

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**CarGurus Inc (CARG)**Потенциал роста: **23%**Целевая цена: **\$18,5**Диапазон размещения: **\$13-15****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

США | онлайн сервис

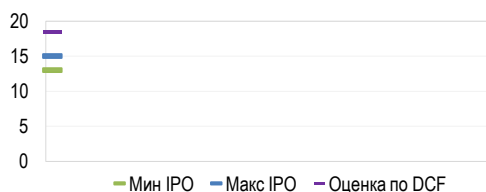
оценка перед IPO

CarGurus: растущий и уже прибыльный бизнес...

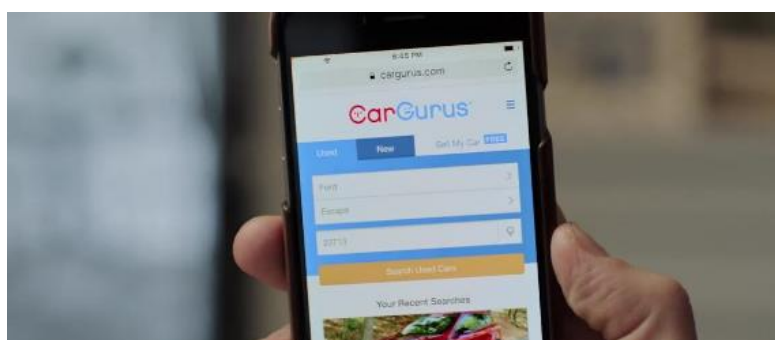
Выручка, 2016 (млн USD)	198
EBIT, 2016 (млн USD)	9
Чистая прибыль, 2016 (млн USD)	6
Чистый долг (млн USD)	0

P/E, 2016 (x)	—
P/BV, 2016 (x)	—
EV/S, 2016 (x)	—
ROA (%)	6%
ROIC (%)	28%
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	6%

Капитализация IPO (млрд USD)	1 579,6
Акции после IPO (млн шт)	105,3
Акции к размещению (млн шт)	9,4
Объем IPO/доля, (млн USD / %)	132/8,9%
Диапазон IPO (USD)	13-15
Дата IPO	11 окт
Потенциал роста (%)	23%

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

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


11 октября на NASDAQ состоится IPO быстрорастущего и прибыльного онлайн-сервиса по продаже автомобилей CarGurus в ходе, которого компания намерена привлечь \$131,6 млн. Компания развивает очень эффективный сервис существенно облегчающий процесс покупки или продажи автомобиля подбирая при этом самые эффективны цены на рынке благодаря сотрудничеству с более чем 40 тысячами автодилеров в США и мощному алгоритмическому «движку», основанному на большой накопленной базу сделок за прошлые годы.

Феноменальный рост: свыше 100% за 2016 год и выход в прибыльность. Компания растет внушительными темпами благодаря переходу в «онлайн» значительной части торговой активности на рынке продаж автомобилей – рынок розничной торговли автомобилями в США составляет \$1,3 триллиона, где 85% продаж приходится на автодилеров, значительная часть которых сейчас представлена на платформе CarGurus.

Лидерские позиции на рынке: более 40 тысяч автодилеров и 25 млн месячных посещений мобильного приложения.

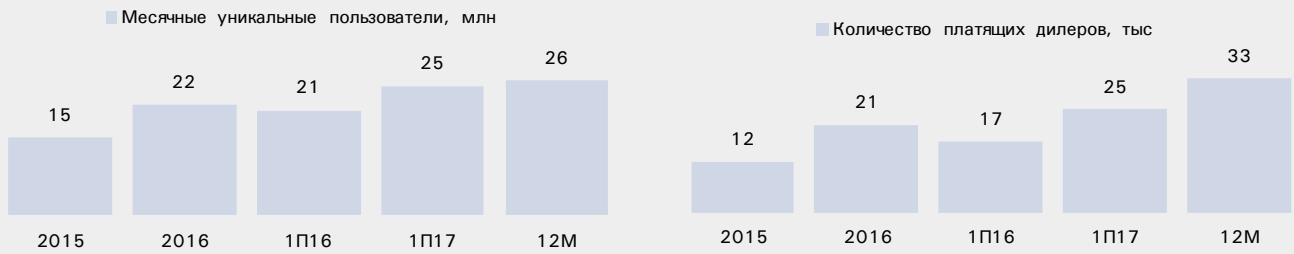
С момента основания в 2008 году компания смогла занять лидерские позиции, как по числу автодилеров на платформе, так и по количеству пользовательской базы

Большой целевой рынок и хорошие конкурентные позиции. JD Power & Associates прогнозируют рост маркетинговых расходов на продажу автомобилей через онлайн каналы с 57% в 2016 году до 70% в 2021 году, от общих расходов на маркетинговые услуги.

