Велес Капитал
ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР
31 августа 2018 г.

+7 (495) 258-19-88
research@veles-capital.ru

Mail.ru Group

Цель: 30,3 долл. (+39,4%) «ПОКУПАТЬ»

Не только игры и социальные сети

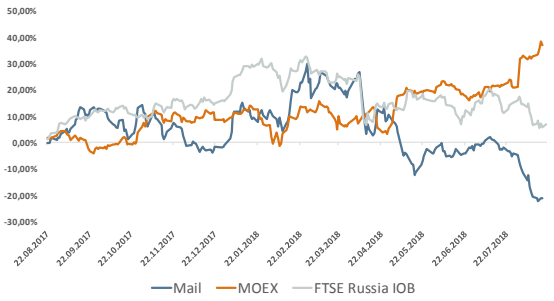
Аналитик: Артем Михайлин
Эл.почта: AMykhailin@veles-capital.ru

Mail.ru Group на протяжении двух последних кварталов превосходил ожидания инвесторов и аналитиков относительно выручки, но достижение высоких темпов роста требует значительных затрат, и компании пока не удалось продемонстрировать улучшение рентабельности. Вызывают опасения также перспективы основного бизнеса группы: игрового направления и социальных сетей. На фоне увеличенных макроэкономических рисков и неудовлетворительных результатов полугодия Mail значительно потерял в капитализации. Мы постарались оценить перспективы новых направлений деятельности компании и ее базовых сегментов для того, чтобы выявить возможные точки роста в бумагах Mail. На основе анализа методом SOTP мы оцениваем справедливую стоимость GDR Mail в 30,3 доллара за бумагу и присваиваем рекомендацию «ПОКУПАТЬ».

Содержание:

- Результаты первого полугодия
- Анализ сегментов
- Оценка
- Финансовая модель

Динамика GDR Mail, индекса Мосбиржи, индекса FTSE Russia IOB



Источник: данные биржи;

Информация о GDR компании

Тикер на LSE	MAIL
Текущая цена, долл.	21,7
Мин/Макс цена, 12м	21,5/38
Справедливая цена, долл.	**30,3**
Потенциал,%	*39,4%*
Рекомендация	Покупать

Результаты первого полугодия

- В первом полугодии выручка операционных сегментов выросла на 29% г/г до 33,6 млрд руб. Рекламная выручка продолжает занимать наибольшую долю в общей сегментной выручке группы и в первом полугодии увеличилась на 39% г/г до 13,9 млрд руб. Темпы роста рекламной выручки Mail по-прежнему опережают рост рынка интернет-рекламы, который прибавил, по данным АКАР, 21% г/г в первом полугодии. Частично это объясняется ростом популярности рекламы на мобильных устройствах и в социальных сетях. Более 64% рекламной выручки социальных сетей Вконтакте и Одноклассники пришлось на мобильную рекламу.
- Основным источником роста рекламной выручки остаются социальные сети. Вконтакте продолжает демонстрировать отличные показатели роста прибавив 60% г/г по выручке и на 30% увеличив потребление контента во втором квартале текущего года. Другие социальные сети, Одноклассники и Мой Мир, стагнируют и, несмотря на рост рекламной выручки, нарастили доходы всего на 0,3% г/г. Доля Mail в поиске продолжает снижаться и опустилась до 2,16% на конец июня.

Финансовые показатели компании за 1П 2018 г.

Финансовые показатели, млн руб.	1П 2017	1П 2018	+/-
Совокупная выручка группы:	26 020	33 577	*29,0%*
Интернет-реклама	9 980	13 849	*38,8%*
ММО-игры	7 834	10 446	*33,3%*
IVAS социальных сетей	7 011	7 097	*1,2%*
Другое	1 195	2 185	*82,8%*
Скорр. EBITDA	9 218	7 652	*-17,0%*
Рентабельность по скорр. EBITDA	*35%*	*23%*	
Скорр. чистая прибыль	6 230	3 039	*-51,2%*
Рентабельность по скорр. чистой прибыли	*24%*	*9%*	

Структура выручки, млн руб.	1П 2017	1П 2018	+/-
Совокупная выручка группы:			
Почтовый сервис, портал и IM	2 339	2 499	*6,8%*
Социальные сети (без ВК)	8 106	8 134	*0,3%*
Онлайн-игры	7 882	10 960	*39,1%*
Вконтакте	5 382	8 600	*59,8%*
Поиск, E-commerce и другое	2 659	3 506	*31,9%*
Выбытие	-348	-122	*-64,9%*

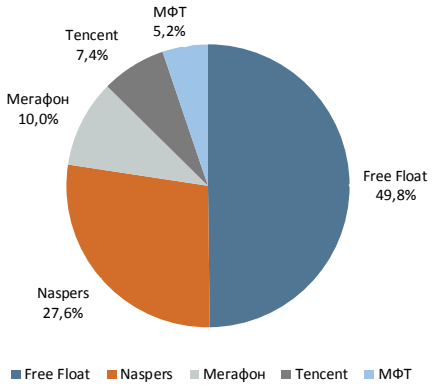
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Данные аналитические материалы ИК «Велес Капитал» могут быть использованы только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты приведенной в них информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов не по назначению. Данный документ не может рассматриваться как основание для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2018 г.

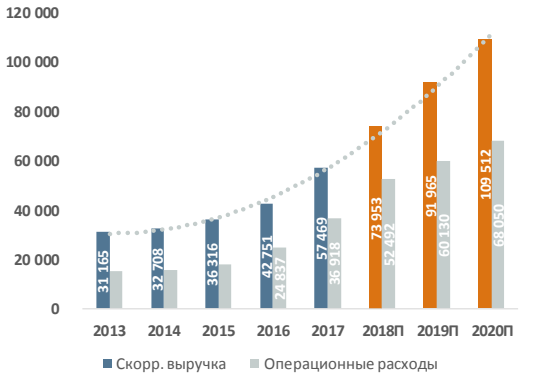
- Выручка почтового сервиса и сервисов мгновенных сообщений увеличилась только на 7%, значительно отставая от общего роста выручки группы.
- Интернет-компании по-прежнему сложно дается переход от десктопных к мобильным IVAS поэтому выручка этого направления увеличилась всего на 1% г/г. Mail видит продолжение тенденции к снижению выручки IVAS в процентах от общей выручки группы несмотря на попытки создать новые инициативы на мобильных устройствах в этой сфере.
- Игровое направление в первом полугодии демонстрировало отличные темпы роста доходов. Выручка сегмента онлайн-игр увеличилась на 39% г/г и составила 33% от всей выручки Mail. Поспособствовали этому успешные запуски новых проектов (например, Hustle Castle) и рост международных проектов Warface и War Robots. Выручка на международном рынке выросла уже до 63% от всей игровой выручки и теперь более 20% выручки компании приходится на международные игровые проекты.
- Одно из последних приобретений Mail – киберспортивная компания ESforce, которая после проведения полноценного анализа деятельности была включена в прогнозы группы. По итогам года выручка этого бизнеса может вырасти на 80-100% г/г, а убытки могут сократиться вдвое. Mail ожидает выхода ESforce на окупаемость к концу года.
- Delivery Club за первое полугодие получил выручку в 866 млн руб., а размер месячной активной аудитории на мобильных устройствах во втором квартале вырос на 30%. Mail ожидает, что во втором полугодии выручка увеличиться более чем на 50% г/г, и Delivery Club уже к концу года выйдет на безубыточность. Сервис Юла, монетизация которого началась в конце прошлого года, достигла месячной выручки в 100 млн руб. за июнь. Относительно Pandao, который был запущен в конце прошлого года, Mail не раскрывает отдельно финансовых показателей, однако операционные показатели демонстрируют рост.
- Наиболее разочаровывающей стала для инвесторов динамика скорр. EBITDA и рентабельности. Скорр. EBITDA группы в первом полугодии сократилась почти на 17% г/г до 7,6 млрд руб., а рентабельность по скорр. EBITDA упала с 35,4% до 22,8%. Значительно занизили рентабельность группы возросшие расходы на персонал (+42,3% г/г), рекламу (+72,4% г/г) и агентские/партнерские комиссии (+86,1% г/г). Рентабельность игрового подразделения упала до 9,4% по итогам второго квартала и до 13,7% по итогам полугодия против 28,6%, наблюдавшихся годом ранее. В Mail объясняют такое снижение сезонностью в

