

Базовый актив контракта*:
Uber Technologies
(UBER)

Потенциал роста: **28%**
Целевая цена: **\$63,8**
Диапазон размещения: **\$44-\$50**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Технологии

оценка перед IPO

Uber: одно из самых ожидаемых IPO 2019 года**Uber**

Выручка, 2018 (млн USD)	11 270
EBIT, 2018 (млн USD)	-3 033
Прибыль, 2018 (млн USD)	-987
Чистый долг, 2018 (млн USD)	6 869

P/E, 2019 (x)	—
P/BV, 2019 (x)	—
EV/S, 2019 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-16

Капитализация IPO (млрд USD)	78,8
Акции после IPO (млн шт)	1 677
Акции к размещению (млн шт)	180
Объем IPO (млн USD)	8 460
Минимальная цена IPO (USD)	44
Максимальная цена IPO (USD)	50
Целевая цена (USD)	63,8
Дата IPO	9 мая



9 мая состоится IPO компании Uber Technologies, разработчика приложения с 91 млн активных пользователей с услугами различных типов перевозок в более чем 700 городах мира. Компания разместит 180 млн акций в диапазоне \$44-\$50 с объемом привлечения в \$8,46 млрд.

Uber Technologies – онлайн-сервис автомобильных перевозок с базой в более 3,9 млн водителей в 80 странах мира. На сегодняшний день Uber – это уже не просто сервис для заказа такси. Компания также предлагает услуги по доставке еды, транспортировке грузов, бизнес-услуги и другие. Одним из главных драйверов роста можно считать Uber Eats, который на сегодняшний день обеспечивает 18% валовой прибыли компании. С 2015 года водители Uber заработали \$78,2 млрд. К 2023 году Uber планирует запустить воздушное такси, которое, по оценкам аналитиков, может стать дополнительным драйвером роста его финансовых показателей.

Стратегия роста – инвестиции в будущие технологии, продвижение уже существующих проектов с увеличением проникновения на текущих рынках и выходом на новые с потенциальной оценкой свыше \$3 трлн. Потенциальный адресный рынок ridesharing в 63 странах мира Uber оценивается в 4,3 трлн миль, или \$3 трлн. В 2018 году пользователи платформы Uber проехали 26 млрд миль, что означает охват менее 1%. Адресный рынок еды Uber Eats оценивается в \$795 млрд, и проникновение в этот сегмент на сегодняшний день тоже составляет примерно 1%. Адресный рынок грузоперевозок для Uber Freight составляет \$700 млрд с текущим проникновением менее 0,1%.

Двухзначные темпы роста при сокращении убытков. В 2018 году темпы роста компании составили 42%, в 2017 году данный показатель был равен 106%. При этом показатели EBIT маржи утроились за последние три года: в 2016-м данный показатель был равен -79%, а в 2018-м составил -27%.

Потенциал роста превышает 28% при условии снижения темпов роста и тренда на сокращение убытков. Консервативный прогноз по выручке доводит оценку по DCF до уровня \$108,750 млрд, что эквивалентно \$63,8 на одну простую акцию, что дает потенциал роста 28% к IPO.

Uber Technologies: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2016	2017	2018	Балансовый отчет, млн USD	2017	2018
Выручка	3845	7932	11270	Наличность	4393	6406
Себестоимость	2228	4160	5623	Наличность с ограничением	142	67
Валовая прибыль	1617	3772	5647	Дебиторская задолженность	739	919
Тех поддержка	881	1354	1516	Прочие активы	425	860
S&M	1594	2524	3151	Активы на продажу	1138	406
R&D	864	1201	1505	Текущие активы	6837	8658
G&A	981	2263	2082	Наличность с ограничением	1293	1736
Амортизация	320	510	426	Инвестиции	5969	10355
ЕБИТДА	(2 676)	(3 570)	(2 607)	Инвестиции с долевым участием	0	1312
Амортизация	347	510	426	ОС	1192	1641
ЕБИТ	(3 023)	(4 080)	(3 033)	НМА	54	82
Процентные расходы	(334)	(479)	(648)	Гудвилл	39	153
Прочие доходы/расходы	139	(16)	4 993	Прочие активы	42	51
Доналоговая прибыль	(3 218)	(4 575)	1 312	Долгосрочные активы	8589	15330
Налог	28	(542)	325	Активы	15426	23988
Чистая прибыль	(3 246)	(4 033)	987	Кредиторская задолженность	213	150
				Краткосрочные страховые резервы	469	941
				Прочие обязательства	2713	3157
				Обязательства на продажу	452	11
				Текущие обязательства	3847	4259
				Страховые резервы	1527	1996
				Долг	3048	6869
				Прочие обязательства	3351	4072
				Долгосрочные обязательства	7926	12937
				Всего обязательства	11773	17196
				Конвертируемые акции	12210	14177
				Капитал	-8557	-7385
				Обязательства и собственный капитал	15426	23988
				Позлементный анализ ROIC	2016	2017
				Маржа NOPLAT, %	-	-
				ИСТО, x	-	-
				АИСТО, x	-	-
				ROIC, %	-	-
				Себестоимость/выручка, %	-58%	-52%
				Операционные издержки/выручка, %	-179%	-151%
				WCTO, x	-	-
				FATO, x	-	-
				Ликвидность и структура капитала	2016	2017
				ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-
				Текущая ликвидность, x	-	4,01
				Долг/общая капитализация, %	-	-
				Долг/активы, %	-	0,2x
				Долг/собственные средства, x	-	0,7x
				Долг/IC, %	-	-
				Собственные средства/активы, %	-	0,28
				Активы/собственный капитал, x	-	-
				Мультипликаторы	2016	2017
				P/B, x	-	-
				P/E, x	-	-
				P/S, x	-	-
				EV/ЕБИТДА, x	-	-
				EV/S, x	-	-
Справочные данные	2016	2017	2018			
Акции в обращении, млн штук	-	-	-			
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-			
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-			
Рыночная капитализация, USD	-	-	-			
EV, USD	-	-	-			
Капитальные инвестиции, USD	1 635	829	558			
Рабочий капитал, USD	-	-	-			
Реинвестиции, USD	-	-	-			
BV, USD	-	-	-			
Инвестированный капитал	-	-	-			
EPS, USD на акцию	-	-	-			