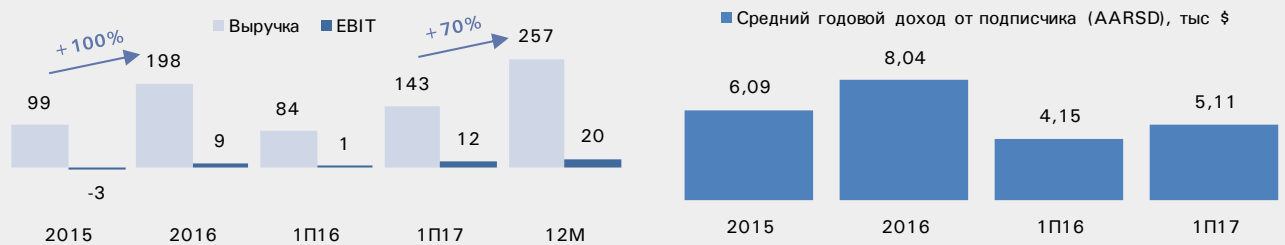
Потенциал в 23% при умеренных предположениях. Мы заложили умеренные ожидания и в тоже время в рамках текущих трендов роста, прибыльности и рентабельности бизнеса CarGurus. В рамках оценки по DCF мы видим целевую цену в \$18,5.

CarGurus: ключевые цифры

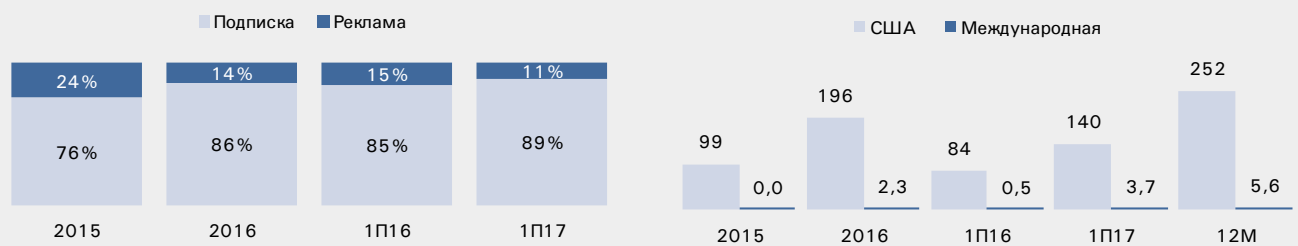
Пользовательская база и вовлеченность



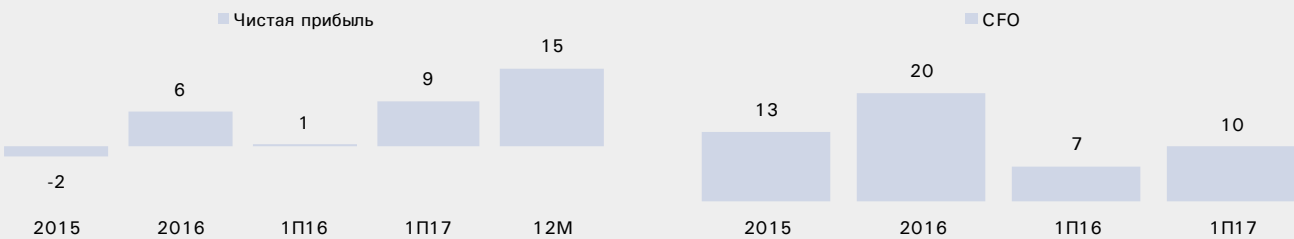
Выручка, прибыль и AARSD (средний доход на 1 платящего дилера)



