

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

# BUY

Blue Apron (APRN)

Потенциал роста: **49%**  
 Целевая цена: **25,4**  
 Текущая цена: **\$15-17**

## РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | сервисы доставки еды

## Первичный обзор

# Blue Apron: рост на инновациях на рынке питания



Выручка, 12М (млн USD)	<b>868</b>
EBIT, 12М (млн USD)	<b>(109)</b>
Чистая прибыль, 12М (млн USD)	<b>(110)</b>
Чистый долг (млн USD)	<b>38</b>

P/E, 12М (x)	—
P/BV, 12М (x)	—
EV/S, 12М (x)	—
ROA (%)	<b>-20%</b>
ROAE (%)	<b>-25%</b>
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	<b>-72%</b>

Капитализация IPO (млн USD)	<b>3 255</b>
Акции выпущено (млн шт)	<b>191</b>
Акции к размещению (млн шт)	<b>35</b>
Объем IPO, (млн USD)	<b>587</b>
Минимальная цена IPO (USD)	<b>15,0</b>
Максимальная цена IPO (USD)	<b>17,0</b>
Целевая цена (USD)	<b>25,4</b>

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


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



Одно из самых ожидаемых IPO этого года, основанный в 2012 году сервис доставки ингредиентов по рецептам Blue Apron растет по 130% в год и соединяет в себе «оффлайн» идею и ее мощнейшую «онлайн» реализацию. Компания обслуживает 5 млн заказов ежемесячно, используя 4 высокотехнологических центра исполнения с более чем 4500 сотрудниками.

**Феноменальные цифры роста бизнеса: 338% в 2015 и 133% в 2016 году.** Идея бизнеса проста: подписка на доставку ингредиентов для приготовления свежих блюд с рецептами, что по сути подрывает рынок ресторанов и доставки еды. Выручка в 2016 году составила \$795 млн.

**Технологичная компания с потенциалом роста на \$160 миллиардном рынке.** Согласно исследованию, проведенному фирмой NPD Group, в США \$400 млрд ежегодно тратится на обеды и ужины, при этом на менее чем 60% из этой суммы, готовят самостоятельно, против 71% в 1985 году. Софт, разработанный компанией, прогнозирует входящий спрос и затраты на каждый день, благодаря статанализу Blue Apron обладает очень полезными прогнозными данными: в том числе, сколько клиентов отменят заказ в любой день недели, какие ингредиенты будут необходимы на месяцы вперед. Прогнозная модель четко управляет запасами и ингредиентами, что позволяет добиваться скидок от поставщиков и фермеров. Летом 2016 года Blue Apron заказал 3 млн фунтов продукции из 100 семейных ферм.

**Потенциал более 40% на фоне темпов роста и тренда маржи прибыльности.** Маржа EBIT компании движется в позитивную зону: с -40% в 2014 до -7% в 2016 году по мере сокращения доли себестоимости. Умеренный прогноз по выручке доводит оценку по DCF до уровня \$4,8 млрд, что эквивалентно \$25,4 на 1 простую акцию, что оставляет 49% потенциала к IPO.

**Абдикаримов Ерлан**  
 Директор Департамента финансового анализа  
 (+7) 727 311 10 64 (614) | [abdikarimov@ffin.kz](mailto:abdikarimov@ffin.kz)

**Жанай Еламан**  
 Инвестиционный аналитик  
 (+7) 727 311 10 64 (624) | [ejanai@ffin.kz](mailto:ejanai@ffin.kz)

# Финансовая отчетность и мультипликаторы

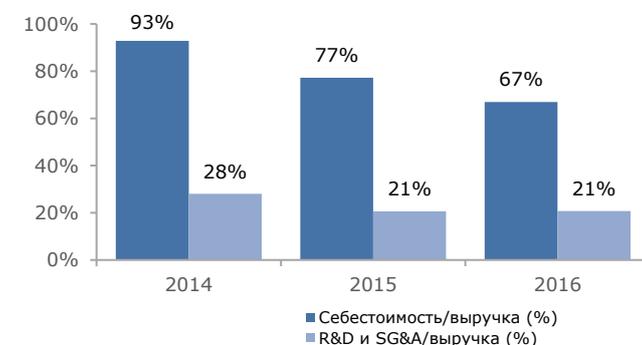
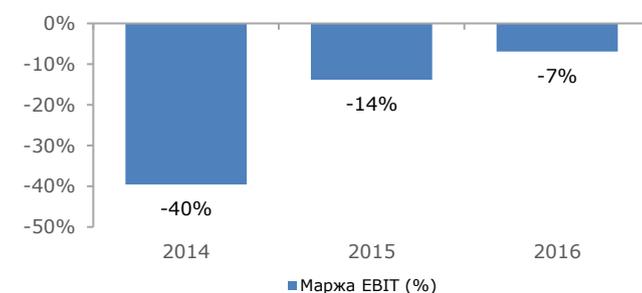
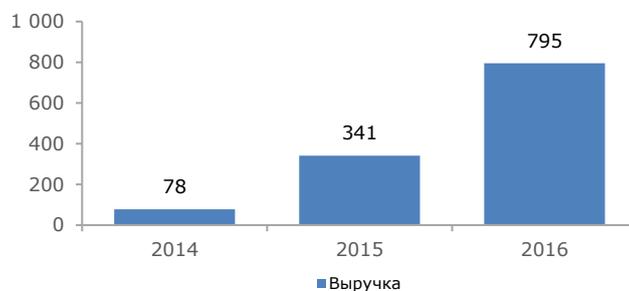
## Финансовая отчетность