Структура капитала компании



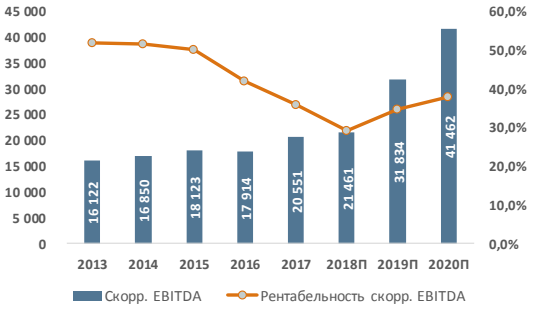
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика суммарной выручки с учетом корректировок компании и операционных расходов, млн руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика скорр. EBITDA и рентабельности скорр. EBITDA



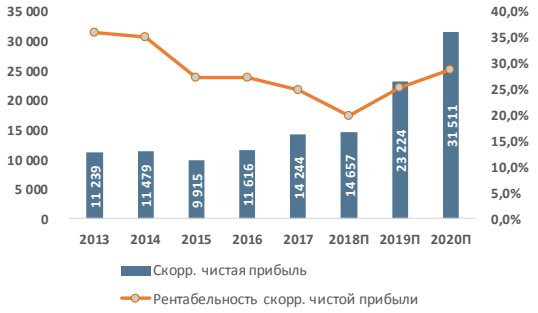
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

выпуске игровых проектов, из-за чего в выручке стали доминировать мобильные игры, имеющие меньшую маржинальность.

- Рентабельность социальных сетей также снизилась: у Вконтакте с 69,7% до 57%, а у других социальных сетей с 66,5% до 58,9%. Среди новых проектов наибольшее давление на рентабельность, по нашей оценке, оказывают Юла и Pandao. Delivery Club уже прошел пик инвестиционной активности, но все еще продолжает оставаться убыточным. Консолидация ESforce также не пошла на пользу скорр. EBITDA интернет-компании. По словам менеджмента, ситуация должна улучшиться во втором полугодии.
- Чистая прибыль за полугодие составила 3 млрд руб., что на 51,2% меньше, чем годом ранее, а рентабельность по чистой прибыли упала с 23,9% до 9,1%. На конец июня денежные средства и эквиваленты составили 8,6 млрд руб. против 15,4 млрд руб. в начале года. Капитальные затраты в первом полугодии увеличивались примерно на уровне роста суммарной выручки.

Несмотря на значительный рост выручки, опережающий прогнозы, Mail не смог продемонстрировать уровень рентабельности бизнеса, который ожидали инвесторы. Этот фактор в купе с возросшими макроэкономическими рисками привел к существенному падению цены GDR интернет-компании по сравнению с прошлым годом.

Динамика скорр. чистой прибыли и рентабельности скорр. чистой прибыли



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Структура операционных расходов на 2К 2018 года

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Анализ сегментов

Реклама и социальные сети

- Согласно нашим прогнозам рекламная выручка группы вырастет на 31,4% г/г до 31,2 млрд руб. по итогам 2018 г. Рынок онлайн-рекламы может вырасти до 196-199 млрд руб. по итогам этого года, а рекламная выручка Mail продолжит расти значительно быстрее рынка на фоне ускоренного роста сегмента мобильной рекламы и рекламы в социальных сетях. Доля Mail на рынке онлайн рекламы России может составить порядка 16% по итогам этого года и в течении нескольких лет вырасти до 20%. Кроме этого, согласно нашим ожиданиям, реклама в лентах социальных сетей продолжит составлять основу рекламной выручки компании. Вторая половина года обычно является более удачной (чем первая) в силу значительной сезонности рекламного бизнеса компании.
- Одним из основных активов для Mail остается социальная сеть Вконтакте (ВК). По итогам 2017 г. на нее приходилось более 24% всей выручки, а по итогам текущего года ее доля может вырасти до 28% от всей сегментной выручки группы. Мы ожидаем рост выручки социальной сети на 50% в 2018 г.
- На конец 2017 г. ВК имел месячную активную аудитория в 97 млн. пользователей, из которых на мобильные устройства приходилось 84%. Количество новых пользователей социальных сетей в России в 2017 г. выросло на 23% г/г, а рекламные бюджеты, относящиеся на социальные сети, выросли на 36% г/г. Основные доходы Вконтакте получает благодаря рекламе в ленте и, скорее всего, эта тенденция сохранится несмотря на новые инициативы Mail в области мобильных IVAS. Число активных пользователей, по нашим прогнозам, скорее всего не будет активно расти, тем не менее у ВК есть значительный потенциал в области монетизации существующей базы. Наиболее сильным конкурентом в области мобильной рекламы у Вконтакте остается Instagram, который удвоил аудиторию в России в течение 2-х последних лет. Тем не менее, мы ожидаем, что доля ВК на российском рынке останется стабильной, что при значительном росте рекламных бюджетов, относящихся на мобильные устройства, будет поддерживать рост сети. Относительно EBITDA мы ожидаем по итогам года значения 12,5 млрд руб., что соответствует рентабельности в 60%. Несмотря на сезонное снижение рентабельности в первом полугодии, менеджмент прогнозирует ее увеличение во второй половине года.
- Другие социальные сети, которыми владеет Mail, Одноклассники (ОК) и Мой Мир, демонстрируют заметно более скромные результаты чем ВК. Мы полагаем, что их

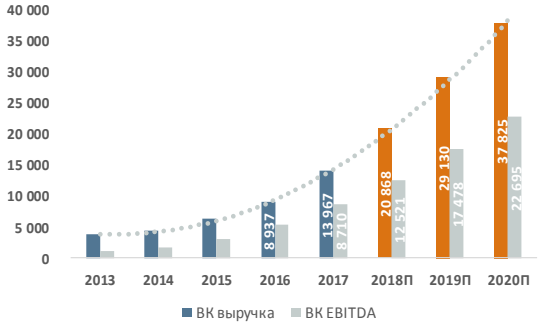
Сопоставление темпов роста рекламной выручки Mail и рынка интернет-рекламы России, % г/г

Источник: данные компании, АКАР;

Динамика российского рынка интернет-рекламы

Источник: АКАР; оценка: Велес Капитал

Динамика выручки и EBITDA Вконтакте, млн руб.