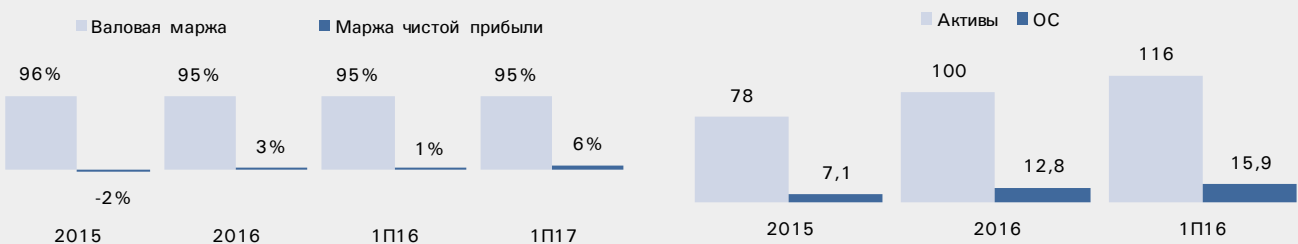
Структура выручки



Операционная прибыль и денежный поток



Маржа и активы



CarGurus: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2015	2016	1П16	1П17
Выручка	99	198	84	143
Себестоимость оказанных услуг	(4)	(10)	(4)	(8)
Валовая прибыль	94	189	80	136
Продажи и маркетинг	(82)	(154)	(68)	(105)
R&D	(8)	(11)	(5)	(8)
G&A	(6)	(13)	(6)	(9)
ЕБИТДА	(2)	10	1	14
Амортизация	(1)	(2)	(1)	(1)
ЕБИТ	(1)	12	2	15
Процентные расходы	0	1	2	3
Прочие доход/расходы	(0)	0	0	0
Доналоговая прибыль	(1)	13	4	18
Чистая прибыль	(2)	6	1	9
Рост и маржа (%)	2015	2016	1П16	1П17
Темпы роста выручки	-	101%	-	70%
Темпы роста ЕБИТДА	-	-	-	912%
Темпы роста ЕБИТ	-	-	-	648%
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	648%
Темпы роста инвест-го капитала	-	-	-	-
Валовая маржа	96%	95%	95%	95%
ЕБИТДА маржа	-2%	5%	2%	9%
ЕБИТ маржа	-1%	6%	2%	10%
NOPLAT маржа	0%	5%	2%	7%
Маржа чистой прибыли	-2%	3%	1%	6%
Cash Flow, млн USD	2015	2016	1П16	1П17
СФО	13	20	7	10
D&A	1	2	1	2
СФИ	(8)	(52)	(35)	(6)
CapEx	(8)	(7)	(2)	(3)
СФФ	50	1	0	(0)
Денежный поток	55	(31)	(28)	4
Наличность на начало года	8	63	63	32
Наличность на конец года	63	32	34	35
Справочные данные	2015	2016	1П16	1П17
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	-
EV, USD	-	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	8	7	2	3
Рабочий капитал, USD	-	-	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	-	-
BV, USD	(16)	(68)	-	(59)
Инвестированный капитал	0	42	-	48
EPS, USD на акцию	-	-	-	-
Балансовый отчет, млн USD	2015	2016	1П17	
Наличность	62	29	33	
Дебиторская задолженность	6	7	9	
Запасы	0	0	0	
Прочие краткосрочные активы	2	49	54	
Текущие активы	69	86	96	
Основные средства	7	13	16	
Прочие долгосрочные активы	1	2	4	
Сумма активов	78	100	116	
Кредиторские обязательства	10	16	18	
Начисленные обязательства	4	8	11	
Текущая часть ДС долга	1	1	1	
Отложенная выручка	1	3	5	
Прочие	0	0	0	
Текущие обязательства	16	29	34	
ДС долг	0	0	0	
Финансовая аренда	4	6	6	
Прочие долгосрочные обязательства	0	1	1	
Долгосрочные обязательства	4	7	8	
Привилегированные акции	73	133	133	
Собственный капитал	(16)	(68)	(59)	
Обязательства и капитал	78	100	116	
Поэлементный анализ ROIC	2015	2016	1П17	
Маржа NOPLAT, %	0%	5%	7%	
ICTO, x	-	4,7x	3,0x	
AICTO, x	-	-	-	
ROIC, %	-	28%	31%	
Себестоимость/выручка, %	4%	5%	5%	
Операционные издержки/выручка, %	103%	96%	91%	
WCTO, x	-	-	-	
FATO, x	13,8x	15,5x	9,0x	
Ликвидность и структура капитала	2015	2016	1П17	
ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-	
Текущая ликвидность, x	4,2x	2,9x	2,8x	
Долг/общая капитализация, %	-	-	-	
Долг/активы, %	6%	7%	6%	
Долг/собственные средства, x	-	-	-	
Долг/IC, %	122,5x	0,2x	-	
Собственные средства/активы, %	-	-	-	
Активы/собственный капитал, x	-	-	-	
Мультипликаторы	2015	2016	1П17	IPO
P/B, x	-	-	-	-
P/E, x	-	-	-	109x
P/S, x	-	-	-	6,1x
EV/ЕБИТДА, x	-	-	-	69x
EV/S, x	-	-	-	6,0x