Отчет о прибыли (млн USD)	2014	2015	2016
Выручка	78	341	795
Себестоимость без D&A	(72)	(263)	(533)
D&A	(1)	(3)	(8)
Валовая прибыль	5	75	255
Продажи и маркетинг	(14)	(52)	(144)
R&D и SG&A	(22)	(70)	(165)
Сумма операционных расходов	(36)	(122)	(309)
Операционная прибыль	(31)	(47)	(55)
Процентные расходы	(0,0)	(0,0)	0,0
Налоги	0,0	(0,1)	(0,1)
Чистый убыток	(31)	(47)	(55)

Маржа, расходы и рост	2014	2015	2016
Валовая маржа (%)	6%	22%	32%
Маржа EBIT (%)	-40%	-14%	-7%
Маржа EBITDA (%)	-278%	-105%	-80%
Себестоимость/выручка (%)	93%	77%	67%
Продажи и маркетинг/выручка (%)	18%	15%	18%
R&D и SG&A/выручка (%)	28%	21%	21%
Процентные расходы/выручка (%)	0%	0%	0%
Рост выручки, %		338%	133%

Баланс и cash flow (млн USD)	2014	2015	2016
Кэш и эквиваленты		127	81
Текущие активы		150	138
Всего активов		165	273
Краткосрочный долг		0	0
Кредиторская задолженность		50	115
Долгосрочный процентный долг		0	45
Итого обязательств		52	212
Конвертируемые прив-ые акции		195	195
Накопленный дефицит		(82)	(133)

## Темпы роста выручки и рентабельность



## Деятельность Blue Apron

Компания Blue Apron - это стартап из города Нью-Йорк, основанный в 2012 году и завоевывающий долю на рынке питания. Основатели - Мэтт Вадьяк и Мэтт Зальцберг, бывшие сотрудники венчурных фондов, а также Илья Папас, инженер и бывший инвестиционный консультант.

Бизнес компании заключается в еженедельной доставке на дом продуктов-ингредиентов вместе с рецептами для приготовления блюд. С бесплатной доставкой, ингредиенты доставляются в коробке, которая сохраняет продукты в пригодном для употребления виде.

Бизнес компании представляет собой инновационную модель прямых поставок продуктов от фермеров конечным потребителям в обход традиционных посредников в виде магазинов.



Компания предлагает два формата заказов: 1) план на двоих – три блюда на выбор на два человека за \$59,94 в неделю и 2) семейный план – два (за \$71,92 в неделю) или четыре (за \$143,84 в неделю) блюда на выбор на четырех человек. В 2016 году, 78% всех заказов был план на двоих, 22% - семейный план.

Каждый месяц Blue Apron производит доставку около 8 миллионов кулинарных наборов тем, кому нравится готовить, но не нравится тратить время на покупку продуктов или поиск рецептов. Коробки приходят с готовыми рецептами и винными рекомендациями Blue Apron Wine. Компания имеет партнерские отношения с семейными фермами, число которых превышает 150. Продукты сортируются, нарезаются и пакуются в крупных центрах обработки и исполнения заказов и доставляются в дома и офисы по всей стране.

Логистическая команда Blue Apron управляет и оптимизирует сеть доставки состоящей из нескольких сторонних партнеров, способных обеспечить доставку в регионы с охватом более 99% населения США.

Компания также имеет Blue Apron Market, интернет-магазин продажи фирменных кулинарных принадлежностей, многие из которых не доступны для покупки в других местах.

Клиенты Blue Apron могут управлять заказами, совершать покупки, писать о предпочтениях и находить рецепты на сайте Компании или в приложении Blue Apron. По состоянию на 31 декабря 2016 года мобильное приложение было загружено более 1,3 млн. раз.

Blue Apron использует своих клиентов в маркетинговых целях по реферальной системе. За 1 квартал 2017 года через реферальную ссылку действующих клиентов обратилось 34% от общего объема клиентов.