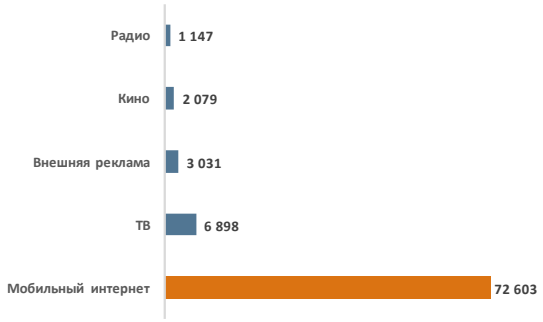


Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

выручка по итогам 2018 г. останется примерно на уровне прошлого года и составит 16,2 млрд руб. Согласно нашим прогнозам, несмотря на рост рынка рекламы, 5-летний CAGR социальных сетей без учета ВК составит -2,3%.

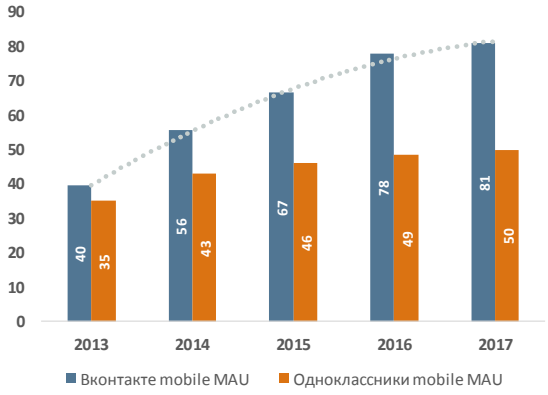
- Месячная активная аудитория Одноклассников в 2017 году выросла на 1% г/г и составила 71 млн пользователей при проникновении мобильных устройств в 70%. В целом активная аудитория ОК демонстрировала негативную динамику с 2014 по 2016 г. Процент удержания пользователей у Одноклассников в 2017 г. составил 52% против 62% у ВК практически не демонстрируя роста, а доля социальной сети на российском рынке уменьшилась за 2 года на 2 п.п. до 26%. Mail в 2017 г. отчитывался о значительном росте выручки ряда рекламных форматов Одноклассников. Доходы от видеорекламы выросли на 117% г/г, а количество просмотров на 60%. Рост выручки от медийной рекламы составил 36% г/г, а от рекламы в мобильных форматах 32% г/г. Однако в целом последние тенденции могут говорить в пользу снижения выручки социальных сетей без учета ВК, пусть и постепенного. Рентабельность по EBITDA Одноклассников и сети Мой Мир снизилась с 73% в 2015 г. до 63% в 2017. Мы оцениваем EBITDA сегмента на уровне 9,8 млрд руб. по итогам 2018 г. и ожидаем продолжения тенденции к снижению рентабельности в будущем.
- Значительную часть выручки социальных сетей и всей компании в целом по-прежнему составляют IVAS (Internet value-added services) социальных сетей, хотя их доля продолжает снижаться, и Mail ожидает схожих результатов в будущем. По нашему мнению, выручка Community IVAS по итогам 2018 года останется примерно на уровне прошлого года и составит 13,6 млрд руб. Мы прогнозируем снижения выручки Community IVAS до 18% от всей выручки Mail к концу текущего года. Подобные изменения связаны прежде всего с трудностями в создании IVAS на мобильных устройствах по сравнению с десктопными, хотя у компании есть ряд перспективных инициатив в этой области. Одной из таких инициатив можно назвать сервис VK Music, который уже нарастил базу подписчиков до 1,5 млн. пользователей.
- Почтовый сервис и сервисы мгновенных сообщений обеспечивают Mail дополнительные рекламные доходы. В 2018 г. мы прогнозируем выручку данного сегмента на уровне 5,5 млрд руб., что на 5% больше, чем годом ранее. При этом мы полагаем, что постепенные изменения в средствах коммуникации могут привести к снижению выручки в будущем. Мы ожидаем пятилетний CAGR выручки в -1,7%. Компания имеет в собственности три сервиса мгновенных сообщений: ТамТам (3 млн. загрузок на сентябрь 2017 года), ICQ (ежемесячная активная аудитория 11 млн чел.) и Агент Mail.ru (ежемесячная активная аудитория 18,8 млн чел.). Подробных сведений

Вклад различных категорий в рост глобального рынка рекламы 2017-2020П, млн долл.



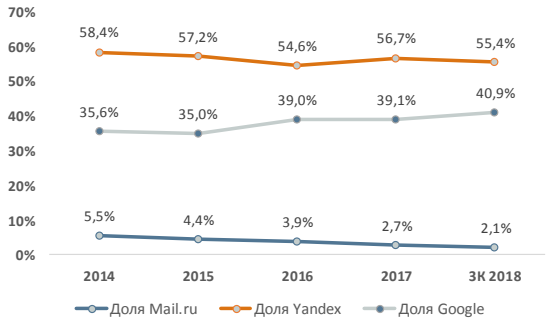
Источник: Zenith; оценка: Велес Капитал

Сопоставление месячной активной аудитории на мобильных устройствах социальных сетей ВК и ОК, млн. пользователей



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Доли в поиске на всех платформах основных поисковых систем России



Источник: Яндекс Радар; оценка: Велес Капитал

относительно мессенджеров компания не раскрывает, но мы полагаем, что они остаются достаточно нишевыми проектами в высоко конкурентных условиях. Почтовый сервис, согласно сведениям самой компании, является крупнейшим в русскоязычном сегменте сети со 100 млн активных аккаунтов. По данным Mediascope, среднемесячная десктоп аудитория почтового сервиса на июнь 2018 года составляла 30,2 млн человек и 12,5 млн пользователей на мобильных устройствах в городах с населением более 100 тыс. жителей. При этом среднемесячная активная аудитория на десктопе сократилась на 7,2% с января 2018 г., когда цифра была на уровне 32,6 млн. На мобильных устройствах количество пользователей также незначительно уменьшилось. Мы ожидаем рентабельность по EBITDA почтового сервиса и мгновенных сообщений на уровне 37,5% в 2018 г.

