



РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF
Китай | Аудиостриминг

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Tencent Music Ent. Group (TME)

Потенциал роста: **42%**

Целевая цена: **\$21,4**

Диапазон размещения: **\$13-\$15**

оценка перед IPO

TME: сильный профиль роста и прибыльность

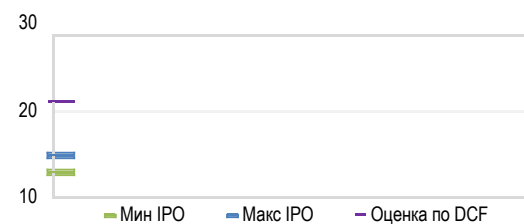


Выручка, 12М (млрд юаней)	17,2
ЕБИТ, 12М (млрд юаней)	3,4
Чистая прибыль, 12М (млрд юаней)	3,2
Чистый долг, 1П17 (млрд юаней)	0

P/S, 12М (x)	9,8x
P/E, 12М (x)	51,7x
P/BV, 1П17 (x)	4,9x
ROA, 2017 (%)	4,4%
ROIC, 2017 (%)	5,2%
ROE, 2017 (%)	6,4%
Маржа ЕБИТ, 12М (%)	20%

Капитализация max IPO (млн USD)	24 379
Акции после IPO (млн шт)	3 251
ADS к размещению (млн шт)	82,0
Объем IPO mid-point, (млн USD)	1 148
Диапазон IPO (USD)	13-15
Целевая цена ADS (USD)	21,36
Потенциал роста (%)	42%
Дата IPO	11 дек

Динамика акций | биржа/тикер NASDAQ/TME



11 декабря состоится IPO Tencent Music Entertainment Group – одного из крупнейших стриминговых сервисов в Китае. Размещение пройдет на бирже NASDAQ под тикером TME. Объем размещения – \$1,1 млрд.

Крупнейшая музыкальная онлайн-платформа в Китае: 800 млн MAU, 20 млн треков в библиотеке и 34,8 млн платных пользователей. Компания управляет набором сервисов, через которые пользователи могут слушать музыку, общаться с другими людьми, петь караоке или смотреть онлайн-трансляции выступлений. К компании более 800 млн активных ежемесячных пользователей (MAU). На территории Китая Tencent Music владеет четырьмя крупными службами потокового аудио: QQ Music, Kugou Music и Kuwo Music, а также караоке-программой WeSing.

Потенциал роста рынка музыкальных развлечений в Китае: 215 млрд CNY к 2023 г. При населении 1,4 млрд человек Китай представляет собой наиболее массовую потенциальную аудиторию с растущим спросом на музыкальные развлечения. Согласно iResearch, рынок интернет-музыки и пан-развлечений (с созданием связанной аудитории) Китая вырастет с 33 млрд CNY в 2017 г. до 215 млрд CNY в 2023 г. Доля платных пользователей онлайн-музыки в Китае, как ожидается, возрастет с 3,9% до 28% к 2023 г.

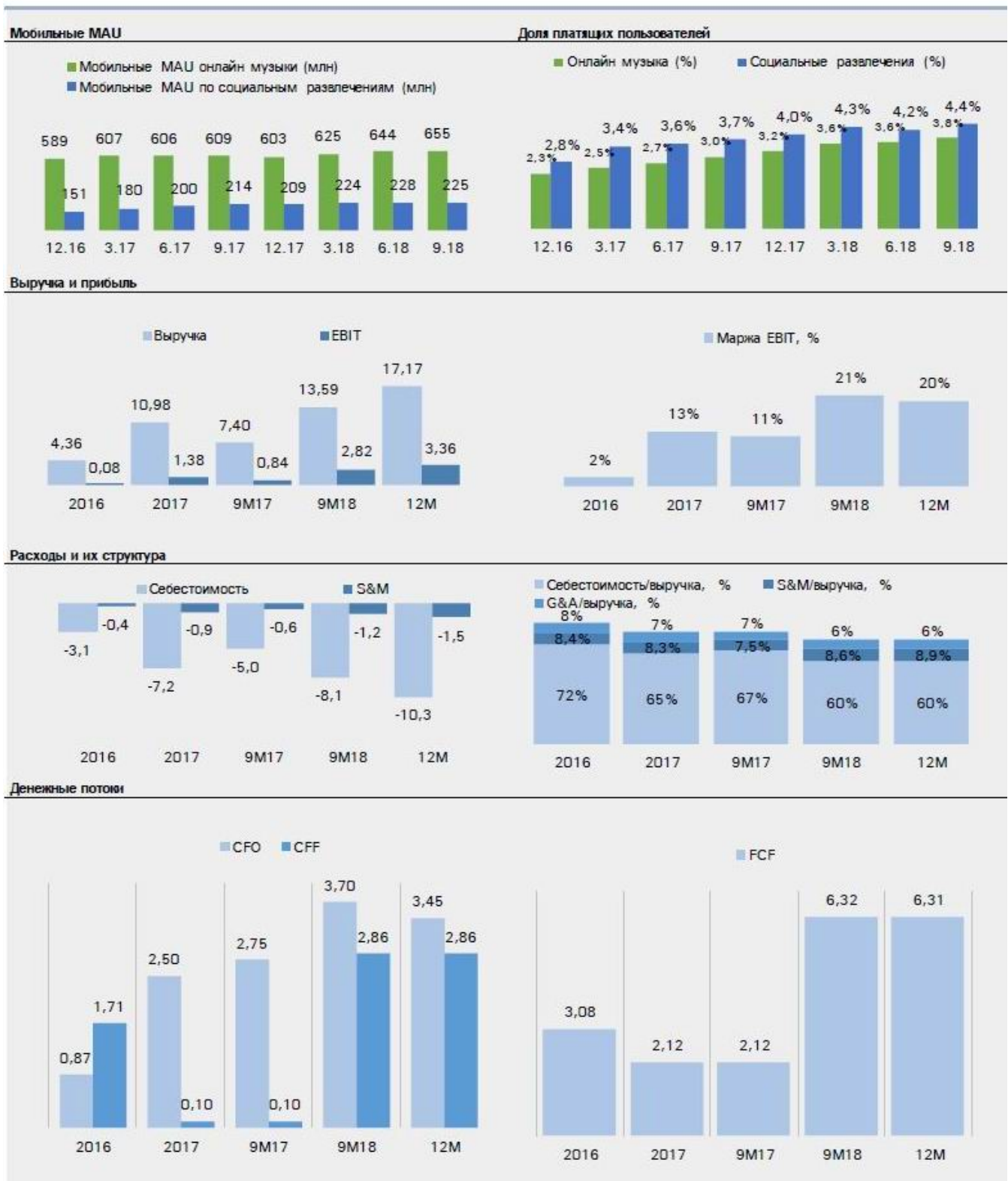
Рост более 150% в год, положительная маржа в 20% при положительном Cash Flow и отсутствии долга. Выручка в 2017 г. выросла на 152% г/г до 10,9 млрд CNY. За девять месяцев 2018 г. прирост составил 84%. Маржа ЕБИТ выросла с 2% в 2016 г. до 21% за 9 месяцев 2018 г. При этом компания сгенерировала операционный денежный поток в 6,3 млрд CNY за три квартала этого года, что в 2,9 раза выше уровня всего 2017 г. (2,12 млрд CNY).