## Внутри Blue Apron

Первые два года Blue Apron отслеживали прогресс на белых досках; велся ручной учет заказов при помощи ручек, маркеров и бумаги. Перед пересменкой менеджеры фотографировали доски и

пересылали их коллегам по электронной почте. Если с доски что-то случайно стиралось, то информация о заказах безнадежно терялась. Бывали случаи, когда в конце дня на складах оставались наборы – сигнал, что что-то пошло не так.

Сейчас используется ПО, которое служит пошаговым руководством для работников и ориентирует их по секторам с ингредиентами в распределительных центрах. На айпадах они видят какой ингредиент и его количество необходимо для порций, и какое количество им нужно расфасовывать в минуту (!) чтобы придерживаться графика. Если у кого-то нехватка, они могут оперативно поставить об этом в известность других, для обеспечения бесперебойности процесса.

У Blue Argon работает более 4500 человек в три смены в трех распределительных центрах в разных городах США (Арлингтон, шт. Техас, Джерси-Сити, шт. Нью-Джерси и Ричмонд, Калифорния). Сейчас Blue Argon открывают новые центры в городе Линден, шт. Нью-Джерси и в Фэрфилд, шт. Калифорния. В любой момент рабочего времени, в искусственно охлаждаемом сортировочном центре трудится около 500 человек; они носят специальные халаты-толстовки и работают в синих латексных перчатках.

Вкратце процедура формирования заказов выглядит следующим образом. Вначале свежие мясо и продукты прибывают на грузовых поддонах на задний погрузочно-разгрузочный отсек центра. Далее их разбирают и сортируют по павильонам, проверяют на качество, делят, складывают в мешки и расфасовывают в коробки. К этому моменту ингредиенты проходят через два пункта проверки, где их пакуют и приводят в более презентабельный вид на U-образном конвейере, который ведет к тому же выходу. Оттуда уже готовые наборы загружаются в грузовики и высылаются на доставку.

Эта работа - утомляющая, к примеру, один сотрудник приготовил 33 тысячи единиц ингредиентов за одну смену. Рабочие в холодных условиях делают однообразную работу с редкими получасовыми перерывами за \$11-13,5 в час. Это приводит к высокой текучке кадров - рабочие могут нарушать трудовую дисциплину. Иногда возникают нарушения качества продуктов, и команда может отклонить целую партию и заставлять искать замену.

Наиболее сложной задачей для Blue Argon является привлечение и удержание клиентов. Совсем непросто убеждать людей ежемесячно платить \$260 - \$560 за сервис, который позволяет экономить время на покупке продуктов, когда есть другие более быстрые и дешевые способы поесть. А еще, Blue Argon приходится постоянно вводить новизну и разнообразие в их кулинарный ассортимент и адаптироваться к вкусам клиентов. И чем больше растет компания, тем сложнее становится поддерживать качество услуг и тем выше становится риск сбоев в производственной цепочке. Если допустить хоть один просчет - доставка с опозданием, некорректный заказ или даже завянувшая петрушка - то клиент может быть потерян.

Blue Argon планирует направить выручку от размещения на погашение обязательств, пополнение оборотного капитала, капитальные вложения и общие корпоративные цели

## Конкурентная среда

---

Конкурентная среда у Blue Argon весьма обширная и включает в себя компании доставки еды, магазины и супермаркеты, интернет-магазины по продаже продуктов, спиртных напитков, кухонных принадлежностей, производители продуктов питания, кафе, рестораны, пункты быстрого питания и др.

Blue Argon намереваются заполучить долю выручки на рынках покупки продуктов питания (\$781,5 млрд) и ресторанного рынка США (\$543,1 млрд в прошлом году), согласно исследованию Euromonitor, проведенном в 2016 году, заказчиком которого выступал Blue Argon. Отмечается, что что онлайн продажи рынка покупки продуктов питания составили \$ 9,7 млрд (1,2%), а

**первичный обзор и оценка**

ресторанного рынка \$12 млрд (2,2%). Огромный рынок манит стартапы в фудтехе, похожие по бизнес-модели на Blue Apron. HelloFresh и Plated - основные конкуренты, потому что базируются почти по всей континентальной части США. Так же возможен еще 1 конкурент в лице Munchery - они базируются в 3 городах, в каких работает Blue Apron.

Blue Apron работает в индустрии питания, которая будет актуальна всегда. Данное направление индустрии достаточно новое и набирает обороты. Можно уверенно предсказать рост рынка онлайн-покупки еды. Кроме того, у Blue Apron есть все предпосылки для выхода на рынки Европы и Азии: хоть придется увеличить капитальные расходы на центры распределения и доставки, инвесторы позитивно оценят географическую экспансию. Кроме того, компания с большой долей вероятности расширит свою продуктовую линейку. К вину на заказ (Blue Apron Wine) можно добавить специальные предложения по питанию для новорожденных, школьников или пенсионеров. Или Blue Apron может сразу приобрести нужные стартапы в этих нишах. В марте Blue Apron приобрела BN Ranch, компанию, которая выращивает экологически чистый скот.