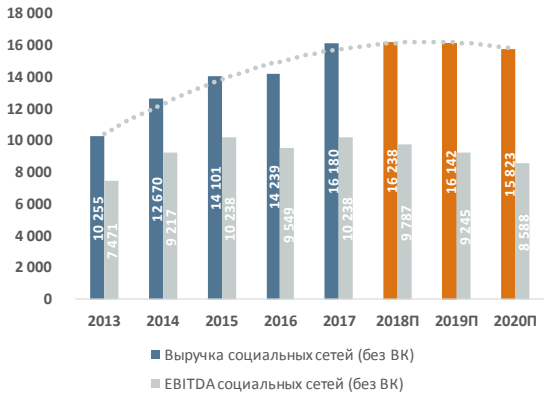
- Доля Mail в поиске на всех платформах продолжает сокращаться и составила 2,12% на конец июля текущего года против 5,52% в начале 2015 г. (согласно данным Яндекс Радар). Мы ожидаем сохранения негативных тенденций в поисковом бизнесе Mail.

Игровое подразделение

- Согласно нашим прогнозам, игровое подразделение продолжит активно расти, и рост выручки по итогам текущего года может составить 31% г/г до 23,1 млрд руб. Мы закладываем 5-летний CAGR выручки в 19%, на уровне роста выручки всей интернет-компании. Международная выручка может составить 70% и более от всей выручки сегмента уже к концу года, что увеличит и долю валютной выручки в структуре доходов Mail. Относительно EBITDA мы ожидаем показатель на уровне 4,6 млрд руб. по итогам этого года. Рентабельность игрового бизнеса была частично размыта из-за увеличения в выручке доли низкомаржинальных мобильных игр, однако, по нашему мнению, рентабельность снизилась слишком значительно и может восстановится в будущем. Маржинальность сегмента мобильных игр Mail можно представить на основе ее динамики у компании-разработчика Rovio, рентабельность которой находилась на уровне 16-17%. Мы полагаем, что бизнес-модель игрового подразделения Mail с обилием проектов на различных платформах позволит ему показать стабильную рентабельность EBITDA 24% в перспективе.

- По прогнозам NewZoo мировой рынок видеоигр может вырасти на 13,3% в течении этого года до 138 млрд долл. 5-летний прогнозируемый CAGR рынка составляет 9,5%, при этом наиболее быстро растущим сегментом останется мобильный, со среднегодовыми темпами роста в 16%. По итогам этого года глобальный рынок мобильных игр может прибавить 25,5% г/г и занять 51% всего игрового рынка. Российский игровой рынок при этом является одним из крупнейших в мире и занял 11 место в рейтинге

Динамика выручки и EBITDA социальных сетей (без ВК), млн руб.

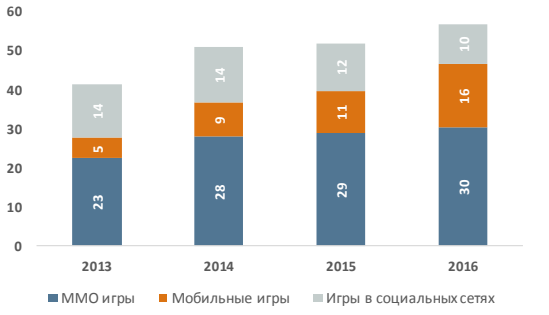


Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика глобального рынка видеоигр, млрд долл.

Источник: NewZoo; оценка: Велес Капитал

Отечественный рынок онлайн-игр, млрд руб.

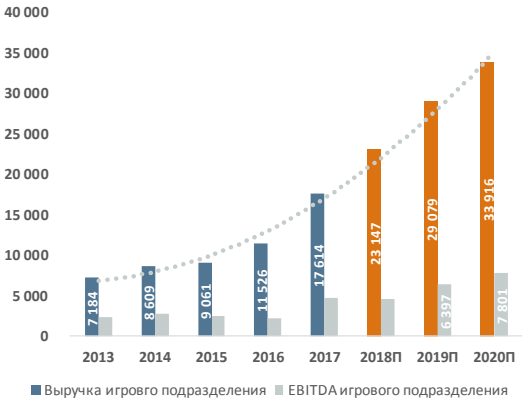


Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

NewZoo по итогам 2017 г. с более чем 71 млн. игроков и 1,5 млрд долл. суммарной выручки игровых компаний. Совокупный рост игрового рынка России и Восточной Европы может составить 9,1% по итогам 2018 г., а российский рынок может вырасти до 1,7 млрд долл.

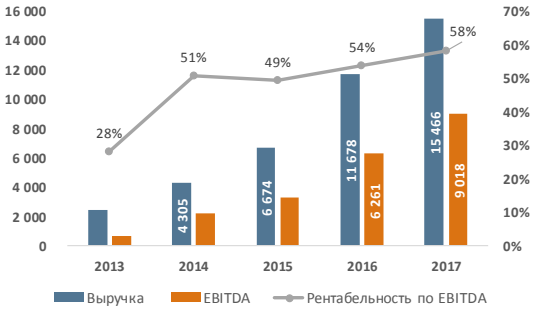
- На отечественном рынке, скорее всего, будут преобладать тенденции, свойственные для всего международного игрового рынка: опережающий рост рынка мобильных игр, снижение рынка игр в социальных сетях, однозначный рост рынка консольных игр, опережающий рост рынка Free-to-play по сравнению с Pay-to-play. На конец 2016 года в российском сегменте рынка 53% составляла выручка от MMO проектов (порядка 30,3 млрд руб.) и 29% от мобильных игр (порядка 16,3 млрд руб.), но ситуация продолжает меняться в пользу мобильного направления. В портфеле игр Mail на данный момент значительное преобладание проектов для ПК и мобильных устройств, при этом доля мобильных игр в выручке компании стремительно растет. Способствовало этому и приобретение разработчика мобильных игр Pixonic в 2016 г. Наиболее успешным игровым проектом интернет-компании на ПК остается Warface, а на мобильных устройствах - War Robots. Из новых проектов Mail наилучшую динамику демонстрирует запущенный в 2017 г. Hustle Castle с более чем 17,5 млн установок на конец 2К 2018 г.

Динамика выручки и EBITDA игрового подразделения, млн руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика финансовых показателей Авито, млн руб.

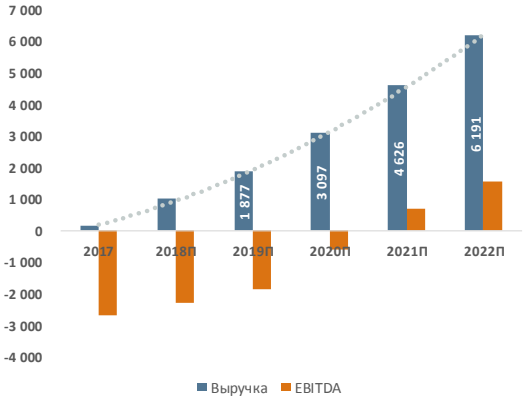


Источник: Vostok New Ventures; оценка: Велес Капитал

Юла

- Сервис объявлений Юла был запущен в 2015 году. Он вошел в стадию тестовой монетизации в 4К 2017 года и отчитался о ежедневной выручке в 2 млн руб. По итогам июня выручка сервиса превысила 100 млн руб. в месяц. Мы ожидаем выручку Юлы на уровне 1 млрд руб. по итогам 2018 года, наш прогноз предполагает 5-летний CAGR выручки на уровне 58%. Мы также ожидаем, что среднемесячная активная аудитория (MAU) сервиса составит 28 млн пользователей против 24 млн на конец прошлого года. По нашему мнению, именно Юла на данный момент вносит наибольший вклад в убыток по EBITDA сервисов электронной коммерции. Мы оцениваем EBITDA сервиса в -2,3 млрд руб. по итогам этого года и ожидаем выхода сервиса на самоокупаемость к концу 2020 г.