CarGurus: ключевые факты

Какую «проблему решают» и модель выручки. CarGurus это глобальный онлайн-сервис по продаже автомобилей объединяющий покупателей и автодилеров новых и подержанных автомобилей.

Компания зарабатывает от 2 источников: это плата от дилеров за доступ к платформе и плата от рекламодателей, среди которых как правило автопроизводители и связанные с автопромом компании, рекламирующие свои продукты и услуги.

По сути компания создает двусторонний канал эффективного взаимодействия для покупателей и автодилеров обеспечивая прозрачное и единое ценообразование аккумулируя данные о ценах на более чем 5 млн автомобилей в США. Компания сумела агрегировать и создать аналитическое ПО для обработки разрозненной и уникальной информации о ценообразовании на различных локальных рынках, рейтинги дилеров исходя из оценок, поставленных пользователями - то есть фактически компания создала инструмент для упрощения процесса продажи автомобилей.

Одним из главных алгоритмов является так называемый запатентованный алгоритм "Instant Market Value", который определяет рейтинг сделки путем выявления рыночной стоимости любого автомобиля на конкретном рынке и одновременно показывает рейтинг конкретного дилера. Также CarGurus рейтингует конкретную сделку по градациям: «отличная сделка, хорошая сделка, справедливая сделка, высокая цена и завышенная цена». Такой функционал вместе с накопленными за данными по сделкам позволил компании серьезно нарастить пользовательскую базу, что в свою очередь привлекло автодилеров, которые нашли в сервисе эффективный канал привлечения.

По данным на конец июня 2017 года в платформе CarGurus было представлено 40 тысяч автодилеров из США, при этом количество платящих дилеров было равно 25 тысячам. Платформа дает возможность выбора среди более сем 5,4 млн автомобилей - это самое большое покрытие среди доступных на любом из крупнейших онлайн-рынков автомобилей в США. В дополнение к Соединенным Штатам, CarGurus уже представлена в Канаде, Великобритании и Германии. В месяц сервисом CarGurus пользуется 25 млн уникальных пользователей, при этом регистрируется 66 млн сессий, то есть в среднем по 2,6 сессий на человека в месяц.

CarGurus является самой посещаемой онлайн площадкой по продаже автомобилей в США – так по данным comScore, во 2 квартале 2017 года у CarGurus было в 2,3 раза больше посещений нашего американского веб-сайта, как и любого другого крупного американского онлайн-автомобильного рынка, по сравнению с 1,8 раза больше, чем за тот же период в 2016 году.

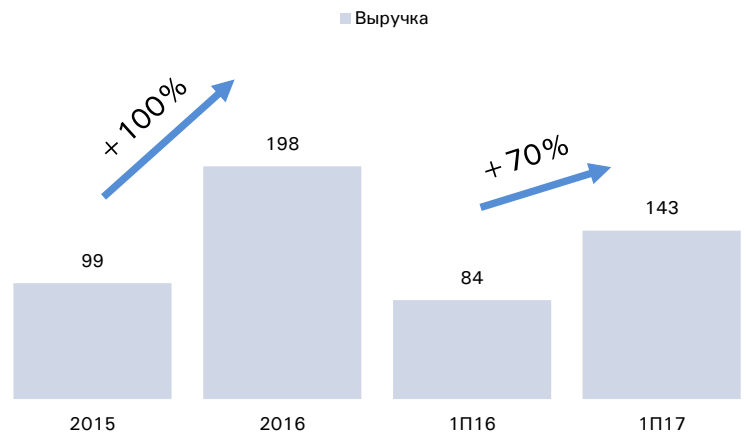
Основные конкуренты CarGurus это онлайн-площадки по продаже автомобилей в США: AutoTrader.com, Cars.com и TrueCar.com.

Но примечательно, что 62% ежемесячных уникальных посетителей CarGurus не посещали ни одно из других крупных онлайн-сервисов в США по данным за 2 квартал 2017 года.