**Факторы риска**

---

**Основные факторы риска:**

Имеется ряд негативных моментов в финансах Компании:

- финансирование деятельности происходит полностью за счет заемного капитала;
- по итогам первого квартала Компания получила убыток, сопоставимый показателем по итогам 2016 года;
- незначительное снижение валовой маржи.

Кроме того, выход отчета по итогам второго квартала попадает в Lock Up период, соответственно, если сохранится текущая тенденция по финансовым показателям, это может негативно отразиться на цене акции.

- Компания подвержена очень сильному риску в части безопасности пищевых продуктов;
- Высокая конкуренция;
- Усиленный контроль со стороны государственных органов США, которые напрямую влияют на деятельность Компании.

## Предположения и модель оценки собственного капитала Blue Arpon на текущий момент

**Прогноз целевых рынков и доли Blue Arpon.** При прогнозе рынка мы строили модель на прогнозе, представленном в форме S-1 Blue Arpon до 2020 года и затем экстраполировали эти темпы роста до 2026 года. Мы предположили постепенное замедление роста этих рынков до уровня темпов роста ВВП США. замедлили темпы роста до средних по экономике. Мы заложили размер рынка продовольствия США в \$834 млрд к 2020 году и \$888 млрд к 2026 году – CAGR за 10 лет 1,3%. При этом онлайн-продажи на этом рынке составят \$15 млрд к 2020 году (1,7% от рынка) и 23 млрд к 2026 году (2,5%), что представляется нам весьма консервативным прогнозом. CAGR рынка онлайн продаж продовольствия до 2026 года в нашем прогнозе – 8,5%.

Затем мы так же моделировали рост ресторанный рынок в США размером \$543 млрд в 2016 году и довели его объем до \$588 млрд к 2020 году и до \$634 млрд к 2026 году – CAGR за 10 лет 1,6%.

График 1. Прогноз рынка продовольствия США и доли онлайн продаж на нем



Источник: форма S-1, предположения Фридом Финанс

**Прогноз выручки через операционные метрики и долю от домохозяйств в США.** При прогнозе выручки Blue Arpon мы использовали подход «снизу – вверх» и использовали следующую логическую связь по формуле:

*число клиентов × среднее количество заказов на клиента в год × средняя выручка на 1 заказ в год.*

При этом мы отталкивались от тренда изменения этих показателей по итогам 2015-2016 годов.

Таким образом мы прогнозировали рост числа клиентов до 4,5 млн к 2026 году исходя из прогноза доли домохозяйств в США, которые будут использовать услуги Blue Arpon – мы предположили о 3,3% доле проникновения среди домохозяйств в США (CAGR 17,8% за 10 лет).

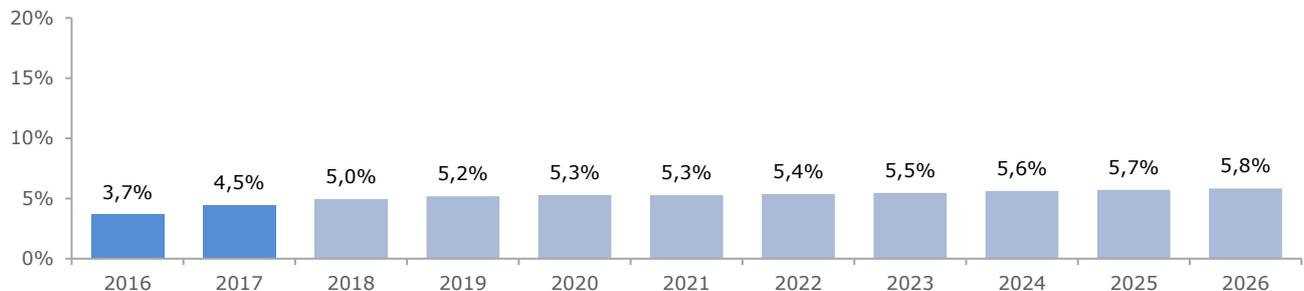
При прогнозе среднего количества заказов на 1 клиента в год мы снижали этот показатель с 4,6 заказов в 2016 году по мере роста пользовательской базы и снижения доли активного ядра постоянных клиентов до 3 заказов на 1 клиента к 2026 году.

Прогноз средней выручки на 1 сделанный заказ мы опирались на замедление импульса роста этого показателя с \$216 в 2016 году до \$359 к 2026 году, принимая во внимание так же ожидаемый уровень инфляции долгосрочно.

С учетом всех этих предположений и модели прогноза темпы роста выручки снизятся с текущих 133% в 2016 году до 18% к 2020 году и до 10% к 2026 году. Выручка Blue Arpon к 2020 году достигнет \$2,5 млрд, а к 2026 году \$4,9 млрд.

