

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Zeta Global Holdings (ZETA)

Потенциал роста: **30%**

Целевая цена: **\$15,6**

Диапазон размещения: **\$10–12**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Программное обеспечение

Оценка перед IPO

IPO ZETA: платформа для маркетинговых целей



Выручка, 1Q21 (млн USD)	101
EBIT, 1Q21 (млн USD)	2
Прибыль, 1Q21 (млн USD)	-24
Чистый долг, 1Q21 (млн USD)	141

P/E, 2020 (x)	—
P/S, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	2

Капитализация IPO (млрд USD)	2,107
Акции после IPO (млн шт.)	191,6
Акции к размещению (млн шт.)	22,7
Объем IPO (млн USD)	250
Минимальная цена IPO (USD)	10
Максимальная цена IPO (USD)	12
Целевая цена (USD)	15,6
Дата IPO	9 июня

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

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

9 июня состоится IPO компании Zeta Global Holdings. Компания разработала платформу с автоматизированными маркетинговыми и рекламными инструментами. **Андеррайтеры размещения – Morgan Stanley, BofA Securities, Credit Suisse и Barclays.**

О компании. Компания была основана в 2007 году, и на сегодняшний день у нее более 100 патентов и патентных заявок. За всю историю компания привлекла \$602,5 млн и сделала шесть приобретений. Акционеры компании – GPI Capital Gemini HoldCo LP, Greenhill Capital Partners, CMS Platinum Fund, ACI Investment Partners, LLC.

Платформа Zeta Global Holdings. Платформа компании позволяет привлекать потребителей с помощью персонализированного маркетинга по всем адресным каналам. Zeta Marketing Platform (ZMP) – это платформа омниканального маркетинга (это вид маркетинга, предусматривающий неразрывное использование нескольких коммуникационных каналов для взаимодействия с потребителем). ZMP анализирует миллиарды структурированных и неструктурированных точек данных, чтобы предсказать намерения потребителей с помощью алгоритма машинного обучения. С помощью этих данных клиенты компании могут оптимизировать маркетинговую программу в режиме реального времени (тестирование, изучение и улучшение маркетинговым программ). В 2020 году платформа охватила около 500 млн человек по всему миру. Сам ZMP размещается в гибридном облаке Zeta, которое представляет собой сочетание общедоступного облака (AWS/Google) и ресурсов в частном облаке (VMware / Docker / Kubernetes).

Потенциальный рынок компании. По данным eMarketer, в 2019 году на маркетинговые расходы было потрачено примерно \$647 млрд. К 2024 году прогнозируется рост до \$841 млрд. Согласно данным IDC, расходы на маркетинговое ПО в 2019 году составили \$19,2 млрд и прогнозируется рост до \$35,5 млрд к 2024 году.

Апсайд в 30% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$2,999 млрд при целевой цене \$15,6 на одну простую акцию с потенциалом роста 30%.