Динамика выручки и EBITDA сервиса Юла, млн руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

- Показатели роста, которые мы закладываем для Юлы в нашей модели, частично основаны на прошлой динамике финансовых и операционных показателей Авито. Во втором квартале этого года главный конкурент сервиса от Mail отчитался о росте выручки за последние 12 месяцев на 29% г/г до 16,35 млрд руб. LTM EBITDA составила около 9,7 млрд руб., что соответствует рентабельности в 59% против 56% годом ранее. Для Авито CAGR выручки 2013-2017 г. был на уровне 60%. Большую часть выручки Авито составляли платежи пользователей (около 60%) и реклама

(около 35%), схожую структуру мы прогнозируем для Юлы.

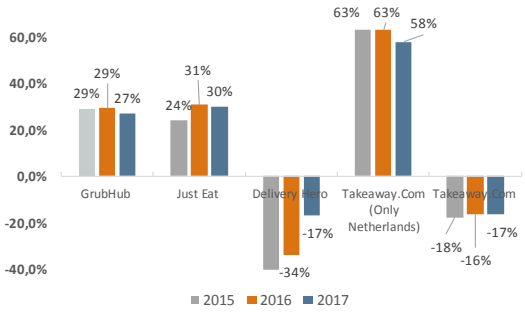
Delivery Club

- Мы ожидаем выручку сервиса по доставке еды из ресторанов Delivery Club по итогам этого года на уровне 2,1 млрд руб. Достижению этого показателя должна способствовать хорошая динамика роста заказов и рост рынка доставки еды в целом. Согласно нашим прогнозам, выручка Delivery Club может расти по CAGR в 5-летней перспективе на 46,2%.
- Число заказов по итогам июня составило 1,4 млн против среднемесячного числа заказов по итогам 4К 2017 года в 862 тыс. Мы ожидаем общего числа заказов по итогам текущего года на уровне 15,2 млн. Скорее всего, доля собственной доставки в общей структуре будет расти, что обеспечит сервису большую выручку за счет более крупной комиссии, но при этом увеличит расходы и снизит рентабельность. Мы полагаем, что на данный момент сервис имеет среднюю комиссию в 12% с каждого заказа, и постепенно она может вырасти до 16-17%. По итогам этого года Delivery Club все еще будет демонстрировать отрицательную EBITDA, но мы предполагаем, что сервис выйдет к концу года на самоокупаемость и в следующем году EBITDA будет положительной. Мы оцениваем отрицательную EBITDA Delivery Club по итогам 2018 г. на уровне -1,8 млрд руб. и ожидаем, что сервис сможет достичь рентабельности по EBITDA 30% в течении ближайших 5 лет.
- Рынок общественного питания в России, согласно данным Росстата, может превысить 1,5 трлн руб. по итогам 2018 года, а рынок заказа еды (включая уже готовую еду и доставку продуктов) может составить порядка 140 млрд руб. 5-летний CAGR рынка доставки еды может превышать 15%, а на рынке заказа готовой к употреблению еды онлайн-сегмент занимает все большую долю с каждым годом. Так, по данным NPD Market Research, российский рынок доставки еды с апреля 2017 г. по март 2018 г. вырос на 19%, а доля агрегаторов на рынке составила уже 21%. Мы ожидаем среднегодового роста рынка онлайн заказов готовой еды не менее чем на 20% в течении ближайших 5 лет. Общий прирост числа заказов и значительный рост рынка, по нашему мнению, будут поддерживать темпы роста выручки Delivery Club в перспективе ближайших 5 лет несмотря на обострение конкуренции со стороны сервиса от Яндекса и возможное уменьшение доли на рынке агрегаторов.
- Для оценки бизнеса Delivery Club и построения прогнозов мы, в том числе, использовали показатели международных сервисов со схожей структурой бизнеса, которые являются публичными: Delivery Hero, GrubHub,

Рынок общественного питания в России, млрд руб.

Источник: Росстат; оценка: Велес Капитал

Рентабельность по EBITDA онлайн-агрегаторов доставки еды



Источник: данные компаний; оценка: Велес Капитал

Прогноз результатов Delivery Club

	2018П	2019П	2020П
Число заказов за год, млн.	15,2	20,5	25,2
Средняя стоимость заказа, руб.	1 138	1 184	1 231
Гросс-выручка (GMV), млн руб.	17 302	24 292	31 081
Средняя комиссия	12%	13%	15%
Выручка Delivery Club, млн руб.	2 073	3 199	4 622
EBITDA, млн руб.	-1 762	320	924

Источник: данные компаний; оценка: Велес Капитал

JustEat и TakeAway. По итогам 2017 г. рентабельность по EBITDA уже вышедших на прибыль сервисов GrubHub и JustEat была на уровне 26,9% и 29,9%, а в 2016 г. 29,3% и 30,7% соответственно. Средняя комиссия исследуемых сервисов доставки еды на 2016 г. составляла 13,3. CAGR выручки 2015-2018П для приведенных компаний находился на уровне 48%.

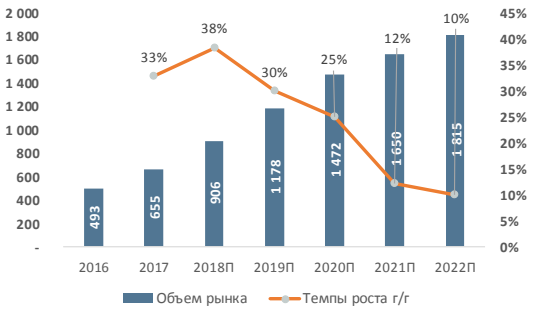
ESforce

- Киберспортивный бизнес ESforce был приобретен во второй половине 2017 г. На данный момент он полностью консолидирована в финансовой отчётности Mail и учтен в прогнозах будущих результатов. Более 60% выручки ESforce получает в валюте. Согласно данным Mail, киберспортивная компания по итогам 2017 г. заработала 19 млн долл. выручки и получила убыток по EBITDA в размере 15 млн долл. Также, по прогнозам интернет-компании, рост выручки в 2018 г. может составить порядка 80-100% г/г, а убыток по EBITDA сократиться не менее чем в 2 раза. При этом основной пик инвестиций в ESforce уже был пройден, и рост финансовых показателей должен позволить выйти на прибыль по итогам 2018 года.
- По нашим прогнозам, выручка ESforce в текущем году составит 34,2 млн долл., а убыток по EBITDA будет на уровне 7,5 млн долл. Мы ожидаем, что выручка будет расти среднегодовыми темпами 42% в 5-летней перспективе, а EBITDA будет положительной в следующем году. Мы оцениваем возможную целевую рентабельность в 40% к 2022 году.
- Согласно данным NewZoo международный рынок киберспорта вырастет в 2018 году на 38% г/г до 906 млн долл., среди которых 694 млн долл. придется на инвестиции брендов в рекламу, права на трансляцию и спонсорство. CAGR рынка 2016-2021 г. составляет 27,4%, а среднегодовой прирост аудитории может превысить 14%. На данный момент более 50% выручки от киберспорта приходится на спонсорские взносы и рекламные контракты. Согласно нашим ожиданиям, ESforce, являющийся крупнейшим киберспортивным бизнесом в России, имеет значительный потенциал роста благодаря быстрорастущему рынку и отсутствию серьезной конкуренции. Дополнительную поддержку росту может оказать интеграция ESforce в единую экосистему Mail, а также организация взаимосвязей с социальными сетями и игровым подразделением компании.