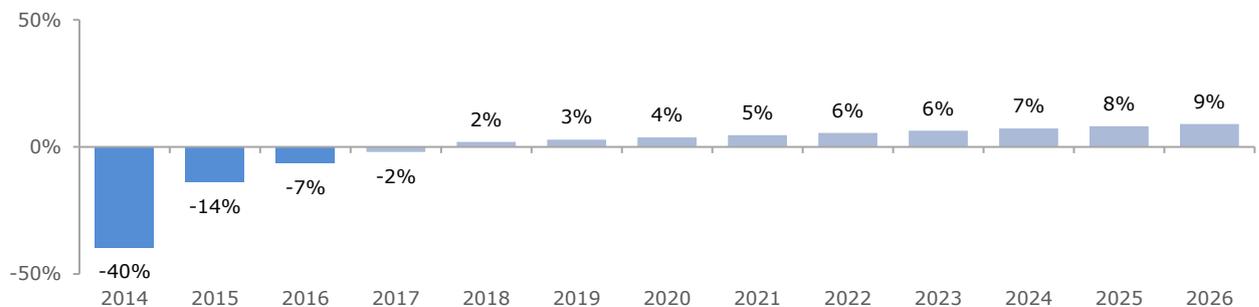
Затем мы спроецировали прогноз выручки на долю рынка, которым будет обладать Blue Argo на своих целевых рынках. Доля рынка Blue Argo на рынке доставки еды на целевых рынках возрастет с текущей 3,7% до 5,8% к 2026 году. В целом прогноз по выручке представляется нам консервативным.

**График 2. Прогноз выручки Blue Argo до 2026 года, млн USD**

**График 3. Прогноз доли Blue Argo на совокупном целевом рынке, %**


Источник: прогноз Фридом Финанс

**Прогноз уровня затрат и операционной маржи.** Один из ключевых позитивных моментов для оценки Blue Argo – приближение момента выхода в операционную прибыльность. Экстраполяция текущего тренда сокращения отрицательной маржи EBIT намечает выход в прибыльность к 2018 году, т.е. приблизительно через 2 года и этот прогноз представляется нам умеренно консервативным, учитывая, что в 2016 году компания сработала 2 квартала в плюс. При этом целевая маржа к 10-ому году будет равна 9%, что соответствует уровню более зрелых сопоставимых компаний-аналогов на рынке доставки питания и ресторанов, которые традиционно работают с невысокой маржой. Рентабельность капитала ROC достигнет уровня 12% к 2026 году.

**График 4. Прогноз будущей маржи EBIT Blue Argo**


Источник: данные компании, прогноз Фридом Финанс

**Прогноз потребности в будущих reinvestициях и адекватности рентабельности в прогнозном периоде.** Один При прогнозе капитальных затрат мы отталкивались от исторической оборачиваемости капитала и примерной потребности в логистических центрах по США для обслуживания растущей пользовательской базы. Для расширения логистики мы заложили \$2,1 млрд на будущие 10 лет.

**Средневзвешенная стоимость капитала.** Стоимость 'equity' 8,2% стала следствием применения подхода CAPM – из безрисковой ставки в 2,2% (10-летние ГЦБ США), послерычаговой беты в 1,4, снижающейся до 1,0 к 2026 году, и премии за риск инвестирования в 4,5%. Компания имеет процентный долг в \$153 млн на 2016 год, при этом мы конвертировали «неотменяемые» будущие обязательства по операционной аренде в долг, сделав соответствующие корректировки в EBIT – капитализированная аренда, ставшая долгом, в итоге стала равна \$91 млн. В результате стоимость долга была принята нами в 2,9% (исходя из данных формы S1). В итоге общая ставка дисконтирования, исходя из полученного в ходе последовательных итераций веса equity в 95% и 5% веса долга, равна 8,2%.

**Оценка стоимости Blue Arpon.** Таким образом, полученная нами оценка стоимости всей фирмы (EV) равна \$5,1 млрд. При этом большая часть стоимости приходится на терминальный период, как и стоимость большинства растущих компаний. С учетом корректировок на долг (\$244 млн), наличность (\$81 млн) и стоимости опционов менеджмента (\$130 млн) стоимость акционерного капитала, исходя из наших предположений, равна \$4,8 млрд, что на 49% превышает капитализацию по максимуму диапазона IPO в \$3,2 млрд.