Uber Technologies: ключевые цифры

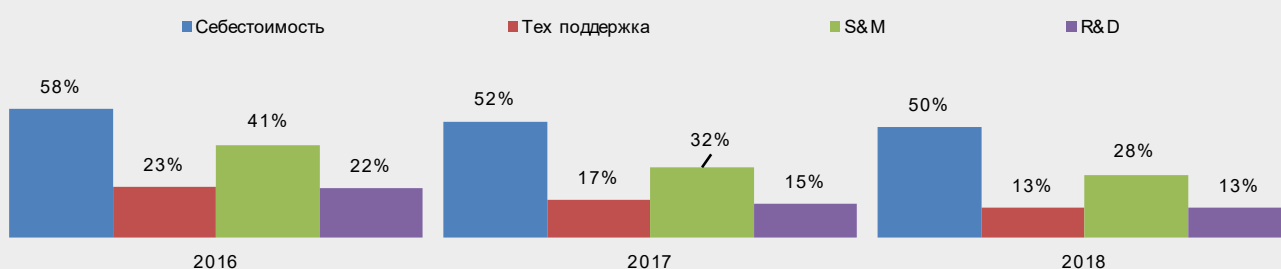
Операционная метрика



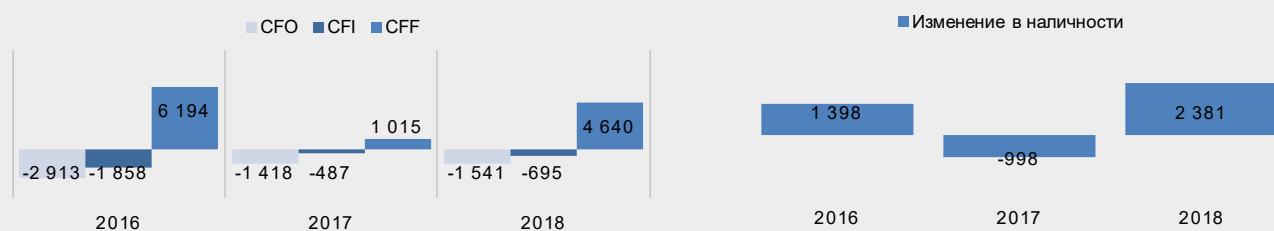
Выручка и темпы роста



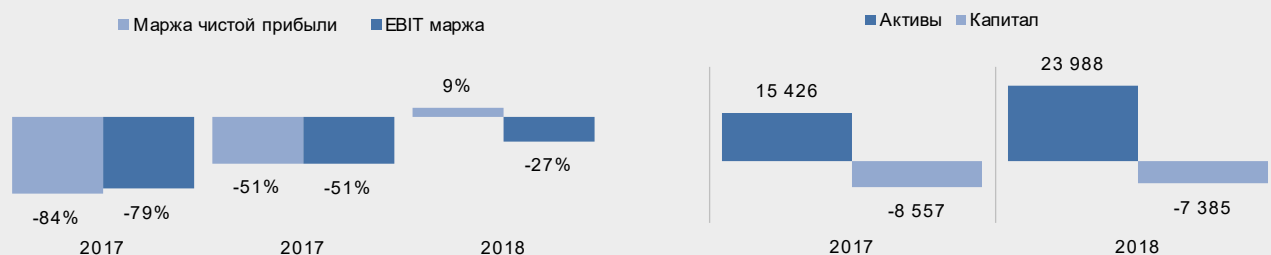
Расходы и их структура



Денежные потоки



Маржа чистой прибыли и активы



Uber Technologies: ключевые факты

Uber Technologies – американская международная компания из Сан-Франциско, разработчик мобильного приложения для поиска и вызова такси, а также доставки еды. С помощью приложения заказчик может вызвать такси с водителем, отслеживая его перемещение к отправной точке. Большинство водителей, сотрудничающих с Uber, используют свои собственные автомобили (наряду с машинами из таксопарков или взятыми в аренду). Во многих странах ставка для водителя составляет 80% от стоимости заказа, а остальные 20% получает Uber в качестве комиссии от заказа.

По информации Techcrunch.com, в ходе IPO компания может привлечь около \$10 млрд и получить оценку в \$90-100 млрд. Листинг ожидается в середине мая. По итогам последнего раунда финансирования, стоимость Uber составляла \$76 млрд. Всего за свою историю компания привлекла \$24,2 млрд.

Среди крупных акционеров Uber SB Cayman (16,3%), Benchmark Capital (11%), Exra-1 LLC (6%), The Public Investment Fund (5,3%) и Alphabet (5,2%).

Как работает приложение Uber. Uber – это сервис, помогающий водителям-партнерам и пользователям через специальные приложения для пользователей и для водителей скооперироваться для комфортных и экономичных поездок по городу. Принцип работы приложения:

- пользователь указывает место посадки, отправки, вместительность автомобиля, тип поездки;
- водитель, который находится ближе всех, принимает заказ;
- водитель доставляет пользователя до пункта назначения;
- по окончании поездки пользователи ставят друг другу оценки.

Иллюстрация 1. Приложение Uber

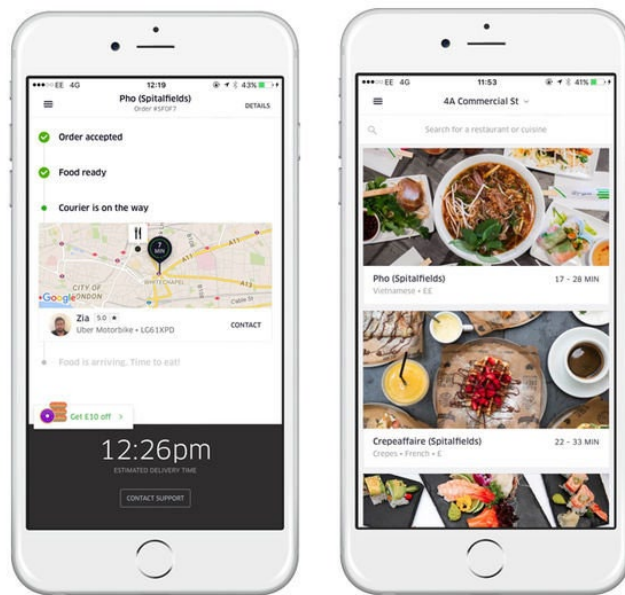


Источник: на основе данных компании

Какие услуги предлагает Uber? Помимо возможности заказа такси, компания также предлагает такие услуги, как заказ еды Uber Eats, отправка груза Uber Freight, Uber для бизнеса (организация деловых поездок), организация поездок для пациентов и сотрудников медучреждений через Uber Health и аренда велосипедов с электроприводом Uber Bike.

Uber Eats. Данная услуга была запущена более трех лет назад. На 31 декабря 2018 года к данной сети было подключено более 220 тыс. ресторанов в 500 городах мира.

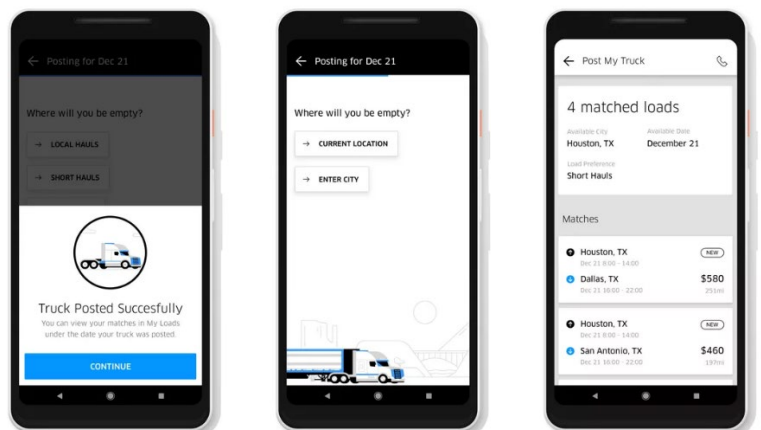
Иллюстрация 2. Uber Eats



Источник: на основе данных компании

Uber Freight – сервис, который связывает водителей грузовых автомобилей с компаниями, которым нужно перевезти грузы. Данный сервис работал на всей территории США. На данный момент заключен контракт с более 36 тыс. перевозчиков (более 400 тыс. водителей).

