	525	637	770	921	1082	1246	1406	1558	1698	1824
Темпы роста, %		55,6%	22,0%	21,5%	20,9%	19,5%	17,5%	15,2%	12,9%	10,8%	9,0%	7,4%

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

График 1. Прогноз темпов роста Udemu

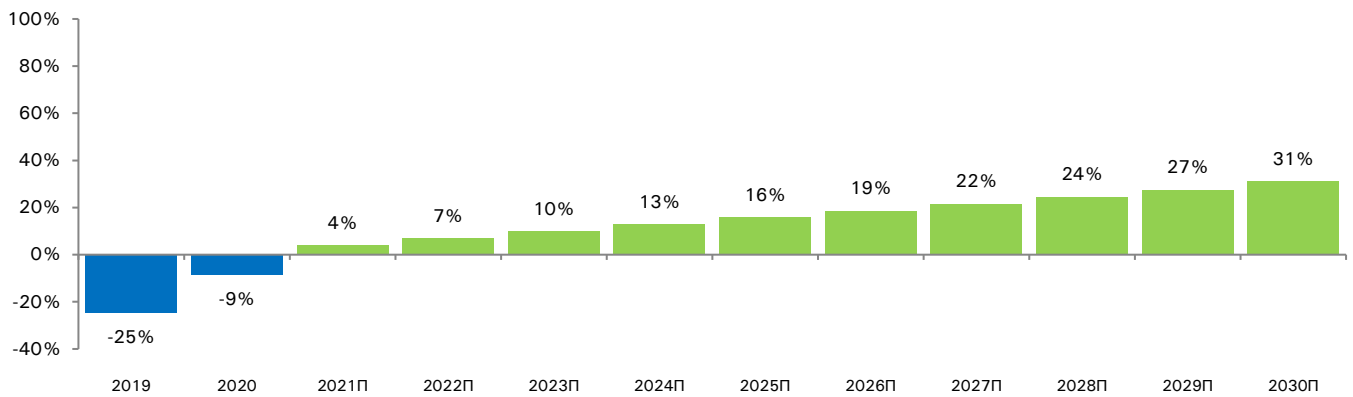


Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

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

В 2020 году показатели EBIT-маржи были равны -17% и в 1ПГ2021 года были равны -11%. Мы сделали консервативный прогноз маржи и приравнивали к среднеотраслевым значениям в 32%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 10% до среднеотраслевых 3%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$630 млн.

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 приравнивали к затратам на капитал в 6,4%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 47% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (\$756 млн) и зрелого (\$3,817 млрд) периодов, составит \$4,805 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды в \$16 млн, наличность на счетах в \$163 млн, поступления от IPO в \$406 млн и стоимость опционов в \$164 млн, собственный капитал Udemu можно оценить в \$5,194 млрд.

Учитывая 137,42 млн акций после IPO, целевая цена на одну акцию равна \$37,8. Потенциал к верхней границе IPO в \$29 составляет 30%.

Иллюстрация 4. Модель оценки Udemy методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	зрелый
темпа роста выручки, %		56%	22%	21%	21%	20%	17%	15%	13%	11%	9%	7%	3,0%
(+) Выручка	276	430	525	637	770	921	1 082	1 246	1 406	1 558	1 698	1 824	1 748
(х) Операционная маржа	-25%	-9%	4%	7%	10%	13%	16%	19%	22%	24%	27%	31%	32%
(=) EBIT	-68	-37	21	44	76	118	170	232	303	381	465	565	568
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	0	1	9	15	24	34	46	61	76	93	113	114
(=) NOPLAT	-68	-37	20	35	61	94	136	186	242	305	372	452	454
(-) чистые реинвестиции	34	43	49	55	61	66	70	72	72	68	63	55	211
(=) FCFF	(102)	(80)	(29)	(19)	0	28	66	114	171	237	309	398	243
FCFF маржа, %	-37%	-19%	-5%	-3%	0%	3%	6%	9%	12%	15%	18%	22%	
(х) фактор дисконтирования			0,94x	0,89x	0,83x	0,78x	0,74x	0,69x	0,65x	0,61x	0,58x	0,54x	
PV FCF			(27)	(17)	0	22	49	79	111	145	178	215	
Терминальная стоимость													7 048
PV Терминальной стоимости													3 817
Имплицированные переменные модели		2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	
Выручка/капитал, x		4,94x	3,87x	3,35x	3,07x	2,90x	2,79x	2,71x	2,65x	2,60x	2,56x	2,54x	
Инвестированный капитал		87	136	190	251	317	388	460	531	600	663	717	
Чистое реинвестирование, %		-116%	243%	154%	100%	70%	52%	39%	30%	22%	17%	12%	47%
Реинвестирование к выручке, %		10,0%	9,3%	8,6%	7,9%	7,2%	6,5%	5,8%	5,1%	4,4%	3,7%	3,0%	
ROIC, %		-42%	15%	19%	24%	30%	35%	40%	46%	51%	56%	63%	6,4%
Маржа NOPLAT, %		-9%	4%	6%	8%	10%	13%	15%	17%	20%	22%	25%	
Расчет WACC		2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П		
Безрисковая ставка		1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	
Бета послерыноговая		0,95	0,96	0,96	0,97	0,97	0,98	0,98	0,99	0,99	0,99	1,00	
Премия за риск инвестирования		4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	
Стоимость собственного капитала		6,2%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,5%	
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		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
Долг/Стоимость компании		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Средневзвешенная стоимость капитала		6,2%	6,2%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	
Кумулятивная стоимость капитала		0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x	
Оценка капитала, млн USD													
(=) Стоимость в прогнозном периоде			756										
(+) Стоимость в терминальном периоде													3 817
(х) Коэффициент на дату оценки													1,05x
(=) EV													4 805
(-) Долг (вкл. операционную аренду)													16
(+) Наличность													163
(+) Поступления от IPO													406
(-) Стоимость выпущенных опционов													164
(=) Оценка собственного капитала													5 194
Рыночная капитализация													3 985
Целевая цена на акцию, USD													37,8
Максимум диапазона на IPO, USD													29
Потенциал роста, %													30%

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

Риски: инструкторы и конкуренция

Инструкторы. Если компания потеряет инструкторов, то это может негативно сказаться на контенте платформы и привести к снижению выручки компании.

Конкуренция. Среди конкурентов можно отметить Pluralsight, LinkedIn Learning, Skillsoft, Coursera, edX, A Cloud Guru и Skillshare.

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.