Потенциал 42% по DCF и 25% по P/S к верхней границе IPO. Мы рассматриваем оценку из мультипликаторов как локально достижимый потенциал, а оценку по DCF модели как более долгосрочную 12-месячную цель. По мультипликаторам, исходя из отраслевой зависимости темпов роста и P/S, мы видим оценку в 12,2x годовых выручек в \$24,3 млрд и целевую цену \$18,8 (потенциал 25%). DCF-модель дает оценку на уровне в \$34,7 млрд с целевой ценой в \$21,4 (потенциал 42%).

Tencent Music Entertainment Group: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млрд CNY					Основные статьи баланса, млрд CNY				
	2016	2017	9M17	9M18		2015	2016	2017	9M18
Выручка	4,4	11,0	7,4	13,6	ОС	0,0	0,1	0,1	0,1
Себестоимость	(3,1)	(7,2)	(5,0)	(8,1)	НМА	0,0	2,0	1,7	1,5
Валовая прибыль	1,2	3,8	2,4	5,4	Гудвилл	0,0	15,8	16,3	16,3
S&M	(0,4)	(0,9)	(0,6)	(1,2)	Доля в Spotify и прочее	0,0	0,0	0,0	5,3
G&A	(0,3)	(0,7)	(0,5)	(0,8)	Долгосрочные активы	0,3	18,5	22,5	24,3
R&D	(0,4)	(0,8)	(0,6)	(0,6)	Запасы	0,0	0,0	0,0	0,0
ЕБИТ	0,1	1,4	0,8	2,8	Дебиторская задолженность	0,3	0,7	1,2	1,8
Процентные доходы	0,0	0,1	0,1	0,2	Предоплаты, депозиты и другие активы	0,1	0,4	1,1	2,1
Прочие доходы/расходы	0,0	0,1	0,0	0,0	КС инвестиции	0,0	0,3	0,0	0,0
Доналоговая прибыль	0,1	1,6	0,9	3,0	Наличность и эквиваленты	0,0	3,1	5,2	11,5
Налог	0,0	(0,3)	(0,2)	(0,3)	Текущие активы	0,4	4,5	7,5	15,4
Чистая прибыль	0,1	1,3	0,8	2,7	Активы	0,7	23,0	30,0	39,7
					Отложенные налоги	0,0	0,4	0,3	0,4
Рост и маржа (%)	2016	2017	9M17	9M18	Отложенные гос гранты	0,0	0,0	0,0	0,0
Темпы роста выручки	-	152%	-	84%	Кредиторские обязательства	0,1	1,0	1,0	1,7
Темпы роста ЕБИТДА	-	448%	-	269%	Прочие кред-ие обяза-ва	0,1	1,1	1,3	1,9
Темпы роста ЕБИТ	-	1538%	-	237%	Обязательства	0,3	2,9	3,9	5,6
Темпы роста NOPLAT	-	1896%	-	280%	Уставный капитал	0,0	0,0	0,0	0,0
Темпы роста инвест-го капитала	-	-	-	-	Дополнительно оплаченный капитал	0,0	20,1	23,9	27,4
Валовая маржа	28%	35%	33%	40%	Прочие резервы	0,6	0,6	1,0	2,8
ЕБИТДА маржа	7%	16%	11%	23%	Накопленный дефицит	(0,1)	(0,1)	1,2	3,9
ЕБИТ маржа	2%	13%	11%	21%	Неконтрольный интерес	0,0	0,0	0,0	0,0
NOPLAT маржа	1%	10%	9%	19%	Капитал	0,5	20,6	26,1	34,1
Маржа чистой прибыли	2%	12%	11%	20%	Обязательства и капитал	0,7	23,5	30,0	39,7
Cash Flow, млрд CNY	2016	2017	9M17	9M18	Поэлементный анализ ROIC	2015	2016	2017	
CFO	0,9	2,5	2,8	3,7	Маржа NOPLAT, %	1%	10%	9%	
D&A	0,2	0,4	0,0	0,3	ICFO, x	-	-	-	
					AICFO, x	-	-	-	
CFI	0,5	(0,5)	(0,7)	(0,2)	ROIC, %	-	-	-	
CapEx	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	Себестоимость/выручка, %	72%	65%	67%	
					Операционные издержки/выручка, %	98%	87%	89%	
CFF	1,7	0,1	0,1	2,9	WCFO, x	-	-	-	
					FATO, x	-	-	-	
Денежный поток	3,1	2,1	2,1	6,3					
Наличность на начало года	0,0	3,1	3,1	5,2	Ликвидность и структура капитала	2015	2016	2017	
Наличность на конец года	3,1	5,2	5,2	11,5	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-	
					Текущая ликвидность, x	-	-	-	
					Долг/общая капитализация, %	-	-	-	
					Долг/активы, %	-	-	-	
					Долг/собственные средства, x	-	-	-	
					Долг/IC, %	-	-	-	
					Собственные средства/активы, %	-	-	-	
					Активы/собственный капитал, x	-	-	-	
					Мультипликаторы	2015	2016	2017	
					P/B, x	-	-	-	
					P/E, x	-	-	-	
					P/S, x	-	-	-	
					EV/ЕБИТДА, x	-	-	-	
					EV/S, x	-	-	-	