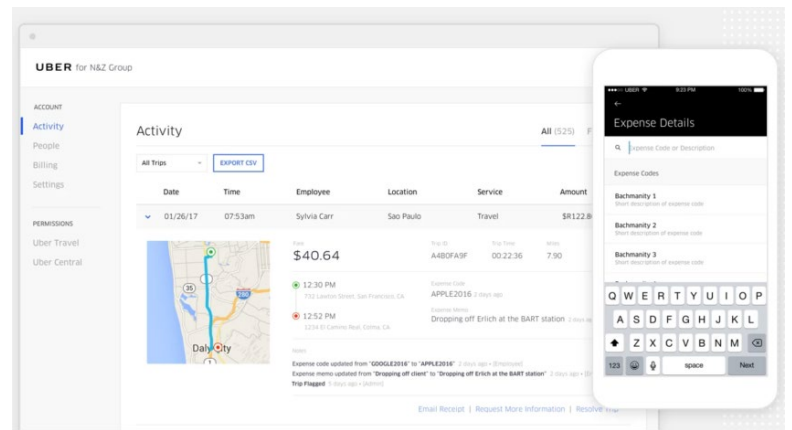
Иллюстрация 3. Uber Freight



Источник: на основе данных компании

Uber для бизнеса – сервис для управления деловыми поездками, предназначенный как для больших, так и для и некрупных компаний. Пример работы сервиса: сотрудник компании отправился в командировку, где совершает рабочие поездки, при этом оплата взимается с работодателя. В свою очередь, работодатель может запрашивать отчет по затратам, управлять передвижениями своих сотрудников и оплачивать их поездки.

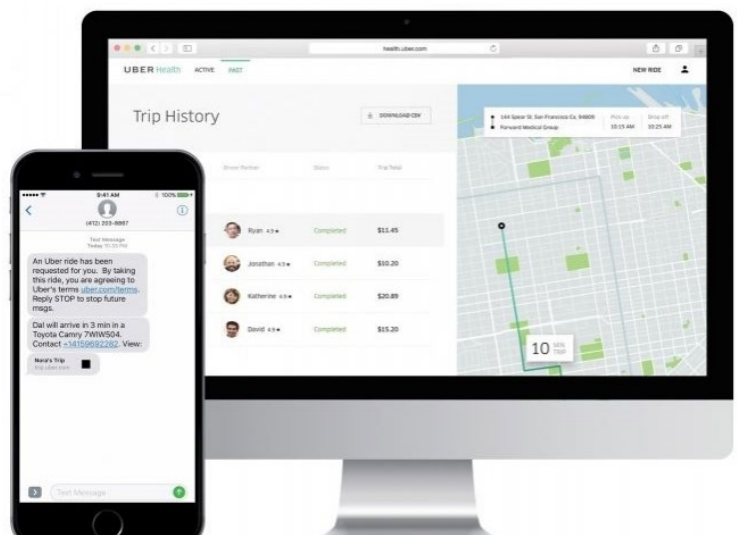
Иллюстрация 4. Uber для бизнеса



Источник: на основе данных компании

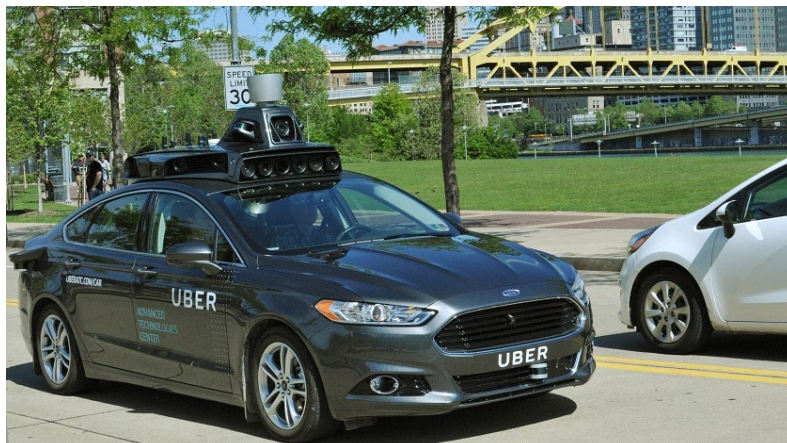
Uber Health. Сервис был запущен в марте 2018 года. Uber Health сотрудничает с организациями здравоохранения, осуществляя доставку пациентов на процедуры в другие медучреждения.

Иллюстрация 5. Uber Health



Источник: на основе данных компании

Такси с автопилотом. В сентябре 2016 года часть заказов Uber в Питтсбурге была проведена на автомобилях Ford Fusion, оборудованных системой беспилотного вождения. Компания активно тестирует данную технологию для дальнейшего развертывания в будущем.

Иллюстрация 6. Uber – автопилотное такси

Источник: на основе данных компании

Воздушное такси. В мае 2018 года Uber впервые показала прототип воздушного такси. Запуск этого сервиса запланирован на 2023 год. Летающее такси представляет собой гибрид самолета и вертолета. Аэротакси, по словам компании, будет полностью электрическим и сможет летать на высоте 300-600 метров.

Иллюстрация 7. Воздушный транспорт городского типа

Источник: на основе данных компании

Краткая история Uber

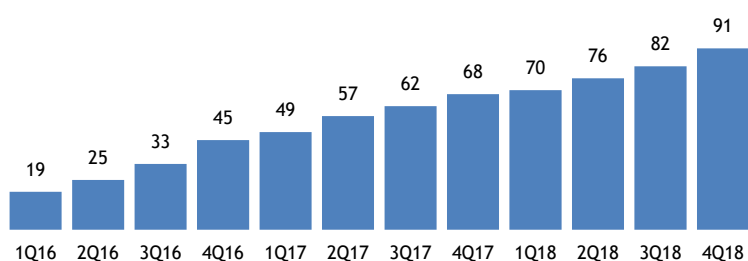
- 2010 год – появление Uber.
- 2011 год – выход приложения на рынок Европы.
- 2012 год – запуск приложения в Австралии и Новой Зеландии. Также запуск услуги UberX.
- 2013 год – запуск приложения в Латинской Америке, Китае, Южной Азии, СНГ и Африке.
- 2014 год – запуск UberPOOL.
- 2015 год – открытие центра по разработке автопилотного такси в Питтсбурге.
- 2016 год – запуск Uber Eats, продажа бизнеса в Китае компании Didi за 18,8% акций покупателя; проведено более 1 млрд поездок.
- 2017 год – появление Uber Freight. Uber Eats работает в более

200 городах, и приложением пользуются более 3 млн водителей.