Pandao

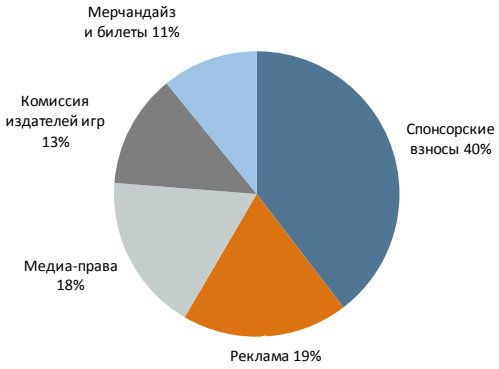
- Маркетплейс Pandao был запущен в конце 2017 г. и на данный момент Mail не раскрывает значительной части сведений относительно деятельности сервиса. Компания рассчитывает инвестировать не менее 3 млрд руб. в Pandao за 2018 г., которые будут израсходованы преимущественно на продвижение проекта. Мы

Динамика глобального рынка киберспорта, млн долл.



Источник: NewZoo; оценка: Велес Капитал

Структура глобального рынка киберспорта по источникам выручки на 2018 год



Источник: NewZoo; оценка: Велес Капитал

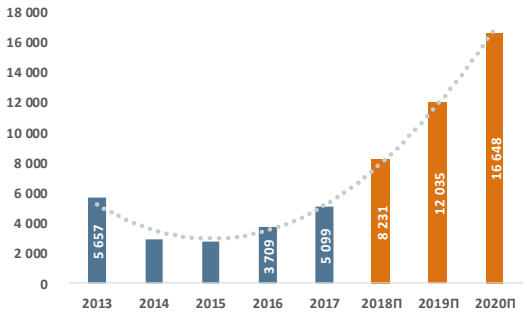
Оборот рынка электронной коммерции в России, млрд руб.

Источник: АКИТ; оценка: Велес Капитал

оцениваем выручку Pandao по итогам 2018 г. в 800 млн руб. и отрицательную EBITDA в 3 млрд руб. Согласно нашим прогнозам, Pandao выйдет на прибыльность не раньше конца 2020 г., постепенно улучшая показатель рентабельности по EBITDA. Мы ожидаем, что CAGR выручки 2018-2022 г. составит 45%.

- По итогам второго квартала Mail сообщил о 20 млн загрузок приложения и более чем 6 млн активных пользователей в месяц. Роста активной аудитории с первого квартала не произошло, но менеджмент объясняет это значительной сезонностью бизнеса. По итогам первого квартала среднесуточное число заказов составляло 50 тыс. Согласно прогнозам АКИТ, в 2018 г. российский рынок онлайн-торговли может вырасти примерно на 20% г/г до 1,25 трлн руб., а рынок трансграничной онлайн-торговли на 26% г/г до 470 млрд руб. В будущем рынок онлайн-торговли, согласно нашим ожиданиям, продолжит расти быстрее всего потребительского рынка и занимать все большую долю. 5-летний CAGR рынка онлайн-торговли может составить 16%, а трансграничной онлайн-торговли почти 20%. Рынок трансграничной торговли в России больше насыщен и на нем сильнее конкуренция, чем в других направлениях деятельности Mail, что может создать трудности и ограничить будущие темпы роста. Наиболее сильными конкурентами являются китайский AliExpress и СП Яндекса/Сбербанка. Возможно, в будущем от Mail может потребоваться создать собственное совместное предприятие или другим способом найти партнеров в сфере электронной коммерции для снижения давления со стороны конкурентов.

Динамика выручки сегмента Поиск, электронная коммерция и другое, млн руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Прогнозы результатов группы за 2018 г.

- Мы ожидаем роста выручки Mail по итогам 2018 г. на 28,7% г/г до 73,9 млрд руб. По нашему мнению, компания сможет продемонстрировать 5-летний CAGR выручки в 18,8%. Способствовать этому должны рост рекламных доходов вместе с ростом рекламного рынка и перераспределением рекламных бюджетов в пользу онлайн-сегмента. Рост игрового направления, особенно на международном рынке, может говорить о значительном потенциале компании в расширении этого бизнеса. Монетизация последних проектов группы, таких как: Delivery Club, Pandao, Юла и ESforce может также поддержать рост доходов Mail в среднесрочной и долгосрочной перспективе.
- Скорр. EBITDA интернет-компании по итогам года, может быть на уровне 21,5 млрд руб., что соответствует рентабельности в 29% против 35,8% годом ранее. Такое снижение рентабельности объясняется сразу рядом факторов: ростом доли менее маржинального игрового бизнеса в выручке; значительными инвестициями в проекты, такие как Юла и Pandao; снижением

рентабельности социальных сетей. В будущем мы ожидаем роста рентабельности группы по мере прохождения новыми проектами пика инвестиционного цикла и замедления роста игровой выручки до темпов роста выручки компании. Как отмечалось ранее, мы ожидаем роста рентабельности игрового бизнеса и стабильно высокой рентабельности социальной сети Вконтакте. Скорр. чистая прибыль, согласно нашим ожиданиям, составит 14,6 млрд руб. в 2018 г., что соответствует росту в 3% г/г.

- Мы прогнозируем капитальные затраты на стабильном уровне 10% от выручки и не ожидаем, что Mail начнет выплачивать дивиденды в прогнозном периоде.