Tencent Music Entertainment Group: ключевые цифры



Tencent Music Entertainment Group: ключевые факты

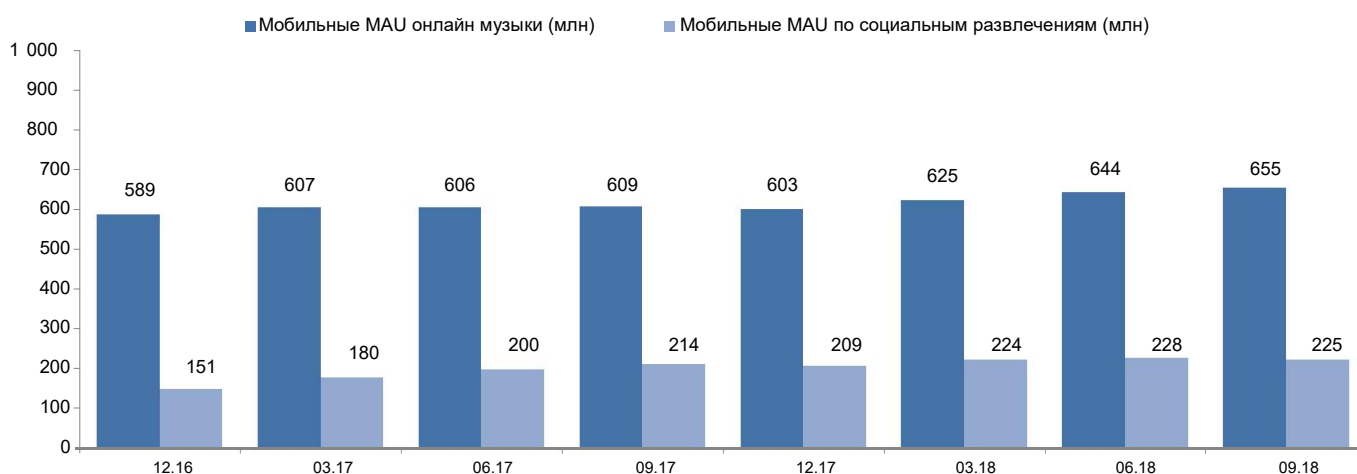
Лидер рынка Китая выходит на IPO. Во вторник, 2 октября 2018 г., Tencent Music (полное наименование Tencent Music Entertainment Group) подала заявку в SEC для регистрации выпуска под символом TME. На размещении Tencent Music планирует привлечь от \$1,07 млрд до \$1,23 млрд, что намного меньше, чем \$2 млрд, о которых шла речь в сообщениях источников в начале этого года.

Tencent Music – крупнейшая музыкальная онлайн-платформа развлечений в Китае по числу мобильных MAU, библиотеке контента и вовлеченности пользователей. Компания управляет набором сервисов, через которые пользователи могут слушать музыку, общаться с другими людьми, петь караоке или смотреть онлайн-трансляции. Spotify, ставшая публичной в апреле 2018 г., владеет 9% акций Tencent Music. Tencent Music также имеет долю в Spotify в размере 2,4%. Последний раз TME оценивали в \$12 млрд.

Компания была создана в середине 2016 г. после того, как родительская Tencent Holdings Ltd. купила контрольный пакет акций China Music Corp. и объединила его с существующим потоковым бизнесом Tencent.

Мы считаем в целом позитивным, что оценка Tencent Music на IPO сейчас находится на уровне \$25 млрд — ниже ранее обсуждавшихся в СМИ \$30 млрд. Вероятно недавняя волатильность фондового рынка США привела к снижению ценового диапазона, что было видно по нашей консервативной модели оценки.

График 1. Компоненты выручки Tencent Music

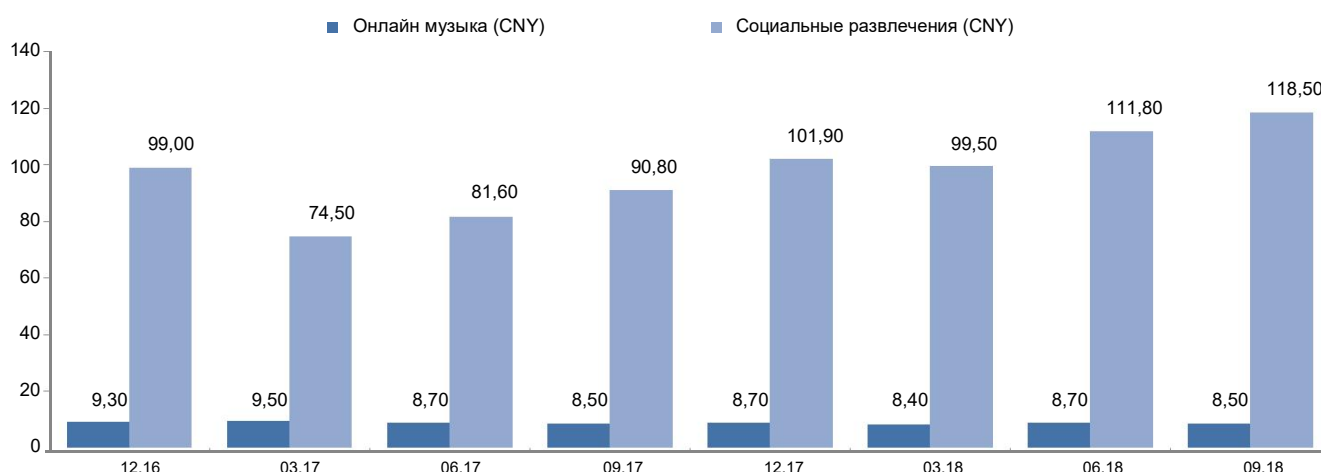


Источник: на основе данных компании

Самая полная музыкальная библиотека Китая и прочные отношения с контент-партнерами. Tencent Music обладает правами на 20 миллионов музыкальных треков от более чем 200 китайских и международных музыкальных лейблов. В том числе с помощью генеральных дистрибьюторских и лицензионных соглашений с музыкальными лейблами Sony Music Entertainment, Universal Music Group, Warner Music Group, Emperor Entertainment Group и China Record Group.

Компания использует большие данные и ИИ для определения предпочтений пользователей и защиты авторских прав, что ценно для артистов и лейблов. Большие данные и технологии искусственного интеллекта позволяют Tencent Music подбирать музыкальный контент, который соответствует предпочтениям пользователей. Компания также обладает проприетарной технологией распознавания музыки аналогичной Shazam. Tencent Music использует технологии, помогающие контент-партнерам защищать авторские права. Система мониторинга контента в реальном времени сканирует стриминговые онлайн-платформы для обнаружения потенциальных нарушений авторских прав.

График 2. Средний доход на одного платящего пользователя в месяц в расчетных терминах компании (CNY в месяц)



Источник: на основе данных компании

Потоки доходов.

(1) Компания генерирует доходы от онлайн-музыкальных сервисов через продажу подписных пакетов на платную музыку за фиксированную ежемесячную плату. В 2017 г. Tencent Music заработала на таких подписках 1,8 млрд CNY. Кроме того, компания также получает доходы от продажи цифровых синглов и альбомов, сублицензирования музыкального контента и рекламных решений.

(2) Доходы от социальных развлечений включают в себя разные услуги трансляции в реальном времени, онлайн-караоке, продажи музыкальных товаров и виртуальных подарков. Это быстрорастущий сегмент для Tencent Music: в 2017 г. компания заработала 7,8 млрд CNY.

График 3. Компоненты выручки Tencent Music (млрд CNY)


Источник: на основе данных компании

Агрессивный рост более 150% за 2017 г. Сочетание увеличения пользовательской базы, уровня монетизации и ARPU приводит к высокому росту на фоне позитивной динамики рынка Китая. Так, число MAU (уникальные ежемесячные активные пользователи) по музыкальным сервисам выросло с 589 млн в 2016 г. до 655 млн на сентябрь 2018 г. В более растущем сегменте социальных развлечений показатель MAU вырос с 151 млн до 225 млн за последние восемь кварталов. В 2017 г. компания заработала совокупно 10,9 млрд CNY (\$1,5 млрд), против 4,3 млрд CNY (\$634 млн) годом ранее – рост на 152%. За девять месяцев 2018 г. выручка составила уже 13,5 млрд CNY (+84%).