- 2018 год – запуск услуг UberPro, Express Pool, Uber Rewards, Uber Cash, начало совместного бизнеса с Яндекс (36,9% в СП владеет Uber) и Grab (взамен Uber получила 30% акций последней). Через приложение было проведено более 10 млрд поездок.
- 2019 год – запуск Uber Freight в Европе.

Ключевые показатели бизнеса Uber. База активных пользователей Uber за последние три года выросла чуть более чем вдвое — с 45 млн на конец 2016-го до 91 млн на конец 2018-го.

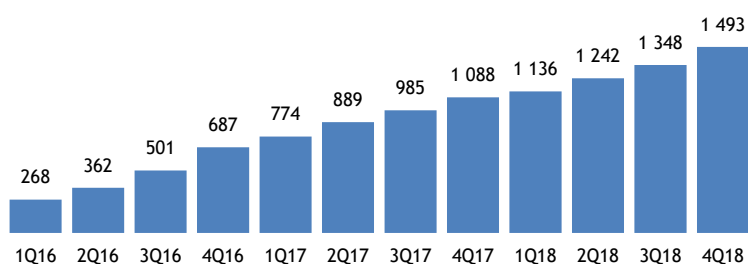
График 1. База пользователей Uber с 1Q16 до 4Q18 (млн)



Источник: на основе данных компании

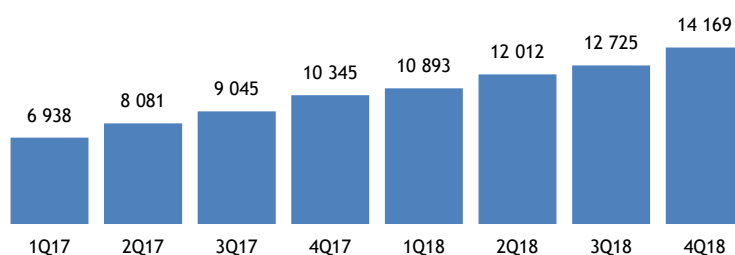
В количество поездок входят все завершенные заказы (Uber Eats, Uber Pool, Uber X). Количество поездок за квартал увеличилось с 268 млн в первом квартале 2016-го до 1,4 млрд в четвертом квартале 2018-го.

График 2. Количество поездок в 1 квартал, млн



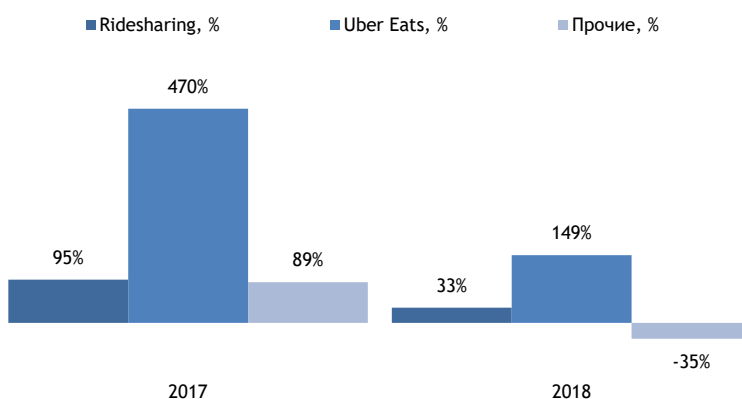
Источник: на основе данных компании

Стоимость валовых заказов за последние два года также удвоилась — с \$6,9 млрд в первом квартале 2017-го до \$14,2 млрд в четвертом квартале 2018-го.

График 3. Стоимость валовых заказов, млн USD


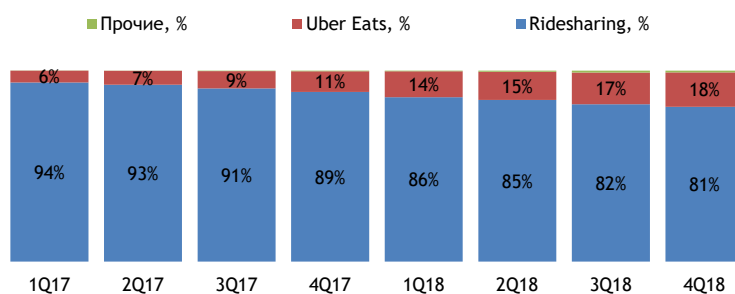
Источник: на основе данных компании

Uber Eats – новый драйвер роста компании. В последние три года трехзначными цифрами растет сегмент доставки еды. Многие аналитики отмечают, что Uber Eats может обеспечить компанию сильным драйвером роста.

График 4. Темпы роста отдельных сегментов выручки, %


Источник: на основе данных компании

Последние восемь кварталов доля валовых заказов Uber Eats расширяется. На квартальных графиках видно, как Uber Eats стремительно увеличивает долю в общей валовой стоимости. За восемь кварталов она увеличилась с 6% до 18%.

График 5. Структура валовых заказов, %


Источник: на основе данных компании

Компания заявляет, что адресный рынок Uber Eats составляет \$795 млрд. За последний год Gross Bookings от Uber Eats достиг \$7,9 млрд, что означает 1% проникновения в сегменте.

Основываясь на Gross Booking, Uber Eats можно назвать одной из крупнейших сетей по доставке еды в мире (без учета Китая). На декабрь 2018 года из активных пользователей 15 млн воспользовались услугой Uber Eats, а это лишь 16,5% от общей базы.

Также стоит отметить, что Uber Eats приводит клиентов и для сервиса ridesharing. В четвертом квартале 2018 года 50% новых клиентов от Uber Eats начали пользоваться также и услугами ridesharing. При этом клиенты, которые используют услуги Uber Eats и Uber Taxi, в первом квартале в среднем совершали 11,5 поездки, а пользователи Uber Taxi — только 4,9 поездки за квартал.

Uber планирует расширить партнерскую сеть Uber Eats с 500 городов до 700.

История инвестраундов. Как следует из данных forgeglobal.com, компания Uber провела 22 инвестраунда и привлекла \$24,2 млрд. Также компания сделала семь приобретений.

Таблица 1. История инвестраундов

Дата проведения	Привлеченный капитал (млн USD)	Оценка после инвестраунда, млн USD
01.08.2010	2	5
01.02.2011	14	76
01.11.2011	39	350
01.07.2013	360	4 100
01.06.2014	1 300	18 000
01.12.2014	2 800	42 000
01.05.2015	1 000	51 000
01.12.2015	2 100	65 000
01.05.2016	4 100	69 000
01.02.2017	1 200	70 000
01.01.2018	1 300	71 000
01.08.2018	500	76 000

Источник: на основе данных www.forgeglobal.com

Потенциальный адресный рынок стоимостью свыше \$3 трлн.