Оценка

- Наша целевая цена акций Mail.ru Group основана на результатах оценки методом SOTP (Sum-of-parts valuation). В методе SOTP мы использовали дисконтирование денежных потоков для вычисления справедливой стоимости основного бизнеса Mail, который включает: социальные сети, игровое подразделение, поиск, почтовый сервис и сервисы мгновенных сообщений. Мы использовали DCF для оценки этих сегментов в силу большей предсказуемости их денежных потоков. Для определения вклада новых направлений, таких как Pandao, Delivery Club, ESforce и Юла мы использовали оценку, основанную на мультипликаторе EV/S, взвешенному с учетом нашего прогноза по среднегодовым темпам роста выручки в перспективе трех лет. Мы полагаем, что мультипликатор EV/Sales является наиболее оправданным для оценки новых быстрорастущих бизнесов Mail в силу скупости доступной информации по их финансовым и операционным показателям. Также данный мультипликатор позволяет учесть прогнозируемые темпы роста бизнеса и сравнить их с аналогами.
- Согласно нашей оценке по DCF, вклад основного бизнеса в целевую цену акций Mail составил 26,6 долл. Мы использовали для основного бизнеса WACC равный показателю всей компании в целом, то есть 14,6%. Для оценки по мультипликатору EV/S мы взяли стоимость капитала, предполагающую 5% премию к основному бизнесу и равный 19,6%. Премия к стоимости капитала объясняется наличием премий за неликвидность, размер и отраслевые риски по сравнению с основным бизнесом компании.
- Для Юлы мы оцениваем справедливый мультипликатор EV/Sales на конец 2020 г. в 6x при прогнозируемом трехлетнем CAGR равном 67%. Вклад Юлы в целевую цену Mail составил, согласно нашей оценке, 1 долл. В группе аналогов мы подобрали различные сервисы объявлений в сфере недвижимости, продажи автомобилей и сервисы размещающие объявления различного формата. Наша группа аналогов содержит такие компании, как: Zillow, AutoTrader, AutoHome, Scout24, 58.Com, Trade Me Group и другие. Аналоги предлагают сильно разнящиеся мультипликаторы EV/S от 3x до 13x со средним значением на уровне 8x и усредненный трехлетний CAGR на уровне 20% (от 7% до 40%).
- Для Delivery Club мы оцениваем справедливый мультипликатор EV/S на конец 2020 г. в 6x при трехлетнем прогнозируемом CAGR выручки в 55%. Таким образом,

Вклад Юлы в целевую цену Mail.ru

3Y CAGR выручки	67%
Выручка Юлы 2020П, млн руб.	3 097
Мультипликатор EV/S 2020П	6x
Будущая стоимость бизнеса 2020П, млн руб.	18 581
Стоимость капитала	19,6%
Стоимость бизнеса, млн руб.	14 205
Вклад Юлы в целевую цену, USD	**1,0**

Источник: оценка Велес Капитал

Вклад Delivery Club в целевую цену Mail.ru

3Y CAGR выручки	55%
Выручка Delivery Club 2020П, млн руб.	4 622
Мультипликатор EV/S 2020П	6x
Будущая стоимость бизнеса 2020П, млн руб.	25 419
Стоимость капитала	19,6%
Стоимость бизнеса, млн руб.	19 432
Вклад Delivery Club в целевую цену, USD	**1,4**

Источник: оценка Велес Капитал

вклад Delivery Club в целевую цену составил 1,4 долл. В подобранной группе аналогов такие компании как: Delivery Hero, GrubHub, JustEat, TakeAway. В среднем компании-аналоги торгуются по мультипликатору EV/S равном 10х в то время, как предлагают средний трехлетний CAGR выручки в 30%. Мы прогнозируем более быстрый рост выручки для Delivery Club, но учитываем дисконт российского рынка к развитым и дисконт за меньшую ликвидность у непубличной компании к публичным.

- В конце 2017 года Mail пришел к соглашению о покупке ESforce за 100 млн долл. Для ESforce на данный момент крайне трудно подобрать публичные аналоги в силу относительной молодости киберспортивного рынка. Мы оценивали ESforce используя в качестве компаний аналогов разработчиков видеоигр, которые помимо прочего получают доходы от лицензий и киберспорта. В их числе: Ubisoft, EA, Activision, Tencent и другие. Мы полагаем, что справедливый мультипликатор EV/S для ESforce на конец 2020 г. равен 4х. Подобранные аналоги имеют средний мультипликатор EV/S равный 7х и предлагают усредненный трехлетний CAGR выручки равный 16%. Мы учитывали в оценке ESforce дисконт российского рынка к развитым и дисконт в оценке непубличной компании к публичным, а также стоимость приобретения бизнеса в конце 2017 г. Вклад ESforce в целевую цену составил 1 долл.
- Для Pandao, на наш взгляд, справедливый мультипликатор EV/S 2020 г. равен 3х при трехлетнем CAGR выручки равном 52%. Группа подобранных аналогов, среди которых JD.com, Alibaba, Mercado Libre, VIP Shop и другие, торгуется при среднем мультипликаторе EV/S равном 4х и предлагает усредненный трехлетний CAGR выручки равный 30%. Выбранные аналоги преимущественно из Китая и Латинской Америки, что не подразумевает такого значительного дисконта по сравнению с развитыми рынками, но мы по-прежнему учитывали дисконт в оценке для непубличной компании по сравнению с публичной. Вклад Pandao в целевую цену равен 0,3 долл.
- Основными рисками для достижения нашей целевой цены являются: 1) худшие, чем ожидается, финансовые и операционные результаты последних проектов компании; 2) усиление внешних рисков, в частности, в связи с санкциями; 3) более быстрое, чем прогнозируется, снижение показателей ряда сегментов, в частности, социальных сетей без учета ВК и IVAS; 4) темпы роста хуже прогнозных на ряде направлений действия компании и более значительная конкуренция; 5) рост иных макроэномических и регуляторных рисков.

Вклад ESforce в целевую цену Mail.ru

3Y CAGR выручки	64%
Выручка ESforce 2020П, млн руб.	4 750
Мультипликатор EV/S 2020П	4x
Будущая стоимость бизнеса 2020П, млн руб.	18 999
Стоимость капитала	19,6%
Стоимость бизнеса, млн руб.	14 524
Вклад ESforce в целевую цену, USD	**1,0**

Источник: оценка Велес Капитал

Вклад Pandao в целевую цену Mail.ru

3Y CAGR выручки	52%
Выручка Pandao 2020П, млн руб.	2 160
Мультипликатор EV/S 2020П	3x
Будущая стоимость бизнеса 2020П, млн руб.	6 480
Стоимость капитала	19,6%
Стоимость бизнеса, млн руб.	4 954
Вклад Pandao в целевую цену, USD	**0,3**

Источник: оценка Велес Капитал

Многое в будущих финансовых показателях Mail.ru Group будет зависеть от роста и улучшения монетизации новых проектов компании, однако мы видим значительный потенциал как у новых направлений, так и у основного бизнеса в виде социальных сетей (главным образом ВК) и игрового подразделения. По нашему мнению, текущая цена бумаг интернет-компании не учитывает в полной мере все возможности будущего роста и открывающиеся перспективы. Мы оцениваем справедливую стоимость бумаг Mail в 30,3 доллара за GDR и присваиваем рекомендацию «ПОКУПАТЬ».