Tencent Music отличается невысокими затратами на маркетинг и продажи при снижающейся себестоимости.

Наиболее крупная статья расходов Tencent Music — себестоимость, которая составляла 65% от выручки в 2017 г. Себестоимость состоит из (1) расходов на лицензирование, которые включают роялти, выплачиваемых музыкальным лейблам, (2) вознаграждений, выплачиваемых создателям контента в соответствии с соглашениями о распределении доходов, (3) расходов на доставку контента, связанных с серверами, облачными сервисами и телекоммуникационными расходами. При этом позитивно, что эта наиболее крупная доля затрат динамично сокращается: с 72% в 2016 г. до 60% от выручки за последние 12 месяцев.

Вторая по размеру статья затрат — расходы на продажу и маркетинг (8,5% от выручки в 2017 г). Эти расходы состоят из затрат на поддержку бренда и затрат на привлечение пользователей, а также заработную плату персонала по продажам и маркетингу. Эта статья затрат практически не снизилась как доля от дохода за последние два года.

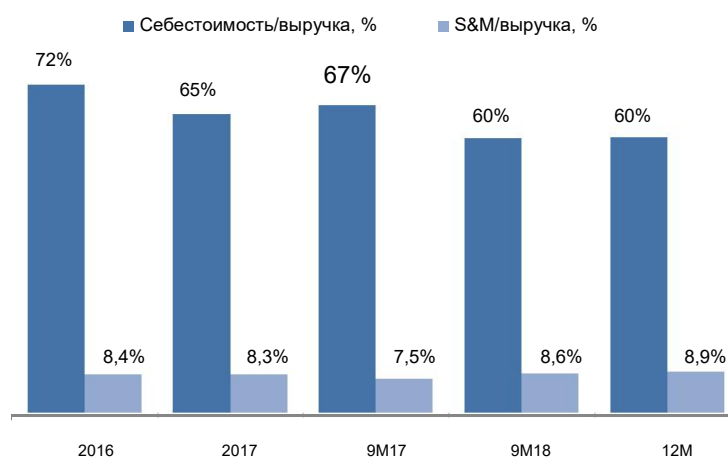
G&A – общие и административные расходы составляют 6,8% от выручки. Tencent Music включает в G&A расходы на исследования, также туда входят заработная плата и расходы, связанные с юридическими, бухгалтерскими и другими профессиональными услугами. G&A снизились с 7,8% в 2016 г. до 6,3% за последние 12 месяцев.

Таблица 1. Структура затрат и маржа Tencent Music

Расходы и маржа	2016	2017	9M17	9M18	12M
Себестоимость/выручка, %	72%	65%	67%	60%	60%
S&M/выручка, %	8,4%	8,3%	7,5%	8,6%	8,9%
G&A/выручка, %	7,8%	6,8%	6,5%	6,3%	6,3%
Маржа EBIT, %	2%	13%	11%	21%	20%
Чистая маржа, %	2%	12%	11%	20%	19%
Маржа CFO, %	20%	23%	37%	27%	20%
Маржа FCF, %	71%	19%	29%	46%	37%

Источник: на основе данных компании

График 4. Основные компоненты затрат Tencent Music



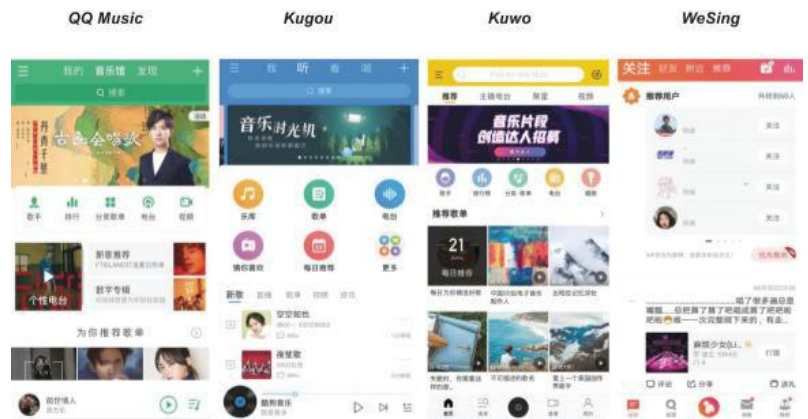
Источник: на основе данных компании

Растущая операционная маржа и положительный cash-flow.

Операционная маржа EBIT выросла с 2% в 2016 году до 13% в 2017 г. Совокупное снижение затрат приводит к росту прибыльности бизнеса. 12-месячная маржа EBIT находится на уровне 20%. Для сравнения, у Spotify на данный момент аналогичный показатель составляет -9%.

Использование поступлений от размещения. Компания планирует использовать чистые поступления для дальнейшего развития: 40% объема размещения будет использовано для инвестиций в улучшение предложений по содержанию музыки, улучшение разнообразия, качества и количества контента на платформе. Около 30% будет вложено в разработку продуктов для дальнейшего расширения взаимодействия с пользователем. Около 15% будет инвестировано в продажи и маркетинг для укрепления бренда и увеличения платной базы пользователей. Около 15% будет использовано для потенциальных стратегических приобретений и на общие корпоративные цели.

Иллюстрация 1. Интерфейс основной линейки приложений Tencent Music



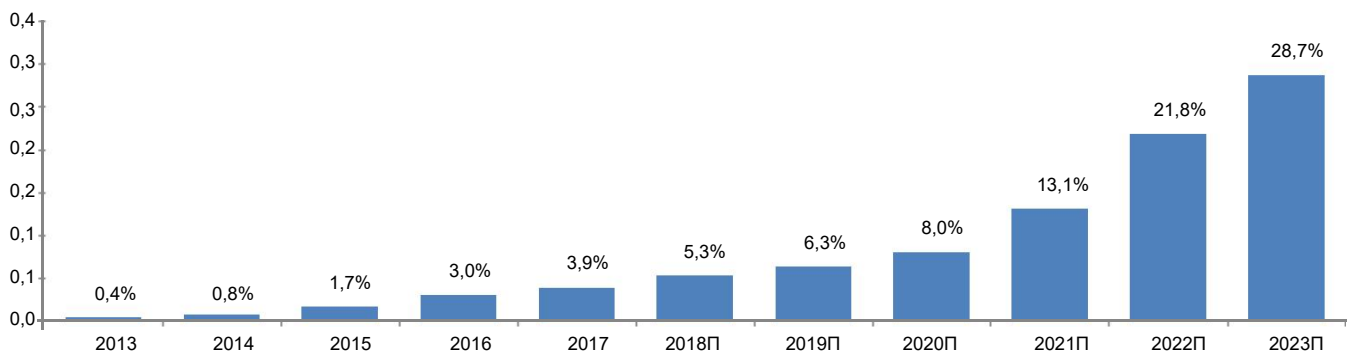
Источник: на основе данных компании

Обзор рынка Китая. Музыкальный рынок Китая все еще находится на ранней стадии развития. Согласно iResearch, в расчете на душу населения доход от музыкального сегмента в США более чем в 45 раз превышает аналогичный показатель в Китае в 2017 г. Есть большой потенциал в ускорении конверсии потребителей онлайн-сервисов в платных пользователей до уровня развитых стран. Согласно данным iResearch, коэффициент оплаты онлайн-услуг в Китае в 2017 г. составил всего 3,9%. По прогнозам iResearch, к 2020 г. это показатель возрастет до 8%, а к 2023 г. до 28%. Показатель близок к уже существующей конверсии на рынке онлайн-видео в Китае на уровне 22% уже в 2017 г.