Потенциальный адресный рынок ridesharing Uber оценивается в 4,3 трлн миль, или \$3 трлн, в 63 странах мира. Компания также намерена расширить свое проникновение в Аргентине, Германии, Италии, Южной Корее и Испании. В 2018 году пользователи платформы Uber проехали 26 млрд миль, что означает охват менее 1%.

По данным Euromonitor International, в 2017 году мировые расходы на услуги общественного питания составили 2,8 трлн. Адресный рынок еды Uber Eats оценивается в \$795 млрд, а проникновение на нем пока составляет примерно 1%.

По данным Armstrong & Associates, рынок грузоперевозок оценивается в \$700 млрд в США и в \$3,8 трлн во всем мире. Адресный рынок грузоперевозок для Uber Freight составляет в \$700 млрд с текущим проникновением менее 0,1%. На данный момент услуги по грузоперевозкам предоставляются только на территории США, а в 2019 году ожидается выход на рынки Европы.

Стратегия роста.

- Увеличение проникновения ridesharing на текущих рынках
- Расширение выхода на новые рынки
- Развитие и продвижение Uber Eats и Uber Freight
- Инвестиции и приобретения для дальнейшего развития
- Запуск новых услуг на платформе Uber
- Инвестиции в автономные автомобильные технологии

Как оцениваются доли крупнейших инвесторов Uber. Один из самых ранних инвесторов компании венчурный фонд Benchmark может получить доходность более 76000%. Фонд в 2011 году вложил в Uber \$9 млн, а сейчас эта инвестиция может оцениваться в \$6-7 млрд. На сегодняшний день фонд владеет 11% акций Uber.

Крупнейшим инвестором считается SoftBank с долей в 16,3%, которой он владеет через фонд Vision Fund (SB Cayman Ltd). SoftBank купил пакет Uber в 2018 году за \$7,7 млрд, сейчас она может оцениваться в \$12 млрд.

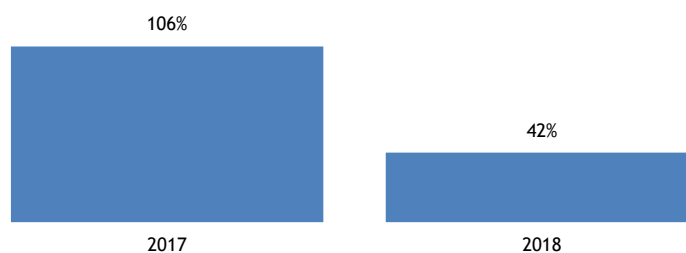
Государственный фонд Саудовской Аравии владеет пакетом 5,3% Uber через The Public Investment Fund. Этот пакет может оцениваться в \$4 млрд.

Доля Alphabet составляет 5,2% и может оцениваться в 4 млрд, если Uber разместит свои акции по цене \$55 за штуку.

Uber Technologies: сокращение убытков при средних темпах роста в 74%

Средние темпы роста за последние три года – 74%. В 2018 году выручка Uber повысилась на 42%, а в 2017-м — на 106%.

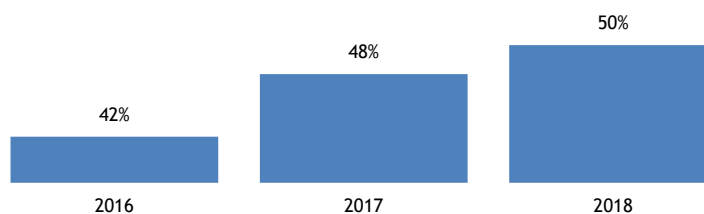
График 6. Темпы роста выручки



Источник: на основе данных компании

Тренд роста валовой маржи за последние три года. Валовая маржа активно повышается последние три года. Показатель увеличился с 42% в 2016-м до 50% в 2018-м.

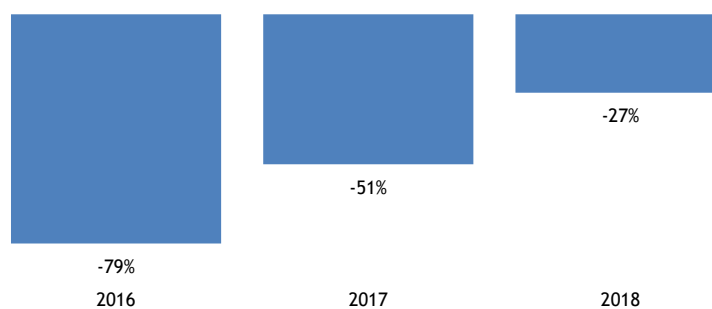
График 7. Валовая маржа, %



Источник: на основе данных компании

Рост EBIT маржи в три раза. EBIT маржа компании увеличивается с 2016 года. Тогда данный показатель был равен -79%, а в 2018 году достиг -27%.

График 8. Маржа EBIT, %

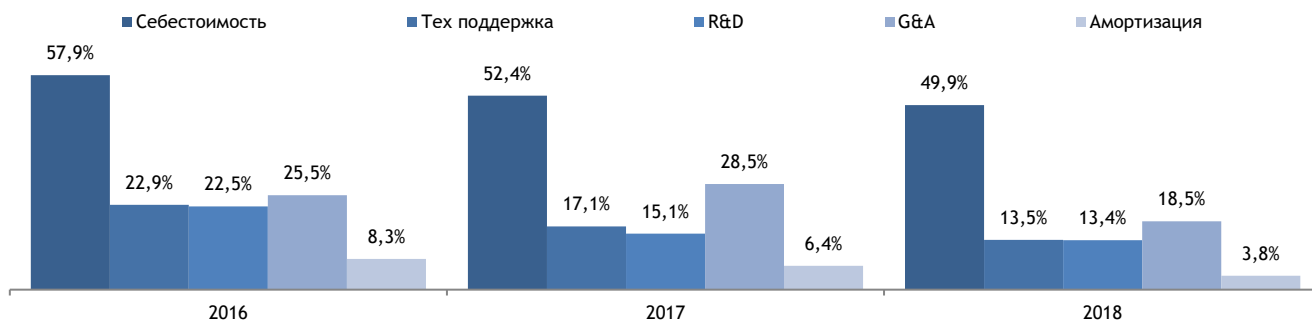


Источник: на основе данных компании

Основные факторы сокращения издержек в порядке убывания, % от выручки:

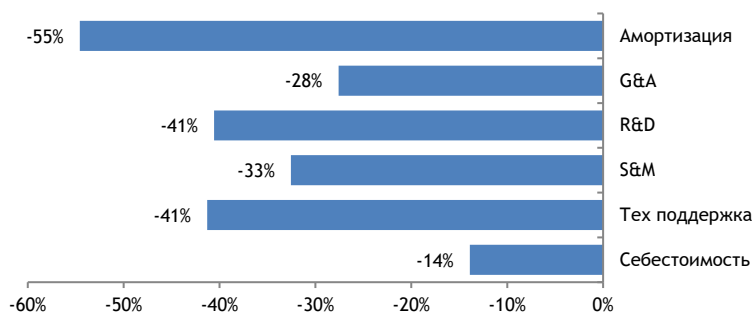
расходы на S&M — с 41,5% до 28% ,
себестоимость — с 57,9% до 49,9%,
R&D — с 22,5% до 13,4%,
G&A — 25,5% до 18,5%,
техподдержка — с 22,9% до 13,5%.