Zeta Global Holdings Corp: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2019	2020	1Q21	Балансовый отчет, млн USD	2019	2020	1Q21
Выручка	306	368	101	Наличность	37	51	52
Себестоимость	110	149	39	Дебиторская задолженность	102	79	69
Валовая прибыль	196	219	62	Авансовые выплаты	3	4	3
G&A	73	71	19	Прочие активы	8	7	10
S&M	70	77	21	Текущие активы	151	141	134
R&D	29	32	10	ОС	7	6	6
D&A	34	40	10	Затраты на разработки	30	33	32
Расходы, связанные с приобретением	6	5	1	НМА	44	29	31
Расходы на реструктуризацию	1	2	0	Гудвилл	78	76	82
ЕБИТДА	17	32	12	Наличность с ограничением	0	0	0
Амортизация	34	40	10	Отложенный налог	0	0	0
ЕБИТ	(18)	(8)	2	Прочие активы	2	1	1
Процентный расход	15	16	3	Долгосрочные активы	162	145	152
Прочие расходы/доходы	0	(0)	1	Активы	313	286	286
Варранты	4	28	24	Кредиторская задолженность	37	41	32
Доналоговая прибыль	(37)	(52)	(26)	Начисленные расходы	44	45	41
Налог	1	1	(2)	Обязательства, связанные с приобретением	4	6	7
Чистая прибыль	(38)	(53)	(24)	Отложенный доход	1	4	4
				Прочие обязательства	24	8	10
				Текущие обязательства	110	104	94
				Долг	183	190	193
				Обязательства, связанные с приобретением	19	17	18
				Варранты	30	58	82
				Прочие обязательства	3	2	3
				Долгосрочные обязательства	235	267	296
				Всего обязательства	345	371	390
				Конвертируемые акции	154	154	154
				Капитал	(186)	(239)	(258)
				Обязательства и собственный капитал	313	286	286
				Поэлементный анализ ROIC	2019	2020	1Q21
				Маржа NOPLAT, %	-	-	-
				ICTO, x	-	-	-
				AICTO, x	-	-	-
				ROIC, %	-	-	-
				Себестоимость/выручка, %	-	-	-
				Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
				WCSTO, x	-	-	-
				FATO, x	-	-	-
				Ликвидность и структура капитала	2019	2020	1Q21
				ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
				Текущая ликвидность, x	1,37	1,36	1,43
				Долг/общая капитализация, %	-	-	-
				Долг/активы, %	58	66	68
				Долг/собственные средства, x	4,88	3,74	3,71
				Долг/IC, %	-	-	-
				Собственные средства/активы, %	45	45	42
				Активы/собственный капитал, x	-	-	-
				Мультипликаторы	2019	2020	1Q21
				P/B, x	-	-	-
				P/E, x	-	-	-
				P/S, x	-	-	-
				EV/ЕБИТДА, x	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-
Справочные данные	2019	2020	1Q21				
Акции в обращении, млн шт.	-	-	-				
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-				
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-				
Рыночная капитализация, USD	-	-	-				
EV, USD	-	-	-				
Капитальные инвестиции, USD	23	25	5				
Рабочий капитал, USD	-	-	-				
Реинвестиции, USD	-	-	-				
BV, USD	-	-	-				
Инвестированный капитал	-	-	-				
EPS, USD на акцию	-	-	-				

Zeta Global Holdings Corp: ключевые факты

Zeta Global Holdings Corp. Компания разработала платформу с автоматизированными маркетинговыми и рекламными инструментами.

Компания была основана в 2007 году, и на сегодняшний день у нее более 100 патентов и патентных заявок.

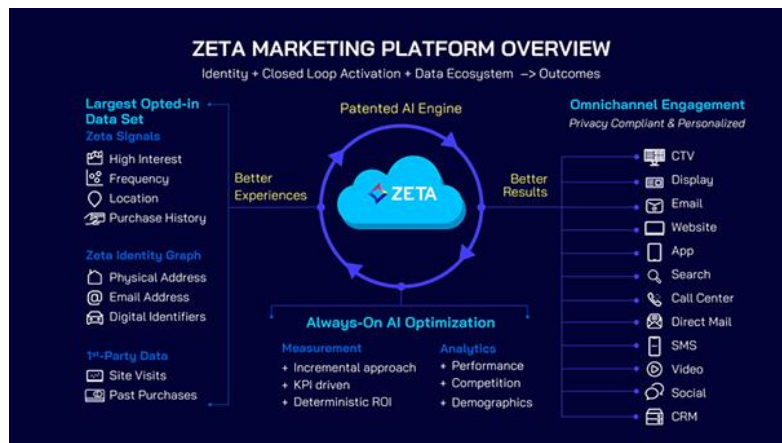
За всю историю компания привлекла \$602,5 млн и сделала шесть приобретений. Акционеры компании – GPI Capital Gemini HoldCo LP, Greenhill Capital Partners, CMS Platinum Fund, ACI Investment Partners, LLC.

Платформа Zeta Global Holdings Corp. Платформа компании позволяет привлекать потребителей с помощью персонализированного маркетинга по всем адресным каналам.

Zeta Marketing Platform (ZMP) – это платформа омниканального маркетинга (это вид маркетинга, предусматривающий неразрывное использование нескольких коммуникационных каналов для взаимодействия с потребителем).

ZMP анализирует миллиарды структурированных и неструктурированных точек данных, чтобы предсказать намерения потребителей с помощью алгоритма машинного обучения. С помощью этих данных клиенты компании могут оптимизировать маркетинговую программу в режиме реального времени (тестирование, изучение и улучшение маркетинговых программ). В 2020 году платформа охватила около 500 млн человек по всему миру.