В 2017 г. средний доход от одного пользователя в Китае, платящего за онлайн-музыку, составлял 110 CNY, что было значительно ниже, чем у других онлайн-форматов развлечений, таких как онлайн-видео (182 CNY) и мобильные игры (810 CNY).

Молодое поколение в Китае, представленное поколением Z (рожденное между 1990 г. и 2009 г.), также является ключевой движущей силой рынка развлекательного контента.

График 5. Прогноз коэффициента монетизируемой базы пользователей онлайн-музыки в Китае (%)



Источник: на основе данных компании

Оценка Tencent Music Entertainment Group: потенциал свыше 40% при условии сохранения текущих трендов роста

1. Заложено замедление темпов роста всех сегментов выручки.

Мы консервативно подошли к прогнозированию выручки, используя подробное моделирование двух типов выручки: от онлайн-сервисов музыки и от социальных развлекательных сервисов. Мы исходили из прогноза роста населения Китая до 1,44 млрд к 2027 г. и роста доли городского населения до 68%.

Прогноз MAU по онлайн-музыке основывался на росте с 74% до 80% от городского населения к 2027 г. с текущих 607 млн до 785 млн. Прогноз MAU по социальным развлечениям основывался на росте с 19% до 40% от городского населения к 2027 г. с текущих 151 млн до 393 млн.

Также мы заложили рост коэффициента платящих пользователей по онлайн-музыке с 2,9% в 2017 г. до 6% через 10 лет. По коэффициенту платящих пользователей социальных развлечений заложен рост с 4% в 2017 году до 8,5% через 10 лет.

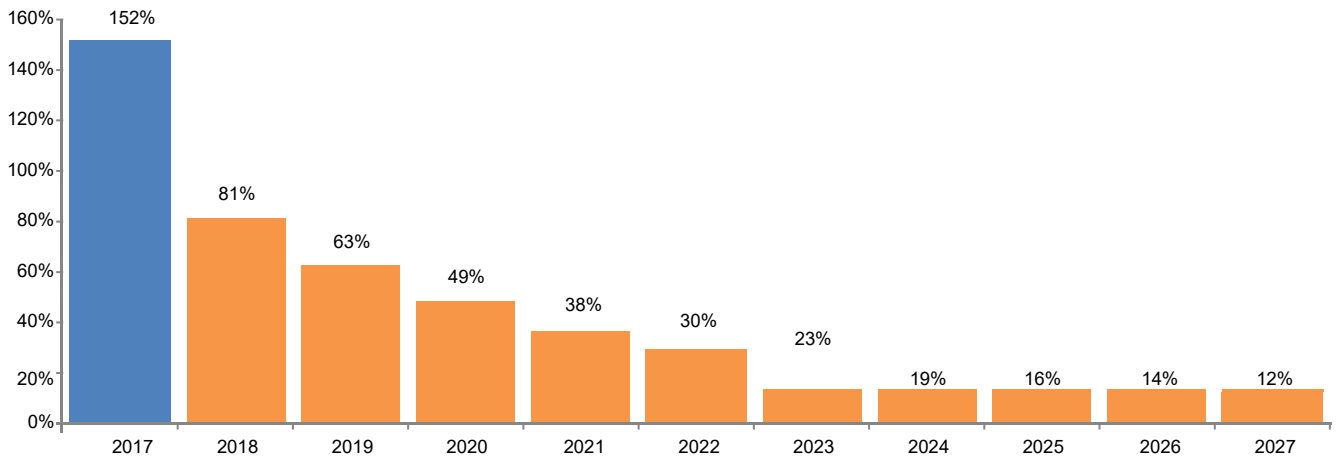
ARPU по онлайн-музыке возрастет с 17,2 CNY в месяц в 2017 г. до 35,2 CNY к 2027 г. ARPU по социальным развлечениям возрастет с 78,6 CNY в месяц в 2017 г. до 415 CNY к 2027 г.

Иллюстрация 2. Модель выручки Tencent Music

Модель выручки												
Прогноз по населению	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Население Китая (млн)	1 404	1 410	1 415	1 420	1 425	1 427	1 430	1 433	1 436	1 439	1 442	1 444
Доля городского населения (%)	57%	58%	59%	60%	61%	62%	63%	64%	65%	66%	67%	68%
Городское население Китая (млн)	800	820	838	856	875	889	904	919	933	948	966	982
Онлайн музыка												
Мобильные MAU онлайн музыки / гор-му населению (%)	73,6%	74,0%	75%	75%	76%	76%	77%	78%	78%	79%	79%	80%
Мобильные MAU онлайн музыки (млн)	589	607	625	644	663	679	696	713	730	747	767	785
темпа роста (%)		3,1%	3,0%	3,0%	2,9%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,6%	2,4%
Коэффициент платящих в онлайн музыке (%)	2,3%	2,5%	2,9%	3,2%	3,6%	3,9%	4,3%	4,6%	5,0%	5,3%	5,7%	6,0%
Платящие пользователи онлайн музыки (млн)	13,5	15,3	17,9	20,7	23,6	26,6	29,7	32,8	36,2	39,6	43,3	47,1
Месячный ARPU (CNY)	13,2	17,2	21,2	24,7	27,6	29,8	31,5	32,8	33,7	34,4	34,8	35,2
темпа роста (%)		30%	24%	17%	12%	8%	6%	4%	3%	2%	1%	1%
Выручка от онлайн сервисов музыки (млрд CNY)	2,14	3,15	4,6	6,1	7,8	9,5	11,2	12,9	14,6	16,3	18,1	19,9
темпа роста (%)		47%	45%	35%	27%	22%	18%	15%	13%	12%	11%	10%
коэффициент замедления (x)			0,96	0,77	0,79	0,79	0,83	0,85	0,87	0,89	0,93	0,90
Социальные развлекательные сервисы												
Мобильные MAU по соц. развлечениям / гор-му нас. (%)	19%	25%	27%	28%	30%	31%	33%	34%	36%	37%	39%	40%
Мобильные MAU по социальным развлечениям (млн)	151	209	226	243	261	278	296	314	333	352	372	393
темпа роста (%)		38%	8%	8%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	5%
Коэффициент платящих в соц-ых развлечениях (%)	2,8%	4,0%	4,4%	4,9%	5,3%	5,8%	6,2%	6,7%	7,1%	7,6%	8,0%	8,5%
Платящие пользователи в соц-ых развлечениях (млн)	4,2	8,3	10,0	11,9	13,9	16,1	18,5	21,0	23,8	26,7	30,0	33,4
Месячный ARPU (CNY)	44,0	78,6	128	185	242	294	338	369	389	402	410	415
темпа роста (%)		79%	63%	44%	31%	22%	15%	9%	5%	3%	2%	1%
Выручка от соц. развлекательных сервисов (млрд CNY)	2,22	7,83	15,4	26	40	57	75	93	111	129	147	166
темпа роста (%)		253%	96%	71%	54%	41%	32%	24%	19%	16%	14%	13%
коэффициент замедления (x)			0,38	0,74	0,75	0,76	0,79	0,75	0,80	0,84	0,89	0,89
Суммарная выручка Tencent и проверка через долю рынка												
Выручка (млрд CNY)	4,4	11,0	20	32	48	66	86	106	126	145	166	186
темпа роста (%)		152%	81%	63%	49%	38%	30%	23%	19%	16%	14%	12%
коэффициент замедления (x)			0,54	0,77	0,77	0,77	0,80	0,77	0,80	0,84	0,90	0,89
Рынок интернет-музыки и пан-развлечений Китая (млрд CNY)	15	33	56	79	105	138	178	215	255	297	340	380
Доля Tencent Music (%)	29%	33%	36%	41%	46%	48%	48%	49%	49%	49%	49%	49%