CarGurus показывает феноменальный более чем 100% рост выручки и при этом уже становится прибыльным выйдя на чистую прибыль по итогам 2016 года и при этом почти не имеет процентного долга, финансируясь привилегированными конвертируемыми акциями от инвесторов. В 2016 году выручка CarGurus выросла на 100% с \$99 млн до \$198 млн, при этом компания показала чистую прибыль в \$6 млн против убытка в -\$2 млн годом ранее. Как показало 1 полугодие 2017 года этот тренд выхода в прибыль имеет твердую основу – за полгода CarGurus уже прибылен в размере \$9 млн.

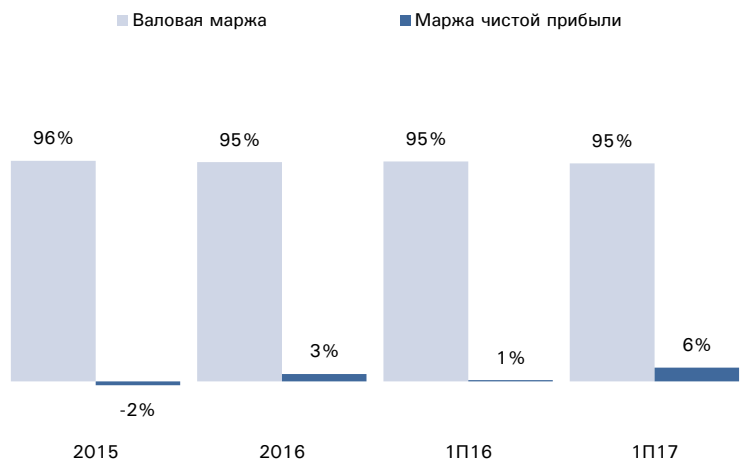
Основная причина такого бурного роста – это высокие темпы роста базы дилеров при одновременном росте средней выручки на 1 дилера (AARSD). По итогам 2016 года 21 тысяча платящих дилеров платила в среднем оп 8 тысяч долларов за доступ к платформе в течение 1 года. При этом доход на 1 дилера-подписчика вырос на 32%, а само количество дилеров возросло на 73%. Что важно отметить, компания уже начала активно наращивать дилерскую базу в Европе – количество дилеров, которые платят в этом регионе возросло с 53 в 2015 году до 952 в 2016 году.

График 1. Выручка CarGurus в 2016 году выросла на 100% (млн USD)



Источник: данные компании

График 2. CarGurus стал прибылен в 2016 году и динамика прибыльности в целом довольно стабильна и в 1ПГ 2017 года (%)



Источник: данные компании

Конкурентные преимущества: технологичность бизнеса, большая база дилеров и клиентов, сообщество автолюбителей и самое посещаемое мобильное приложение в США. CarGurus.com использует математические алгоритмы для анализа и сравнения цен и характеристик автомобиля для продажи. Его основным преимуществом является прозрачность и нейтральность во время процесса покупки и продажи, что предоставляет потребителям полную информацию, необходимую для принятия решений о покупке автомобиля. Их алгоритмы анализа данных обрабатывают миллионы списков автомобилей, чтобы предоставить лучшие предложения в конкретном регионе. CarGurus имеет очень интерактивный форум, на котором покупатели автомобилей могут публиковать вопросы по любой теме, связанной с авто. Кроме того, в компании есть штат «экспертов» CarGurus, которые также отвечают на вопросы на форуме. CarGurus является самым посещаемым сайтом посвященным продаже автомобилей в США, при этом 71% контактов с дилерами происходит с мобильного приложения.

Причина высоких темпов роста: переход из оффлайна в онлайн.

Бурный рост выручки компании обусловлен уникальными предложениями для клиентов, которые позволяют улучшить качество покупки автомобиля на рынке. Стоит отметить, что данный сегмент демонстрирует переход сегмента в онлайн пространство, «средний покупатель» тратит 14 часов для подбора автомобиля в сети перед покупкой. Таким образом, рост активных пользователей на рынке, позволяет качественно монетизировать присутствие дилеров путем продажи маркетинговых инструментов и дополнительных функций путем подписок. Рынок продолжает активно развиваться, розничная торговля автомобилями составляет \$1,3 триллиона, где 85% продаж приходится на дилеров.