Иллюстрация 1. Платформа Monday.Com Ltd



Источник: на основе данных компании

Сам ZMP размещается в гибридном облаке Zeta, которое представляет собой сочетание общедоступного облака (AWS/Google) и ресурсов в частном облаке (VMware / Docker / Kubernetes).

Продукты компании. Компания предоставляет четыре основных набора продуктов:

- **Opportunity Explorer** является ключевым продуктом компании и предоставляет пять модулей: MarketPulse (интересы потребителей), CustomerPulse (предоставление информации маркетологам по возможности привлечения и удержания клиентов), DMA Pulse (информация об определенных областях рынка), Audience Pulse (предоставление информации о 850

аудиториях Zeta) и CompetitorPulse (информация о конкурентной среде бизнеса и возможности захвата доли рынка).

- **Потребительский опыт** – клиенты компании могут загружать свои данные о потребителях, которые сопоставляются с данными Zeta, что помогает увеличивать ценность в отношениях с потребителями.
- **Omnichannel Acquisition** – в рамках этого продукта клиенты могут использовать Opportunity Explorer для выявления новых потребителей. Клиенты могут выбрать аудиторию или создать параметры для создания маркетинговой программы и привлечения новых клиентов.
- **Идентификация и управление данными** – в рамках этого продукта клиенты могут использовать CDP+ в качестве своей системы записи всей информации о потребителях. CDP+ собирает, анализирует и извлекает разрозненные точки данных для создания единого представления о потребителе, охватывающего личность, характеристики профиля, поведение и намерение покупки, которое затем становится доступным через единую консоль.

Адресный рынок. По данным eMarketer, в 2019 году на маркетинговые расходы было потрачено примерно \$647 млрд. К 2024 году прогнозируется рост до \$841 млрд.

Согласно данным IDC, расходы на маркетинговое ПО в 2019 году составили \$19,2 млрд и прогнозируется рост до \$35,5 млрд к 2024 году.

Оценка Zeta Global Holdings Corp: потенциал свыше 30% с учетом вводных данных

1. Прогноз выручки. Для построения модели мы использовали данные компании по количеству крупных клиентов и общей выручке компании для вычисления среднего ARPU на одного клиента.

Количество крупных клиентов. В 2020 году количество крупных клиентов выросло на 1,82%, с 330 до 336, а в первом квартале уменьшилось до 333. Снижение числа крупных клиентов было на фоне пандемии, так как эти клиенты работали в различных сферах, включая сферу туризма. Мы ожидаем, что в 2021-м прогнозном году темпы роста составят 1,5%, а в 2022 году ускорятся до 10% на фоне восстановления сферы туризма и других отраслей. К 2030 году мы ожидаем рост базы крупных клиентов до 574 по сравнению с 336 на конец 2020 года.

ARPU на одного клиента. В 2020 году ARPU вырос на 18%, с \$0,9 млн до \$1,1 млн. В 2021 году мы ожидаем ускорение до 22% с дальнейшим снижением до 1% к 2030-му прогнозному году. С учетом прогноза ARPU вырастет с 1,1 млн до 2,14 млн в течение 10 прогнозных лет.