Таблица 1. Модель прогноза рынков и выручки Blue Apron

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Модель целевых рынков</b>												
Продов-ый рынок США, млрд USD		782	795	808	821	834	844	853	861	870	879	888
Онлайн-продажи прод. рынка, млрд		10	11	12	13	15	16	17	18	20	21	23
Доля, %		1,2%	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%	1,9%	2,0%	2,1%	2,3%	2,4%	2,5%
Рынок ресторанов, млрд		543	554	566	577	588	597	606	614	621	628	634
Онлайн-продажи рынка рест-ов, млрд		12	17	23	28	33	39	44	48	53	58	62
Доля, %		2,2%	3,1%	4,0%	4,8%	5,7%	6,5%	7,2%	7,9%	8,5%	9,2%	9,8%
Целевой рынок, млрд USD		1 325	1 349	1 373	1 397	1 422	1 440	1 459	1 475	1 491	1 507	1 522
Темп роста, %			2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Целевой рынок онлайн, млрд USD		22	28	35	41	48	55	61	67	73	79	85
Темп роста, %			30%	23%	19%	16%	14%	11%	10%	9%	8%	7%
<b>Рынок доставки еды, млрд USD</b>		<b>2,0</b>	<b>2,8</b>	<b>3,8</b>	<b>5,4</b>	<b>7,2</b>	<b>8,2</b>	<b>9,7</b>	<b>11,4</b>	<b>13,1</b>	<b>15,0</b>	<b>16,9</b>
Доля, %		9%	10%	11%	13%	15%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
<b>Доля Blue Apron на рынке доставки еды, %</b>		<b>3,7%</b>	<b>4,5%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,8%</b>
<b>Модель выручки из операционных метрик</b>												
Домохозяйства в США, млн		125	126	127	129	130	131	132	134	135	136	137
Темп роста, %		1,1%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
<b>Клиенты как доля от домохозяйств, %</b>		<b>0,3%</b>	<b>0,7%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,0%</b>
Клиенты, млн		0,4	0,9	1,3	1,7	2,1	2,5	2,8	3,1	3,5	3,8	4,2
Темп роста, %			105%	50%	31%	22%	17%	13%	12%	11%	10%	9%
OPC (AVG заказов на клиента), млн		4,6	4,2	3,8	3,6	3,4	3,2	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0
Темп роста, %			-9%	-8%	-7%	-6%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	0%
ARPO (AVG выручка на заказ), USD		173	216	249,0	278,9	301,2	316,2	328,9	338,7	345,5	352,4	355,9
Темп роста, %			25%	15%	12%	8%	5%	4%	3%	2%	2%	1%
Выручка (клиенты * OPC * ARPO)		341	795	1 259	1 723	2 141	2 527	2 887	3 261	3 648	4 089	4 507

Источник: данные Blue Apron, прогноз Фридом Финанс

Таблица 2. Модель прогноза рынков и выручки Blue Arpon

Выручка через ARPU	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	зрелый
<i>Прирост выручки</i>	338%	133%	58%	37%	24%	18%	14%	13%	12%	12%	10%	10%	3,3%
<b>Выручка</b>	<b>341</b>	<b>795</b>	<b>1 259</b>	<b>1 723</b>	<b>2 141</b>	<b>2 527</b>	<b>2 887</b>	<b>3 261</b>	<b>3 648</b>	<b>4 089</b>	<b>4 507</b>	<b>4 939</b>	<b>5 101</b>
EBIT маржа скорректированная	-14%	-7%	-2%	<b>2%</b>	3%	4%	5%	6%	6%	7%	8%	<b>9%</b>	14%
<b>EBIT</b>	<b>-47</b>	<b>-52</b>	<b>-25</b>	<b>34</b>	<b>62</b>	<b>95</b>	<b>134</b>	<b>179</b>	<b>233</b>	<b>296</b>	<b>366</b>	<b>444</b>	<b>714</b>
NOL		130	155	121	59	0	0	0	0	0	0	0	
Налоговая ставка		35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
Налог		0	0	0	1	33	47	63	81	104	128	156	250
<b>EBIT x (1-t)</b>		<b>-52</b>	<b>-25</b>	<b>34</b>	<b>61</b>	<b>62</b>	<b>87</b>	<b>117</b>	<b>151</b>	<b>193</b>	<b>238</b>	<b>289</b>	<b>464</b>
<b>Реинвестиции (с D&amp;A)</b>		<b>56</b>	<b>142</b>	<b>153</b>	<b>150</b>	<b>151</b>	<b>156</b>	<b>181</b>	<b>212</b>	<b>278</b>	<b>311</b>	<b>393</b>	<b>90</b>
<b>FCF</b>		<b>4</b>	<b>-167</b>	<b>-118</b>	<b>-89</b>	<b>-90</b>	<b>-69</b>	<b>-64</b>	<b>-61</b>	<b>-86</b>	<b>-73</b>	<b>-104</b>	<b>374</b>
PV FCF			-154	-101	-71	-66	-48	-41	-36	-48	-38	-51	
Терминальная стоимость													11 826
PV Терминальной стоимости													5 805
<b>Имплицитированные переменные</b>	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	зрелый
Выручка/капитал	2,0	3,5	3,3	3,0	2,8	2,6	2,3	2,1	1,8	1,6	1,3	1,1	
Инвестированный капитал	172	226	368	521	670	822	978	1 158	1 371	1 649	1 960	2 353	
Коэффициент реинвестирования			-562%	443%	247%	246%	180%	155%	140%	144%	131%	136%	19%
ROC		-23%	-7%	7%	9%	7%	9%	10%	11%	12%	12%	12%	17%
EBIT x (1-t) маржа, %		-2%	2%	3%	2%	3%	4%	4%	5%	5%	6%	6%	
Реинвестиции/выручка, %		7%	11%	9%	7%	6%	5%	6%	6%	7%	7%	8%	
<b>WACC</b>			2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	зрелый
Безрисковая ставка			2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Бета послерычаговая			1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0
Премия за риск инвестирования			4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
<b>Стоимость собственного капитала</b>			<b>8,5%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,1%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,4%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,0%</b>	<b>6,7%</b>	
Ставка долга, до налогов			2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	
<b>Ставка долга, после налогов</b>			<b>1,9%</b>										
СК/Стоимость компании			95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	
Долг/Стоимость компании			5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	
<b>Стоимость капитала</b>			<b>8,2%</b>	<b>8,0%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,0%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,5%</b>	
Кумулятивная стоимость капитала			0,92	0,86	0,79	0,74	0,69	0,64	0,60	0,56	0,52	0,49	
<b>Выходные данные, млн USD</b>													
Стоимость в прогнозном периоде													-654
Стоимость в терминальном периоде													5 805
<b>EV</b>													<b>5 151</b>
- Долг (вкл. операционную аренду)													244
+ Наличность													81
- Опционы													130
<b>Собственный капитал, млн USD</b>													<b>4 858</b>
Капитализация на IPO, млн USD													3 255
<b>Целевая цена на акцию, \$</b>													<b>25,4</b>
Верхняя граница диапазона, \$													17,0
<b>Потенциал роста, %</b>													<b>49%</b>