График 9. Структура расходов Uber за 2016-2018 гг.



Источник: на основе данных компании

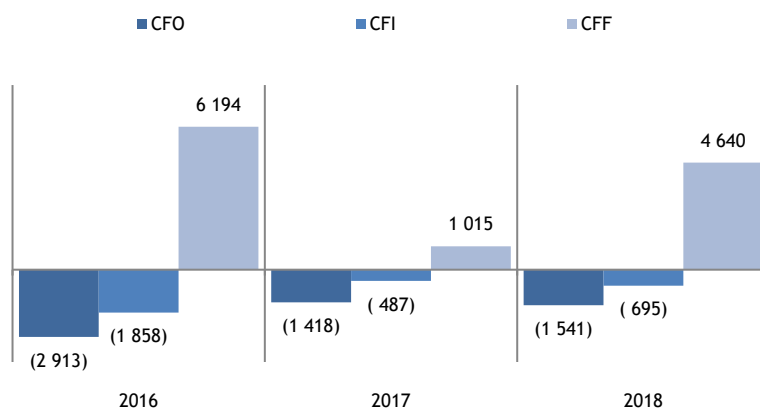
График 10. Изменение структуры затрат за период с 2016 по 2018 гг.



Источник: на основе данных компании

За последние три года компания дважды демонстрировала положительный Free Cash Flow. Последние три года Uber генерировал наличность за счет своей финансовой деятельности – выпуска акций и получения долгосрочного кредитования.

График 11. Денежный поток Uber с 2016 по 2018 гг.



Источник: на основе данных компании

Uber Technologies: факты об IPO Uber

IPO Uber станет крупнейшим размещением в США после Alibaba.

Uber намерен привлечь \$8,5 млрд при капитализации в \$78,8 млрд (\$83,8 млрд по верхней границе) и разместить 180 млн акций в диапазоне \$44-50.

Консервативная оценка: в чем плюсы? В 2018 году инвестбанки Goldman Sachs и Morgan Stanley оценили Uber в \$120 млрд. Сегодня же компания называет более консервативную цену, что может увеличить интерес инвесторов. При этом средняя капитализация компании выше, чем в последнем раунде финансирования.

Последние инвестиции компании и потенциал развития данных секторов.

Компания сообщила о привлечении финансирования в объеме \$1 млрд, которое будет направлено на развитие инновационных сервисов пассажирских перевозок. Инвесторами стали Toyota Motor Corp, DENSO Corporation и SoftBank Vision Fund (SVF). Toyota и Denso предоставят подразделению разработчиков Uber \$667 млн, а SoftBank вложит \$333 млн. Инвестиции будут переведены до третьего квартала 2019 года. Внедрение автопилота может существенно изменить систему дорожного движения, приведя к повышению безопасности, снижению загруженности дорог, сокращению вредных выбросов и экономии времени. Это значительно уменьшит расходы компании на водителей.

PayPal также инвестирует в Uber \$500 млн по цене IPO компании. Данные инвестиции направлены на углубление партнерских отношений, которые компании поддерживают с 2013 года. В рамках сотрудничества PayPal займется разработкой электронного кошелька для сервисов Uber. Электронный кошелек предоставит клиентам Uber возможность использовать его не только для поездок, но и для покупок, не связанных с поездкой Uber. Например, компания Grab из Юго-Восточной Азии предлагает услуги кредитования и страхования для ускорения развития в регионе. Продвижение сервиса цифровых платежей даст Uber мощный толчок для расширения присутствия в Латинской Америке.

Компания намерена отблагодарить своих водителей, которые почувствовали в успехе компании.

Компания выплатит примерно \$300 млн (от \$100 до \$40 тыс.) примерно 1,1 млн сотрудничающих с ней водителей. Uber распределит 5,4 млн акций между своими лучшими водителями по всем регионам. Вознаграждение будет зависеть от количества совершенных за время работы в компании поездок (минимум 2,5 тыс. заказов), при этом водители должны пользоваться хорошей репутацией у клиентов.

Оценка Uber Technologies: потенциал в 28% при консервативном сценарии

1. Рост выручки с \$11,2 млрд до \$83,3 млрд через 10 лет. С 2014 года выручка Uber выросла в 23 раза — с \$495 млн до \$11,27 млрд. Одними из главных позитивных драйверов для нее стали расширение компании по всему миру и запуск Uber Eats в 2015 году.

В своем прогнозе мы учитываем количество водителей, средний доход с водителя, общий валовой доход, выручку Uber от валового дохода и прочую выручку (Uber Freight и Uber Health).

Для прогноза валового дохода мы использовали количество водителей и средний доход на одного водителя. Компания считает активным пользователя, если он совершил хотя бы одну поездку за квартал. Мы консервативно замедлили темпы расширения базы водителей с 35% до 3% в течение 10 лет, при этом к 2028 году база водителей достигнет $\times 1,5$ млрд. Средний доход на водителя мы замедлили с 7% до 1%, к 2028 году доход с одного водителя составит \$228.

Общий валовой доход Uber к 2028 году вырастет с \$49,8 млрд до \$352 млрд, что составляет около 10% от текущего потенциального рынка Uber.

Процент выручки Uber от Gross Booking к 2028 году снизится с 21,9% до 17,8%. Выручка Uber от подразделения Uber Eats и Uber Taxi составит \$62,725 млрд, темпы роста к 2028 году снизятся с 39% до 4%.

В данном случае драйвером роста для базы водителей будет повышение популярности Uber Eats, водители которого в первом квартале совершают в среднем 11,5 поездки, а клиенты Uber Taxi пользовались им в среднем 4,9 раза за квартал. Еще одним драйверами роста станут расширение партнерской сети с 500 до 700 городов, постепенное внедрение автопилотов (на более короткие расстояния, на данный момент тестируются в Питтсбурге) и внедрение воздушного такси.

В раздел «прочей выручки» входят доходы от Uber Health и Uber Freight. Оба сервиса были запущены недавно: Freight – в 2017 году, а Health – в 2018-м. В прошлом году эти сегменты продемонстрировали внушительный рост на 457%. В своем прогнозе мы замедлили эти темпы с 457% до 7% к 2028-му.

В текущем году Uber начнет тестирование сервиса грузоперевозок в Европе и планирует расширить свое присутствие здесь. Также компания не исключает, что после запуска автопилотного такси будет внедряться сервис грузоперевозок с автопилотом.