Целевой рынок и стратегия роста. Основным фактором роста для сервисов подобных CarGurus является переток маркетинговых бюджетов автодилеров в онлайн сегмент. JD Power & Associates прогнозируют рост маркетинговых расходов через онлайн каналы с 57% в 2016 году до 70% в 2021 году, от общих расходов на маркетинговые услуги. На этом фоне CarGurus планирует интегрировать дополнительные инструменты, для улучшения монетизации и эффективности для активных пользователей, что приведет к росту среднего дохода на 1 дилера. Дополнительным триггером для роста может послужить географическое расширение на Великобританию, Канаду и Германию, где показатель роста монетизируемых дилеров увеличился с 952 в 2016 году до уже 1 694 на 1 полугодие 2017 года. Более того, в данных географических локациях бизнес модель CarGurus может быть успешно интегрирована и конкурентоспособна, на фоне фактора схожести рынка с преобладанием дилерских продаж.

Умеренная модель оценки CarGurus дает апсайд в 23%

Предположения по выручке: замедление с 100% до 20% к 2021 году.

Для прогноза выручки на 2017 год мы использовали уже доступные данные по 1ПГ 2017 года. Так за 6 месяцев этого года компания заработала уже \$143 млн, а согласно истории, за последние 8 кварталов с 2015 года на 2-ую половину года в среднем приходится 59% годовых продаж, что проецирует выручку в 372 млн по 2017 году в целом, что на 88% выше уровня 2016 года – темп роста будет замедляться против 100% роста в 2016 году.

Для прогноза на 10 лет мы использовали ожидаемые темпы роста количества платящих дилеров как в США (где мы ожидаем замедления после достижения отметки в 43 тысячи в 2019 году) так и в Европе.

При этом мы заложили удвоение среднегодового дохода от подписчиков, что представляется нам реальным на фоне текущих более чем 30% темпов роста, которые мы радикально замедлили до уже 6% к 2020 году.

В итоге наша модель проецирует постепенное замедление темпов роста выручки CarGurus с текущих аномальных более чем 100% в год до 88% в 2017, 59% в 2018 и уже 43% в 2019 году. Уже к 2021 году темпы роста снизятся до 20% в год.

Предположения по операционной марже: рост с 7% до 15%. Для прогноза маржи мы использовали текущие темпы сокращения затрат и основным драйвером роста прибыльности сделали маркетинговые расходы – мы заложили их снижение с 73% в 1ПГ 2017 года до 65% через 10 лет, что кажется нам вполне достижимым показателем учитывая сетевой эффект CarGurus и размывание расходов на фоне роста выручки.

Реинвестиции: в среднем 90 млн в год или 74% валового денежного потока. Для прогноза CapEx мы прогнозировали сначала рост уровня валового реинвестирования с 91% в 2016 году до 114% в 2018 и затем постепенное снижение до среднеотраслевых 32% спустя 10 лет. При этом уровень оборачиваемости Sales/Capital колебался между 3,5 – 4,89, что находится примерно в пределах отраслей нормы для онлайн-сервисов. FCFE становится положительным к 2020 году.

WACC. Затраты на капитал учитывая почти 100% долю equity в структуре капитала равны 8,6%. При коэффициенте бета 1,36, безрисковой ставке 2,3% и премии за риск инвестирования в акции 4,6%.

С учетом всех этих предположений оценка всей фирмы достигает \$1,88 млрд. После вычета капитализированной операционной аренды в \$28 млрд, наличности на счетах в \$33, поступлений от IPO в \$132 млн и стоимости опционов в \$73 млн оценка акционерного капитала, по нашему мнению, находится на уровне \$1,9 млрд, что на 23% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$1,58 млрд.

Наша целевая цена таким образом составила \$18,5 за акцию.

Иллюстрация 1. Модель выручки CarGurus исходя из количества дилеров и средней выручки на 1 дилера