Источники: данные Blue Arpon, прогноз Фридом Финанс

## Общий обзор привлекательности размещения

**Особенности компании и IPO: очень мощный рост, относительно близкий выход в прибыльность и апсайд к оценке.** Высокий рост выручки даже принимая внимание замедление темпов роста до 58% уже в 2017 году и до 18% к 2020 году оказывает ключевое влияние на стоимость делая денежные потоки достаточно высокими к концу прогнозного периода, при этом выход в прибыльность так же оказывает усиливающее

влияние на оценку. При этом 3,3% доля от домохозяйств США представляется нам достижимым показателем. В целом мы считаем данное размещение интересным с точки зрения потенциала роста, особенно в краткосрочном плане. Доходность в 40-50% может быть достигнута, принимая во внимание апсайд к DCF оценке, большой целевой рынок и скорый выход в прибыльность.

## Чувствительность оценки

**Мы протестировали чувствительность потенциала к оценке на IPO при различных сценариях проникновения Blue Arpon среди домохозяйств к 2026 году и разных уровнях целевой марже EBIT...**

Клиенты Blue Arpon как доля от домохозяйств США к 2026 году (%)

	2,0%	2,3%	2,5%	2,8%	3,0%	<b>3,3%</b>	3,4%	3,6%	3,7%	3,9%	4,0%
5,0%	-7%	3%	12%	22%	32%	<b>42%</b>	48%	53%	59%	64%	70%
5,8%	-7%	4%	14%	24%	33%	<b>43%</b>	49%	55%	60%	66%	72%
6,6%	-6%	4%	15%	25%	35%	<b>45%</b>	51%	56%	62%	68%	73%
7,4%	-5%	5%	16%	26%	36%	<b>46%</b>	52%	58%	64%	69%	75%
8,2%	-4%	6%	17%	27%	37%	<b>48%</b>	54%	59%	65%	71%	77%
<b>9,0%</b>	<b>-3%</b>	<b>7%</b>	<b>18%</b>	<b>28%</b>	<b>39%</b>	<b>49%</b>	<b>55%</b>	<b>61%</b>	<b>67%</b>	<b>73%</b>	<b>78%</b>
10,0%	-2%	9%	19%	30%	41%	<b>51%</b>	57%	63%	69%	75%	81%
11,0%	-1%	10%	21%	31%	42%	<b>53%</b>	59%	65%	71%	77%	83%
12,0%	0%	11%	22%	33%	44%	<b>55%</b>	61%	67%	73%	79%	85%
13,0%	1%	12%	23%	34%	45%	<b>56%</b>	63%	69%	75%	81%	87%
14,0%	2%	14%	25%	36%	47%	<b>58%</b>	64%	71%	77%	83%	89%