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

График 6. Прогноз снижения темпов роста Tencent Music

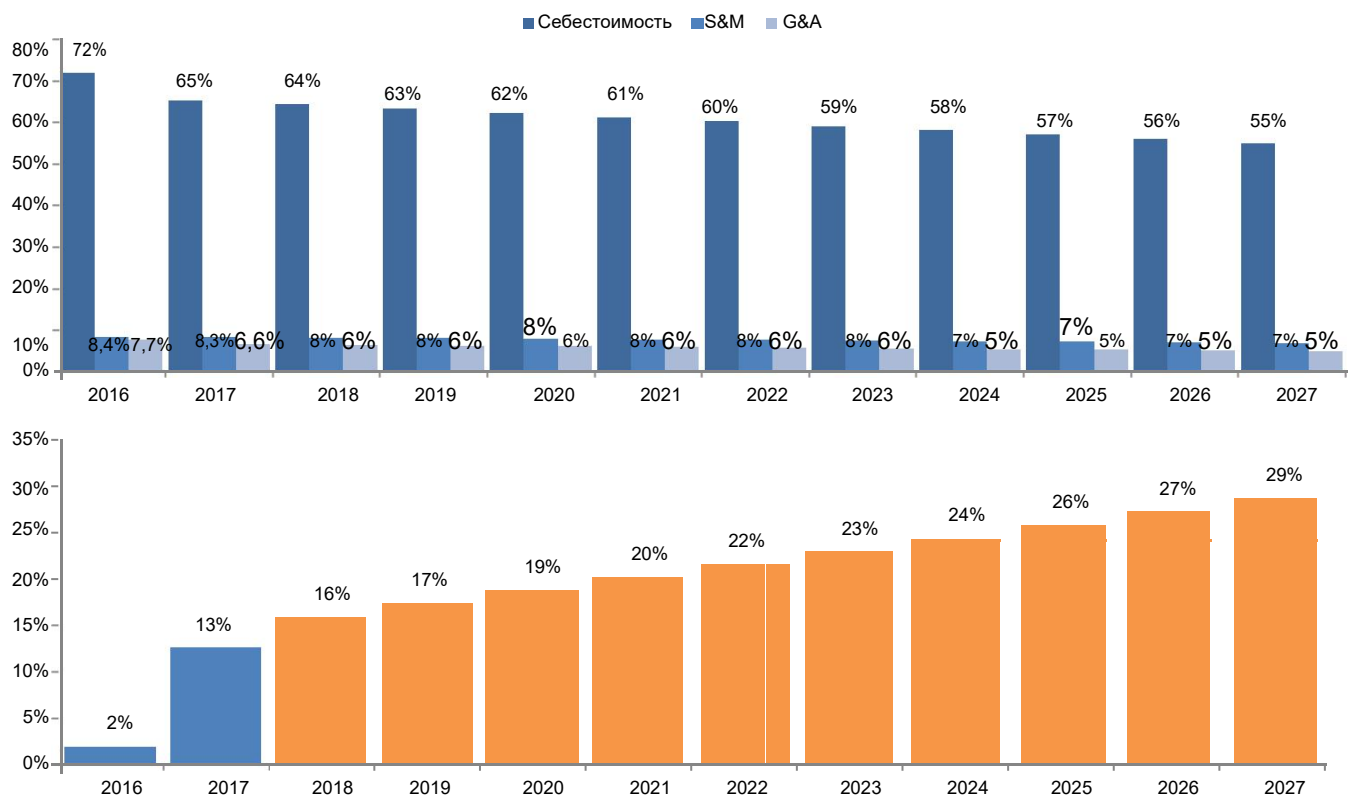


Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

2. Продолжение тренда движения маржи в положительную территорию за счет снижения себестоимости по мере роста бизнеса компании.

Мы заложили продолжение текущего тренда сокращения доли себестоимости в выручке с 65% в 2017 г. до 55% через 10 лет. В итоге маржа EBIT достигнет 29%. Чистые реинвестиции от выручки вырастут с 31% до 50% к 2027 г. С учетом нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят 99 млрд CNY.

График 7. Модель снижения затрат и динамики маржи EBIT (сверху) и маржи EBIT (ниже)