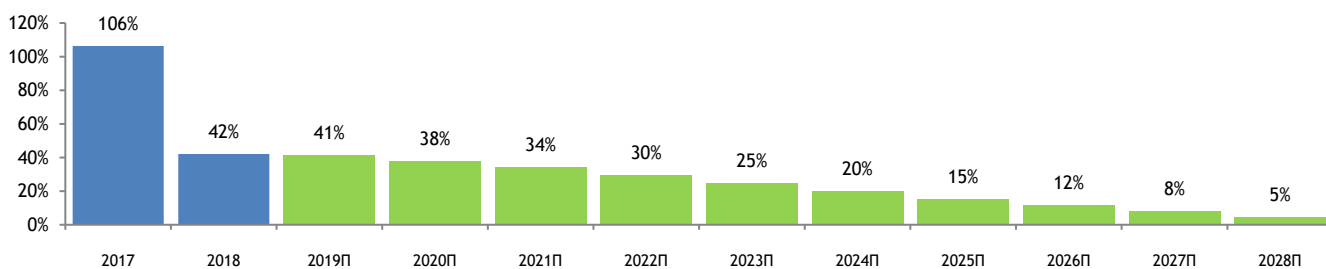
Общая выручка Uber с учетом всех параметров к 2028 году составит \$83,3 млрд, а темпы ее роста снизятся с 42% до 5%.

Иллюстрация 8. Модель выручки Uber Technologies

Модель выручки из целевого рынка	2016	2017	2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Всего водителей, млн		236	319	421	542	680	832	991	1148	1293	1415	1503	1548
Темпы роста, %			35%	32%	29%	26%	22%	19%	16%	13%	9%	6%	3%
Средняя доход на водителя, USD		145	156	167	177	186	195	203	211	217	222	225	228
Темпы роста, %			7%	7%	6%	5%	5%	4%	4%	3%	2%	2%	1%
Gross Booking, млрд USD		34	50	70	96	127	162	202	242	280	314	339	352
Темпы роста, %			45%	41%	37%	32%	28%	24%	20%	16%	12%	8%	4%
% от Gross Booking		22,9%	21,9%	21,0%	20,2%	19,6%	19,1%	18,6%	18,3%	18,1%	17,9%	17,8%	17,8%
Темпы роста, %			-5%	-4%	-4%	-3%	-3%	-2%	-2%	-1%	-1%	0%	0%
Выручка от Uber Eats и Uber Taxi, млн USD		7 865	10 897	14 721	19 376	24 834	30 971	37 554	44 239	50 589	56 106	60 295	62 725
Темпы роста, %			39%	35%	32%	28%	25%	21%	18%	14%	11%	7%	4%
Прочие, млн USD		67	373	1 225	2 623	4 720	7 360	10 243	13 051	15 556	17 645	19 305	20 575
Темпы роста, %			457%	228%	114%	80%	56%	39%	27%	19%	13%	9%	7%
Всего выручка, млн USD		7 932	11 270	15 945	22 000	29 554	38 332	47 797	57 290	66 144	73 751	79 599	83 300
Темпы роста, %			42%	41%	38%	34%	30%	25%	20%	15%	12%	8%	5%

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

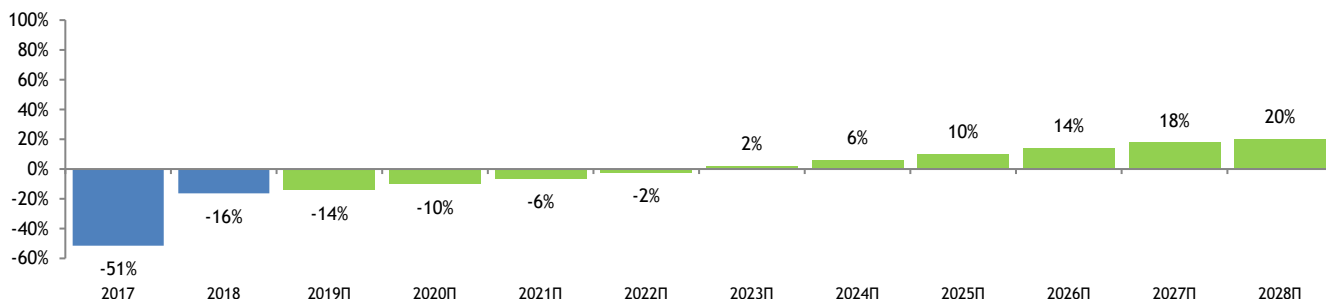
График 12. Прогноз темпов роста Uber Technologies



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

2. Выход в прибыльность после 2022 года. Мы заложили продолжение тренда сокращения маржи EBIT с -16% до -2% к 2022 году. По нашим прогнозам, компания станет прибыльной к 2023 году, когда маржа EBIT составит 2%, а к 2028-му достигнет 21,5%. Чистые реинвестиции от выручки сократятся с 8,4% до 3% к 2028 году, что равняется среднеотраслевым показателям. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$24,3 млрд.

График 13. Прогноз EBIT маржи



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

3. Предположения для зрелого периода. В зрелом возрасте мы заложили 3% роста. ROIC в зрелом периоде мы консервативно приравнивали к затратам на капитал в 7,9%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 38% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (\$1,096 млрд) и зрелого (\$88,331 млрд) периода, составит \$91,170 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга в \$9,179 млрд, поступления от IPO в \$8,46 млрд, наличность на счетах в \$8,2 млрд, долю в бизнесе в \$11,667 млрд и стоимость опционов в \$1,578 млрд, собственный капитал Uber можно оценить в \$108,750 млрд.

Учитывая 1,6 млрд акций после IPO, целевая цена на акцию равна \$63,8. Потенциал к верхней границе IPO в \$50 составляет 28%.