Целевая маржа EBIT через 10 лет (%)

# Контактная информация

## Отдел продаж

Тел: +7.727.311.10.64 | 8.800.080.31.31 | [www.ffin.kz](http://www.ffin.kz) | [info@ffin.kz](mailto:info@ffin.kz)

### Алексей Сергеевич СУЛИМЕНКО

Директор Департамента продаж инвестиционных продуктов

## Корпоративные финансы

8.800.080.31.31 | [www.ffin.kz](http://www.ffin.kz) | [corpfin@ffin.kz](mailto:corpfin@ffin.kz)

### Сакен Усер

Директор Департамента корпоративных финансов

## Руководство

### Тимур Русланович ТУРЛОВ

Генеральный директор, главный инвестиционный стратег

### Сергей Викторович ГРИШИН

Исполнительный директор

### Роман Дамирович МИНИКЕЕВ

Председатель Правления

## Адреса

### г. Алматы

Сергей ГРИШИН

Тел: +7.727.311.10.64  
Адрес: 050059, г. Алматы,  
пр-т аль-Фараби, д. 17,  
БЦ «Нурлы Тау», блок 4б,  
оф. 104/1704, 1706

### г. Москва

Дмитрий ПАНЧЕНКО

Тел: +7.495.783.91.73  
Адрес: 129090, г. Москва,  
Олимпийский пр-т, д. 14, этаж 9  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru) | [info@ffin.ru](mailto:info@ffin.ru)

## Филиалы



### Филиал в г. Астана

Гульжанат Дастанбековна  
САРЕНОВА

Адрес: 010000, г. Астана,  
Бизнес центр "Q", ул. Кабанбай  
батыра, 15А, блок А, 3 этаж  
+7.7172.55.80.67,  
+7.7172.566.924

### Филиал в г. Актау

Альбина Салимгереевна  
АШИКБАЕВА

Адрес: 130000, г. Актау, мкр-н 13,  
д. 55 («КазМорТрансФлот»)  
+7.7292.70.95.25,  
+7.7292.20.32.75,  
+7.7292.20.32.74

### Агент по консультированию клиентов г. Жанаозен

Рахима ИСМАГУЛОВА

Адрес: 130200, г. Жанаозен,  
3 мкр, БЦ «Максат», 9 офис,  
2 этаж  
+7.777.862.99.99

### Филиал в г. Актобе

Рустам Эльбрус Оглы ГАЗИЕВ

Адрес: 030000, г. Актобе,  
ул. бр. Жубановых, д. 2896, оф. 1  
+7.7132.70.37.74,  
+7.7132.55.40.06

### Филиал в г. Атырау

Руслан Хасанович ГИЛИЗИТДИНОВ

Адрес: 060000, г. Атырау,  
ул. Сатпаева, д. 50, оф. 46  
+7.7122.55.80.37,  
+7.7122.201.254

### Филиал в г. Караганда

Шоқан Балапанұлы МУСТАФИН

Адрес: 100000, г. Караганда,  
ул. Ерубаева, д. 35, оф. 42  
+7.7212.55.90.95

### Филиал в г. Костанай

Роза Жанкутыновна САРТОВА

Адрес: 110000, г. Костанай, пр.  
Аль\_Фараби, 65, БЦ Kostanay  
City, оф. 1201  
+7.7142.99.00.53

### Филиал в г. Павлодар

Евгений Васильевич МОЖЕЙКО

г. Павлодар, ул. Торайгырова,  
д.79/1, БЦ "RESPECT"  
8.800.080.31.31 вн. (762)

### Филиал в г. Тараз

Павел Владимирович  
КОНЮХОВ

Адрес: 080000, г. Тараз,  
ул. Толе би, д.93а БЦ "ARAI PLAZA"  
5 этаж, офис 5.2  
+7.7262.99.98.97

### Филиал в г. Уральск

Бауыржан Кабдыгалиевич  
МУХАМБЕТОВ

Адрес: 090000, г. Уральск,  
ул. Евразия, д. 35/2, оф. 27  
+7.7112.55.47.23

### Филиал в г. Усть-Каменогорск

Мухаметжан Тулегенович  
НУРПЕИСОВ

Адрес: 070000, г. Усть-Каменогорск,  
ул. Максима Горького, д. 50  
+7.7232.56.96.03

### Филиал в г. Шымкент

Зайра Мукатовна АБДУЛЛАЕВА

Адрес: 160000, г. Шымкент,  
ул. Туркестанская, д. 65а  
+7.7252.99.80.45

### Филиал в г. Семей

Аркад Бахтиярович ТОХТАРОВ

071400, г. Семей, ул. Дулатова,  
д. 167, оф. 120  
+7.7222.56.00.60

---

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 публикации 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, предусмотренных законодательством Республики Казахстан, в сфере деятельности оценки стоимости.

---