Финансовая модель Mail.Ru Group

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.	2017	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
Скорр. выручка:	**57 469**	**73 953**	**91 965**	**109 512**
Интернет-реклама	23 766	31 229	39 995	48 561
MMO игры	17 422	23 147	29 079	33 916
Community IVAS	13 946	13 584	12 982	12 407
Другая выручка	2 335	5 993	9 909	14 628
Операционные расходы и SG&A	(36 918)	(52 492)	(60 130)	(68 050)
Скорр. EBITDA	**20 551**	**21 461**	**31 834**	**41 462**
Амортизация и корректировки	(3 587)	(3 949)	(4 474)	(5 113)
Скорр. EBIT	**16 964**	**17 512**	**27 360**	**36 349**
Прочие доходы/расходы	484	1 122	2 165	3 711
Скорр. прибыль до налогообложения	**17 448**	**18 634**	**29 525**	**40 060**
Налог на прибыль	(3 204)	(3 977)	(6 301)	(8 550)
Скорр. чистая прибыль	**14 244**	**14 657**	**23 224**	**31 511**

Баланс, млн RUB	2017	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
Внеоборотные активы	**167 813**	**165 336**	**163 346**	**161 516**
Основные средства и НМА	162 546	160 069	158 079	156 249
Прочие внеоборотные активы	5 267	5 267	5 267	5 267
Оборотные активы	**23 789**	**40 464**	**63 972**	**94 829**
Оборотные активы	8 046	10 429	12 758	15 047
Краткосрочные инвестиции и прочие ОА	372	372	372	372
Денежные средства и эквиваленты	15 371	29 663	50 841	79 410
Итого активы	**191 602**	**205 800**	**227 318**	**256 344**
Средства акционеров	**166 166**	**176 692**	**195 165**	**221 172**
Акционерный капитал	166 082	176 608	195 081	221 088
Доля миноритариев	84	84	84	84
Долгосрочные обязательства	**9 476**	**9 476**	**9 476**	**9 476**
Долгосрочные кредиты и займы	0	0	0	0
Прочие долгосрочные обязательства	9 476	9 476	9 476	9 476
Краткосрочные обязательства	**15 960**	**19 632**	**22 677**	**25 696**
Краткосрочные займы	0	0	0	0
Оборотные обязательства	13 058	16 730	19 775	22 794
Прочие КО	2 902	2 902	2 902	2 902
Итого обязательства и средства акционеров	**191 602**	**205 800**	**227 318**	**256 344**

Движение денежных средств, млн руб.	2017	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
Основная деятельность	**19 323**	**21 688**	**30 375**	**39 520**
Прибыль до налогов и фин. расходов	4 956	10 236	20 339	29 917
Амортизация	8 931	9 872	11 186	12 782
Изменение оборотного капитала	6 440	1 289	715	731
Прочее	(1 004)	291	(1 866)	(3 910)
Инвестиционная деятельность	**(7 819)**	**(7 395)**	**(9 196)**	**(10 951)**
Приобретение внеоборотных активов	(2 627)	(4 433)	(5 513)	(6 565)
Покупка/продажа НМА	(1 755)	(2 962)	(3 683)	(4 386)
Прочее	(3 437)	0	0	0
Финансовая деятельность	**(1 605)**	**0**	**0**	**0**
Изменение долга	(175)	0	0	0
Обратный выкуп акций	0	0	0	0
Выплата дивидендов	0	0	0	0
Прочее	(1 430)	0	0	0
Изменение денежных средств	**9 899**	**14 292**	**21 178**	**28 569**

WACC	
Безрисковая ставка	*7,8%*
Премия за риск	*7,0%*
Специфическая премия	*0,5%*
Стоимость СК	***14,6%***
Beta	0,9
Стоимость долга	***0,0%***
Доля СК	*100%*
Доля долга	*0%*

WACC	*14,6%*

Свободный денежный поток основного бизнеса	2017	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
EBIT	22 073	24 943	30 824	36 266
NOPAT	**17 438**	**19 705**	**24 351**	**28 650**
Изменение ОК	(1 260)	(1 185)	(638)	(634)
Амортизация ОС	3 416	3 629	3 992	4 430
Кап. затраты	4 173	6 796	8 206	9 488
Свободный денежный поток	**17 941**	**17 722**	**20 776**	**24 225**

Оценка стоимости бизнеса, млн руб.	
Рост в ПП период	7,0%
Сумма ДДП (+)	87 218
Терминальная стоимость (+)	229 118
EV	**316 336**
Долг (-)	15 371
Доля миноритарных акционеров (-)	(116)
Стоимость акционерного капитала	**331 591**
Количество акций	220
Коэффициент конвертации	1/1
Вклад основного бизнеса в целевую цену GDR (12М),	26,6
Справедливая стоимость GDR (12м), USD	**30,3**

Вклад новых подразделений в целевую цену, USD	
Вклад Юлы в целевую цену GDR	1,0
Вклад Delivery Club в целевую цену GDR	1,4
Вклад Esforce в целевую цену GDR	1,0
Вклад Pandao в целевую цену GDR	0,3
Общий вклад в целевую цену GDR	**3,7**

Рыночные мультипликаторы, x	2017	2018 (П)	2019 (П)	2020 (П)
EV/Adj.Sales	6,1	4,8	3,8	3,2
EV/Adj.EBITDA	17,1	16,4	11,1	8,5
EV/Adj.EBIT	20,8	20,1	12,9	9,7
P/Adj.E	19,3	18,1	11,4	8,4
P/BV	2,0	1,9	1,7	1,5
FCF Yield	4%	3%	5%	7%
EPS (per share), руб.	10,8	38,1	75,6	111,2

Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2018 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев более 10%.

ДЕРЖАТЬ – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -10% до 10%.

ПРОДАВАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев более 10%.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».

Департамент активных операций

Евгений Шиленков
Директор департамента
EShilenkov@veles-capital.ru

Александр Цветков
Начальник управления фондовых операций
ATsvetkov@veles-capital.ru

Павел Алтухов
Зам. начальника управления фондовых операций
PAltukhov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Старший трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Владимир Наумов
Трейдер
VNaumov@veles-capital.ru ru

Ольга Баклунова
Трейдер
OBaklunova@veles-capital.ru

Роман Назаров
Начальник отдела брокерских операций на рынке акций
RNazarov@veles-capital.ru

Михаил Кантолинский
Старший сейлз-трейдер
Kantolinsky@veles-capital.ru

Владимир Мартыненко
Старший сейлз-трейдер
VMartynenko@veles-capital.ru

Артем Кокорев
Сейлз Трейдер
AKokorev@veles-capital.ru

Алексей Костиков
Сейлз Трейдер
AKostikov@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Ольга Николаева
Долговые рынки
ONikolaeva@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Александр Сидоров
Нефтегазовый сектор и металлургия
ASidorov@veles-capital.ru

Алексей Адонин
Электроэнергетика
AAdonin@veles-capital.ru

Артем Михайлин
Телекоммуникации и IT
AMykhailin@veles-capital.ru

Айнур Дуйсембаева
Глобальные рынки
ADuisembaeva@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989
www.veles-capital.ru

Cyprus, Nicosia
Kennedy, 23 GLOBE HOUSE, 5th floor 1075
Телефон: +357 (22) 87-33-27, факс: +357 (22) 66-11-64
www.veles-int.com