Модель выручки	2015	2016	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Количество платящих дилеров, тыс	12	21	33	46	59	68	76	82	88	94	99	102
темп роста, %		73%	57%	37%	30%	15%	12%	8%	7%	6%	5%	4%
США	12	20	29	37	44	45	46	48	49	51	52	54
темп роста, %		66%	43%	27%	18%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Международные	0	1	4	9	15	23	30	35	39	43	46	49
темп роста, %		1696%	345%	102%	80%	50%	30%	15%	13%	10%	8%	5%
Выручка, млн USD	99	198	372	591	843	1 047	1 252	1 430	1 615	1 792	1 956	2 088
темп роста, %		101%	88%	59%	43%	24%	20%	14%	13%	11%	9%	7%
Подписка	75	171	341	556	805	1 005	1 206	1 381	1 563	1 737	1 899	2 030
темп роста, %		128%	99%	63%	45%	25%	20%	15%	13%	11%	9%	7%
Реклама	23	27	31	35	38	42	46	49	52	54	57	58
темп роста, %		14%	15%	12%	11%	10%	8%	7%	6%	5%	4%	3%
Средний доход от дилера (AARSD), тыс \$	6	8	10	12	14	15	16	17	18	19	19	20
темп роста, %		32%	27%	19%	12%	6%	4%	4%	3%	2%	2%	2%
США	6,1	8,4	11,7	14,0	16,6	19,0	21,1	22,8	24,4	25,9	27,0	27,9
темп роста, %		38%	39%	20%	18%	15%	11%	8%	7%	6%	5%	3%
Международные	0,4	2,4	3,2	4,2	5,3	6,4	7,5	8,4	9,3	9,9	10,5	10,9
темп роста, %		486%	32%	31%	25%	21%	18%	12%	10%	7%	6%	4%

Источник: данные компании

Иллюстрация 2. Модель оценки CarGurus

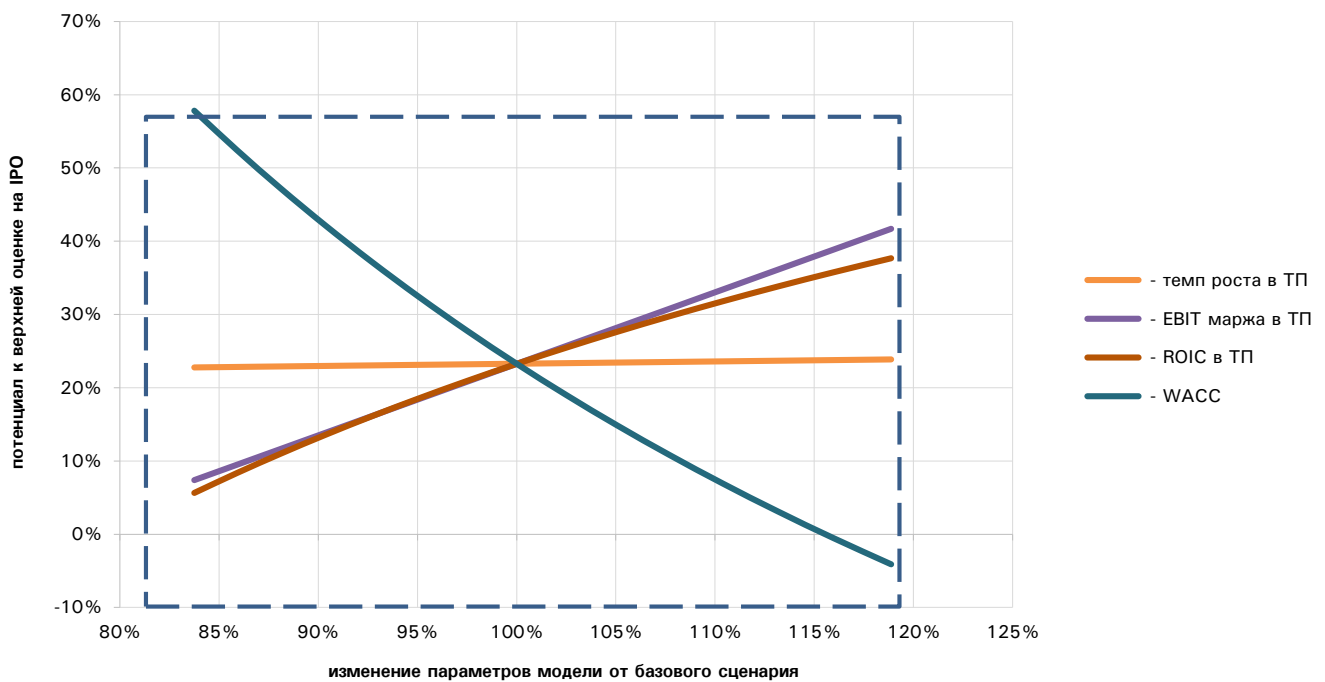
Прогнозный период, млн USD	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	зрелый
<i>рост выручки, %</i>		101%	88%	59%	43%	24%	20%	14%	13%	11%	9%	7%	3,3%
(+) Выручка	99	198	372	591	843	1 047	1 252	1 430	1 615	1 792	1 956	2 088	2 158
(x) Операционная маржа	0%	7%	12%	12%	12%	12%	13%	13%	13%	14%	14%	15%	15%
(=) EBIT	-3	14	44	70	101	127	157	186	217	249	281	319	330
Налоговая ставка		17%	20%	30%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
(-) Налог на EBIT	-1	2	9	21	35	44	55	65	76	87	98	112	115
(=) NOPLAT	-2	12	35	49	66	82	102	121	141	162	183	207	214
(+) DD&A	1	9	11	9	16	25	33	42	50	57	64	68	
(-) валовые реинвестиции	8	19	51	67	82	93	103	108	110	107	100	89	103
(=) FCFE	(8)	2	(6)	(8)	1	14	32	54	81	112	146	186	111
(x) фактор дисконта			0,92x	0,85x	0,78x	0,72x	0,67x	0,62x	0,58x	0,54x	0,50x	0,47x	
PV FCF			(5)	(7)	0	10	21	34	47	60	73	87	
Терминальная стоимость													3 099
PV Терминальной стоимости													1 450
Факторы модели	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	
Выручка/капитал, x		2,82x	4,89x	4,44x	4,26x	3,93x	3,72x	3,55x	3,49x	3,49x	3,56x	3,66x	
Инвестированный капитал		70	76	133	198	266	337	403	463	513	549	570	
Чистое реинвестирование, %		159%	148%	136%	124%	113%	101%	89%	78%	66%	55%	43%	48%
Валовое реинвестирование, %		91%	113%	114%	99%	87%	76%	67%	58%	49%	41%	32%	
ROIC, %		17%	46%	37%	33%	31%	30%	30%	30%	32%	33%	36%	6,9%
Маржа NOPLAT, %		6%	9%	8%	8%	8%	8%	8%	9%	9%	9%	10%	
Расчет WACC			2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	
Безрисковая ставка			2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	
Бета послерычаговая			1,36	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	
ERP			4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	
Стоимость equity			8,6%	8,8%	8,3%	8,3%	7,9%	7,9%	7,9%	7,4%	7,4%	6,9%	
Ставка долга			7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	
Ставка долга			6,3%	5,5%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	
Equity/EV			99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	
Долг/EV			1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
WACC			8,6%	8,7%	8,3%	8,3%	7,8%	7,8%	7,8%	7,4%	7,4%	6,9%	
Кумулятивная стоимость			0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x	
Оценка, млн USD													
(=) Стоимость в прогн. периоде													321
(+) Стоимость в терм. периоде													1 450
(x) на дату оценки													1,06x
(=) EV													1 884
(-) Долг													28
(+) Наличность													33
(+) Пост-ия от IPO													132
(-) Стоимость опционов													73
(=) Оценка капитала													1 947
Рыночная капитализация													1 580
Целевая цена, USD													18,5
Макс. диапазона, USD													15,0
Потенциал роста, %													23%