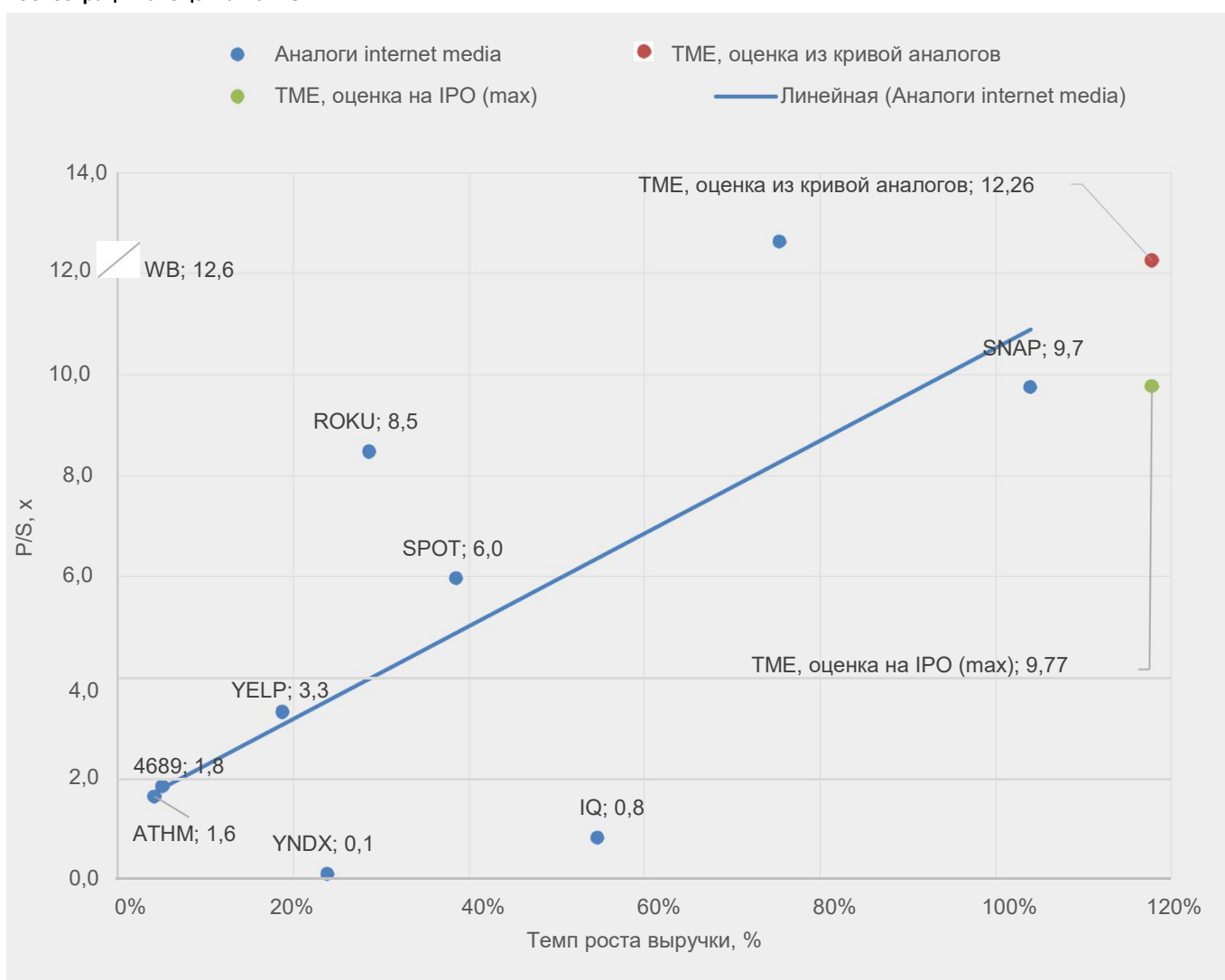
Источник: на основе данных компании

3. Предположения для зрелого периода. В зрелом возрасте мы заложили рост 3,4%, что эквивалентно ставке доходности 10-летних государственных облигаций Китая. ROIC в зрелом периоде мы консервативно приравнивали к затратам на капитал в 8,1%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 41% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного 46 млрд CNY (\$6,7 млрд) и зрелого 154 млрд CNY (\$22,4 млрд) периода, составит 218 млрд CNY (\$31,7 млрд). Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды в 2,9 млрд CNY (\$430 млн), поступления от IPO в \$1,1 млрд, наличности на счетах в 11,5 млрд CNY (\$1,6 млрд) и оценки 2,4% доли Tencent Music в Spotify в 3,9 млрд CNY (\$575 млн), собственный капитал Tencent Music можно оценить в 238 млрд CNY, или \$34,7 млрд.

С учетом 1,625 млрд акций после IPO, целевая цена на одну ADS равна \$21,4. Потенциал к верхней границе IPO в \$15 составляет 42%.

Иллюстрация 3. Оценка по P/S



Источник: на основе данных компании и Bloomberg LP

Иллюстрация 3. Модель оценки Tencent Music Entertainment Group методом FCFF

Модель прогнозного периода (млрд CNY)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	зрелый
темпы роста выручки (%)		152%	81%	63%	49%	38%	30%	23%	19%	16%	14%	12%	3,4%
(+) Выручка	4	11	20	32	48	66	86	106	126	145	166	186	192
(х) Операционная маржа (%)	2%	13%	16%	17%	19%	20%	22%	23%	24%	26%	27%	29%	20%
(=) EBIT	0	1	3	6	9	13	19	24	31	37	45	53	39
Налоговая ставка	35%	20%	21%	21%	22%	22%	23%	23%	24%	24%	25%	25%	25%
(-) Налог на EBIT			1	1	2	3	4	6	7	9	11	13	10
(=) NOPLAT	0	1	3	4	7	10	14	19	23	28	34	40	29
(-) чистые реинвестиции		0,4	1	2	4	5	7	10	13	16	20	20	12
(=) FCFF	1	2	3	4	4	5	7	9	10	12	14	20	17
FCFF маржа (%)		9%	8%	8%	7%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	11%	
(х) фактор дисконтирования			0,91x	0,84x	0,77x	0,71x	0,65x	0,60x	0,55x	0,51x	0,47x	0,43x	
PV FCF			1	2	3	4	4	5	6	6	6	9	
Терминальная стоимость													357
PV Терминальной стоимости													154
Имплицитные переменные модели	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	зрелый
Выручка/капитал (х)	0,2x	0,5x	0,9x	1,4x	1,8x	2,0x	2,2x	2,1x	2,0x	1,8x	1,7x	1,6x	
Инвестированный капитал (млрд CNY)	18	21	22	24	27	32	40	50	63	80	100	120	
Реинвестирование к NOPLAT (%)		31%	40%	40%	50%	50%	52%	54%	56%	58%	60%	50%	41%
Реинвестирование к выручке (%)		3,8%	5,1%	5,5%	7,3%	7,9%	8,7%	9,5%	10,4%	11,3%	12,3%	10,7%	
ROIC (%)		7%	11%	19%	26%	32%	36%	37%	37%	36%	34%	33%	8,1%
Маржа NOPLAT (%)		13%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%	21%	21%	
Расчет WACC			2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	зрелый
Безрисковая ставка			2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Бета послерыночная			1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,00
Премия за риск инвестирования			6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
Стоимость собственного капитала			9,9%	9,8%	9,6%	9,5%	9,3%	9,2%	9,1%	8,9%	8,8%	8,6%	
Ставка долга, до налогов			5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Ставка долга, после налогов			4,0%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	
СК/Стоимость компании			90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
Долг/Стоимость компании			10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Средневзвешенная стоимость капитала			9,3%	9,2%	9,1%	8,9%	8,8%	8,7%	8,5%	8,4%	8,3%	8,1%	
Кумулятивная стоимость капитала			0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x	0,4x	
Оценка капитала (млн в соответствующей валюте)			CNY	USD									
(=) Стоимость в прогнозном периоде			46 502	6 759									
(+) Стоимость в терминальном периоде			154 500	22 457									
(х) Коэффициент на дату оценки			1,09x	1,09x									
(=) EV			218 398	31 745									
(-) Долг (вкл. операционную аренду)			2 955	430									
(+) Наличность			11 529	1 676									
(+) Поступления от IPO			7 898	1 148									
(+) 2,4% доля в Spotify Technology S.A.			3 957	575									
(-) Стоимость выпущенных опционов													
(=) Оценка собственного капитала			238 827	34 715									
Рыночная капитализация по максимуму IPO			167 721	24 379									
Целевая цена на ADS (USD)				21,4									
Максимум диапазона на IPO (USD)				15,0									
Потенциал роста, %				42%									

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

Ключевые риски: конкуренция, страновой риск и волатильность фондового рынка Китая

Способность соответствовать предпочтениям потребителей.