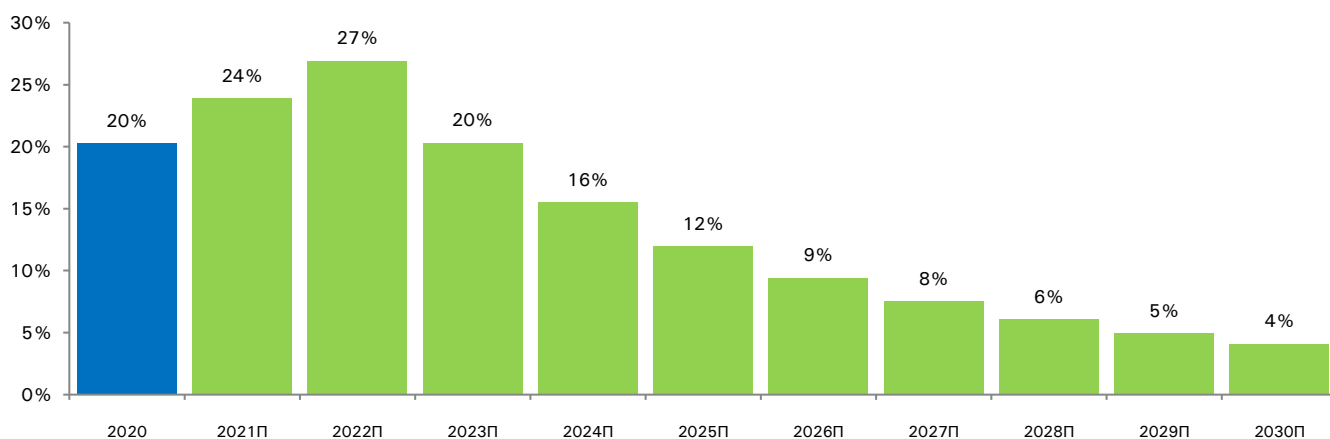
С учетом всех вводных данных мы заложили ускорение темпов роста с 20% в 2020 году до 24% в 2021-м прогнозном году с дальнейшим замедлением до 4% к 2030-му прогнозному году. Общая выручка компании вырастет с \$368 млн в 2020 году до \$1,228 млрд к 2030-му прогнозному году.

Иллюстрация 2. Модель выручки Zeta Global Holdings Corp

Модель выручки из целевого рынка	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Количество крупных клиентов	330	336	341	375	408	438	466	491	515	537	556	574
Темпы роста, %		1,82%	1,5%	10,0%	8,6%	7,4%	6,4%	5,5%	4,8%	4,2%	3,6%	3,2%
ARPU на 1 клиента, млн USD	0,9	1,1	1,34	1,54	1,71	1,84	1,93	2,01	2,06	2,10	2,12	2,14
Темпы роста, %		18%	22%	15%	11%	8%	5%	4%	3%	2%	1%	1%
Всего выручки, млн USD	306	368	456	579	696	804	901	986	1060	1124	1180	1228
Темпы роста, %		20%	24%	27%	20%	16%	12%	9%	8%	6%	5%	4%

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

График 1. Прогноз темпов роста Zeta Global Holdings Corp

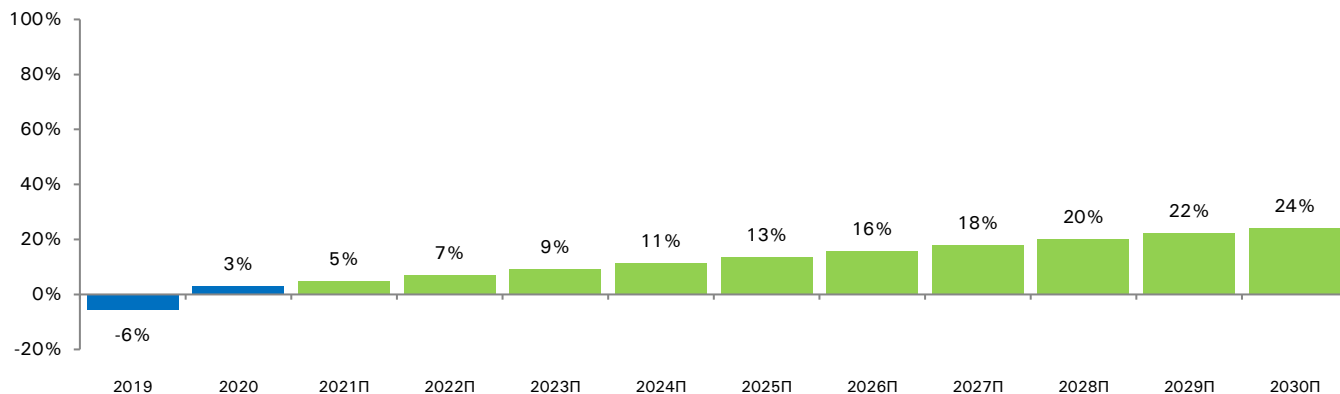


Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений в 24%.