Источник: данные компании

Тест на чувствительность оценки CarGurus: от -4% до 58%

Мы протестировали нашу модель оценки по параметрам: темпу роста в терминальном периоде, EBIT марже в терминальном периоде, ROIC в терминальном периоде и WACC в прогнозном периоде. В итоге наиболее чувствительна модель оценки к стоимости капитала WACC. При изменении параметра WACC на +/- 16% потенциал роста к оценке IPO менялась от -4% до 58%.

Иллюстрация 3. Чувствительность модели оценки CarGurus



Источник: данные компании

Факторы риска для CarGurus

Риск связанный с автодилерами. Бизнес CarGurus существенно зависит от отношений с дилерами, а подписанные соглашения с дилерами не содержат долгосрочных контрактных обязательств. В случае если значительное количество дилеров прекратит подписку, финансовые результаты могут существенно и неблагоприятно пострадать.

Переток рекламы на платформы конкурентов в случае технологического сдвига. Если дилеры или рекламодатели сократят расходы на рекламу в платформе CarGurus это серьезно ограничит доходы от рекламы.

Ужесточение конкуренции. Улучшение или совершенствование алгоритмов и функционала конкурентных платформ может привести к оттоку пользовательской базы и ужесточению конкуренции, что приведет к росту маркетинговых затрат и надавит на прибыль.