Снижение способности предвидеть пользовательские предпочтения и предоставлять релевантный развлекательный онлайн-контент может вызвать отток пользовательской базы.

Конкуренция. Tencent Music сталкивается с конкуренцией за пользователей от NetEase Music и других онлайн-провайдеров музыки в Китае, таких как TME Ali Music Group, NetEase Music и Baidu Music. Потенциальным источником конкуренции может стать онлайн-предложение других форм контента, включая услуги караоке и прочие приложения для трансляций в прямом эфире.

Страновой риск. Макроэкономическое замедление Китая может вызвать снижение спроса на услуги, более низкие фактические цифры конверсии пользовательской базы, ухудшение монетизации и более серьезное снижение темпов роста доходов Tencent Music.

Риск коррекции фондового рынка Китая. Усиление торгового противостояния между США и Китаем может вызвать давление на китайский фондовый рынок и как следствие – волатильность китайских акций на вторичном рынке США. Это может замедлить движение к целевым ценам в период торговой напряженности.

Контактные данные

Инвестиционная компания «Фридом Финанс»

Руководство

Тимур Турлов

Генеральный директор,
главный инвестиционный стратег

Игорь Ключнев

Заместитель генерального
директора

Trading

Игорь Ключнев

Георгий Ващенко

Никита Коньков

E-mail: traders@ffin.ru

Время работы: 10.00 - 00.00 Msk

Sales

Георгий Волосников

Директор департамента
по работе с клиентами

Рональд Вусик

Вячеслав Белоцерковский

E-mail: sales@ffin.ru

Время работы: 10.00 - 20.00 Msk

Департамент

корпоративных финансов

Сергей Носов

Директор департамента
корпоративных финансов

E-mail: nosov@ffin.ru

Роман Соколов

Заместитель директора
департамента
корпоративных финансов

E-mail: sokolov@ffin.ru

Аналитика и обучение

Игорь Ключнев (руководитель)

E-mail: klyushnev@ffin.ru

Связи с общественностью

Наталья Харлашина (руководитель)

E-mail: pr@ffin.ru

Бэк-офис

Максим Павлишин

(финансовый директор)

Александр Хрипунов

(начальник бэк-офиса)

Евгения Адамова

(начальник мидл-офиса)

E-mail: back@ffin.ru

Время работы: 10.00 - 00.00 Msk

Центральный офис в Москве



Москва-Сити

г. Москва, 1-й Красногвардейский проезд, д. 15,
18 этаж (Башня «Меркурий»).

🌐 www.ffin.ru

@ info@ffin.ru

☎ +7 (495) 783-91-73

Филиалы

Владивосток

☎ +7 (423) 279-97-09

ул. Фонтанная, 28
vladvostok@ffin.ru

Краснодар

☎ +7 (861) 262-11-21, 262-72-77

ул. Гимназическая, 51
krasnodar@ffin.ru

Пермь

☎ +7 (342) 255-46-65

ул. Екатерининская, 120
perm@ffin.ru

Уфа

☎ +7 (347) 211-97-05

ул. Карла Маркса, 20
ufa@ffin.ru

Волгоград

☎ +7 (8442) 61-35-05

пр-т им. В.И. Ленина, 35
volgograd@ffin.ru

Красноярск

☎ +7 (391) 204-65-06

ул. Ленина, 21
krasnoyarsk@ffin.ru

Ростов-на-Дону

☎ +7 (863) 308-24-54

Буденновский пр-т, 62/2,
БЦ «Гедон»
rostovnadonu@ffin.ru

Челябинск

☎ +7 (351) 799-59-90

ул. Лесопарковая, 5
chelyabinsk@ffin.ru

Воронеж

☎ +7 (473) 205-94-40

ул. Кирова, 4,
БЦ «Эдельвейс»,
офис 311
voronezh@ffin.ru

Курск

☎ +7 (4712) 77-13-37

ул. Радищева, 64
kursk@ffin.ru

Липецк

☎ +7 (4742) 50-10-00

пл. Плеханова, 3, офис 203
lipetsk@ffin.ru

Самара

☎ +7 (846) 229-50-93

ул. Молодогвардейская,
204, 4-й этаж
samara@ffin.ru

Череповец

☎ +7 (8202) 49-02-86

ул. Ленина, 54Г
cherepovets@ffin.ru

Екатеринбург

☎ +7 (343) 351-08-68

ул. Сакко и Ванцетти, 61
ekaterinburg@ffin.ru

Нижний Новгород

☎ +7 (831) 261-30-92

пр-т Гагарина, 50, корп 9
nnovgorod@ffin.ru

Санкт-Петербург

☎ +7 (812) 313-43-44

Литейный пр-т, 26,
офис 101
spb@ffin.ru

Представительства

Кемерово

☎ +7 (3842) 45-77-7

пр. Октябрьский, 2Б
БЦ «Маяк Плаза», офис 910
kemerovo@ffin.ru

Казань

☎ +7 (843) 249-00-51

ул. Сибгата Хакима, 15
kazan@ffin.ru

Новосибирск

☎ +7 (383) 377-71-05

ул. Советская, 37А
novosibirsk@ffin.ru

Сочи

☎ +7 (862) 300-01-65

ул. Парковая, 2
sochi@ffin.ru

Саратов

☎ +7 (845) 275-44-40

ул. им. Вавилова Н.И.,
28/34
saratov@ffin.ru

Калининград

☎ +7 (4012) 92-08-78

пл. Победы, 10,
БЦ «Кловвер»,
1-й этаж
kaliningrad@ffin.ru

Омск

☎ +7 (3812) 40-44-29

ул. Гагарина, 14, 1 этаж
omsk@ffin.ru

Тюмень

☎ +7 (3452) 56-41-50

ул. Челюскинцев, 10,
офис 112
tyumen@ffin.ru

Ярославль

☎ +7(4852) 60-88-90

ул. Трефолева, д. 22,
2 этаж
yaroslavl@ffin.ru