В 2020 году показатели EBIT-маржи были равны -2% и в первом квартале 2021 года были равны 2%. После амортизации НИОКР и операционной аренды маржа составила 3% против -2% в конце 2020 года. Мы сделали консервативный прогноз маржи и приравняли к среднеотраслевым значениям в 24%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет вырастут с 0,7% до среднеотраслевых 7%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$750 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 приравняли к затратам на капитал в 5,6%. 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 (\$505 млн) и зрелого (\$2,410 млрд) периодов, составит \$2,989 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга в \$204 млн, наличность на счетах в \$52 млн, поступления от IPO в \$172 млн и стоимость опционов в \$10 млн, собственный капитал Zeta Global Holdings Corp можно оценить в \$2,999 млрд.

Учитывая 191,6 млн акций после IPO, целевая цена на одну акцию равна \$15,6. Потенциал к верхней границе IPO в \$12 составляет 30%.

Компания продает 15,61 млн акций, акционеры компании продадут 7,11 млн акций.

Иллюстрация 3. Модель оценки Zeta Global Holdings Corp методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	зрелый
темпы роста выручки, %		20%	24%	27%	20%	16%	12%	9%	8%	6%	5%	4%	3,0%
(+) Выручка	306	368	456	579	696	804	901	986	1 060	1 124	1 180	1 228	1 216
(х) Операционная маржа	-6%	3%	5%	7%	9%	11%	13%	16%	18%	20%	22%	24%	24%
(=) EBIT	-18	11	22	40	63	91	121	154	189	225	262	295	292
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	2	4	8	13	18	24	31	38	45	52	59	58
(=) NOPLAT	-18	9	17	32	51	73	97	123	151	180	210	236	233
(-) чистые реинвестиции	-22	3	6	11	18	26	35	44	54	65	75	86	126
(=) FCFF	4	6	11	21	33	47	62	79	97	116	134	150	108
FCFF маржа, %	1%	2%	2%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	
(х) фактор дисконтирования			0,95x	0,89x	0,85x	0,80x	0,76x	0,72x	0,68x	0,64x	0,61x	0,57x	
PV FCF			11	18	28	37	47	57	66	74	82	86	4 192
Терминальная стоимость													2 410
PV Терминальной стоимости													2 410
Имплицированные переменные модели		2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	
Выручка/капитал, x		4,14x	4,80x	5,45x	5,60x	5,36x	4,87x	4,30x	3,74x	3,23x	2,79x	2,41x	
Инвестированный капитал		89	95	106	124	150	185	229	283	348	423	509	
Чистое реинвестирование, %		29%	35%	35%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	54%
Реинвестирование к выручке, %		0,7%	1,3%	2,0%	2,6%	3,2%	3,8%	4,5%	5,1%	5,7%	6,4%	7,0%	
ROIC, %		10%	18%	30%	41%	48%	52%	54%	53%	52%	50%	46%	5,6%
Маржа NOPLAT, %		2%	4%	6%	7%	9%	11%	13%	14%	16%	18%	19%	
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		1,06	1,05	1,05	1,04	1,04	1,03	1,02	1,02	1,02	1,01	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		6,0%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,7%	
Ставка долга, до налогов		4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	
Ставка долга, после налогов		3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	
СК/Стоимость компании		94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	
Долг/Стоимость компании		6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	
Средневзвешенная стоимость капитала		5,8%	5,8%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,6%	5,6%	5,6%	
Кумулятивная стоимость капитала		0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	
Оценка капитала, млн USD													
(=) Стоимость в прогнозном периоде		505											
(+) Стоимость в терминальном периоде		2 410											
(х) Коэффициент на дату оценки		1,03x											
(=) EV		2 989											
(-) Долг (вкл. операционную аренду)		204											
(+) Наличность		52											
(+) Поступления от IPO		172											
(-) Стоимость выпущенных опционов		10											
(=) Оценка собственного капитала		2 999											
Рыночная капитализация		2 300											
Целевая цена на акцию, USD		15,6											
Максимум диапазона на IPO, USD		12											
Потенциал роста, %		30%											

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

Риски: клиенты и приобретения

Клиенты. Если компания не сможет удерживать клиентов и привлекать новых, то это способно значительно повлиять на бизнес и рост компании в будущем.

Приобретения. В будущем компания может проводить стратегические приобретения для расширения, что может нести в себе риски и неудачи и привести к потере активов.

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.