Иллюстрация 9. Модель оценки Uber Technologies методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2016	2017	2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	зрелый
<i>темп роста выручки, %</i>		106%	42%	41%	38%	34%	30%	25%	20%	15%	12%	8%	5%	3,0%
(+) Выручка	3 845	7 932	11 270	15 945	22 000	29 554	38 332	47 797	57 290	66 144	73 751	79 599	83 300	85 799
(х) Операционная маржа	-79%	-51%	-16%	-14%	-10%	-6%	-2%	2%	6%	10%	14%	18%	20%	20%
(=) EBIT	-3 023	-4 080	-1 838	-2 233	-2 209	-1 795	-807	956	3 437	6 478	10 149	14 111	16 660	17 503
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	0	0	0	0	0	0	0	1 296	2 030	2 822	3 332	3 501	
(=) NOPLAT	-3 023	-4 080	-1 838	-2 233	-2 209	-1 795	-807	956	3 437	5 182	8 119	11 289	13 328	14 002
(-) чистые реинвестиции	1 075	1 504	949	1 256	1 613	2 007	2 396	2 729	2 960	3 059	3 012	2 819	2 499	5 294
(=) FCFF		(5 584)	(2 787)	(3 489)	(3 822)	(3 802)	(3 203)	(1 773)	477	2 123	5 107	8 469	10 829	8 708
FCFF маржа, %		-70,4%	-24,7%	-21,9%	-17,4%	-12,9%	-8,4%	-3,7%	0,8%	3,2%	6,9%	10,6%	13,0%	
(х) фактор дисконтирования				0,94x	0,88x	0,82x	0,77x	0,72x	0,67x	0,63x	0,58x	0,54x	0,50x	
PV FCF				(3 276)	(3 365)	(3 134)	(2 469)	(1 276)	320	1 328	2 971	4 576	5 421	
Терминальная стоимость														176 446
PV Терминальной стоимости														88 331
Имплицированные переменные модели		2017	2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	
Выручка/капитал, х		1,09x	1,37x	1,66x	1,94x	2,17x	2,35x	2,46x	2,51x	2,51x	2,47x	2,40x	2,40x	
Инвестированный капитал		10 355	11 611	13 225	15 232	17 628	20 357	23 317	26 376	29 388	32 207	34 706	34 706	
Чистое реинвестирование, %		-52%	-56%	-73%	-112%	-297%	285%	86%	59%	37%	25%	19%	38%	38%
Реинвестирование к выручке, %		8,4%	7,9%	7,3%	6,8%	6,3%	5,7%	5,2%	4,6%	4,1%	3,5%	3,0%	3,0%	
ROIC, %		-18%	-19%	-17%	-12%	-5%	5%	15%	20%	28%	35%	38%	38%	7,9%
Маржа NOPLAT, %		-16%	-14%	-10%	-6%	-2%	2%	6%	8%	11%	14%	16%	16%	
Расчет WACC				2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	
Безрисковая ставка				2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	
Бета послерыноговая				0,70	0,73	0,76	0,79	0,82	0,85	0,88	0,91	0,94	1,00	
Премия за риск инвестирования				5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	
Стоимость собственного капитала				6%	6,2%	6,4%	6,5%	6,7%	6,8%	7,0%	7,1%	7,3%	7,6%	
Ставка долга, до налогов				12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	
Ставка долга, после налогов				9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	
СК/Стоимость компании				92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	
Долг/Стоимость компании				8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	
Средневзвешенная стоимость капитала				6,5%	6,7%	6,8%	6,9%	7,1%	7,2%	7,4%	7,5%	7,7%	7,9%	
Кумулятивная стоимость капитала				0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	
Оценка капитала, млн USD														
(=) Стоимость в прогножном периоде				1 096										
(+) Стоимость в терминальном периоде				88 331										
(х) Коэффициент на дату оценки				1,02x										
(=) EV				91 170										
(-) Долг (вкл. операционную аренду)				9 179										
(+) Наличность				8 209										
(+) Доля в бизнесе				11 667										
(+) Поступления от IPO				8 460										
(-) Стоимость выпущенных опционов				1 578										
(=) Оценка собственного капитала				108 750										
Рыночная капитализация				83 848										
Целевая цена на акцию, USD				63,8										
Максимум диапазона на IPO, USD				50										
Потенциал роста, %				28%										
Уровни оценки по P/S		2019	F20П	F21П										
Оценка по модели FCFF		9,6x	6,8x	4,9x										
Оценка по верхней границе IPO		7,4x	5,3x	3,8x										

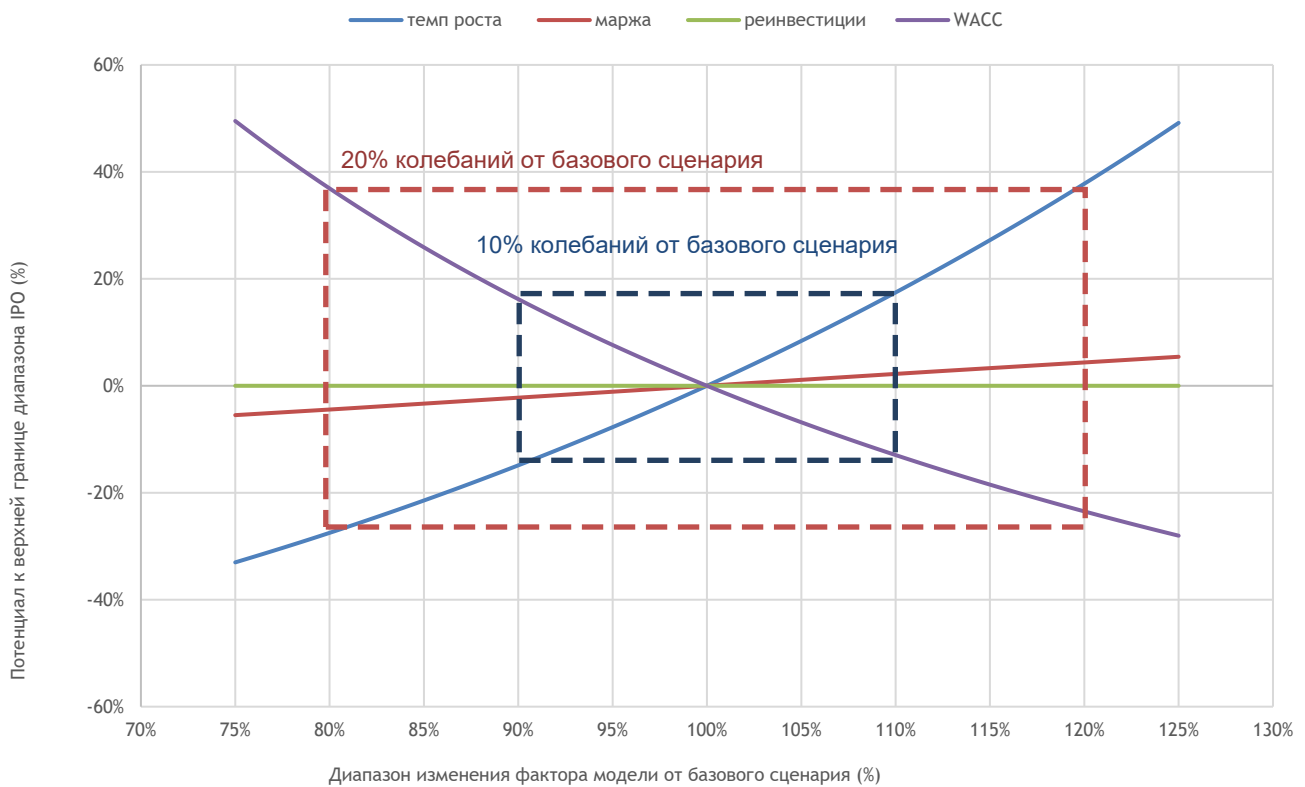
Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

Чувствительность модели оценки Uber Technologies

Сценарный анализ. В дополнение к определению предполагаемого уровня темпов роста выручки в прогнозном периоде мы выполнили анализ чувствительности различных темпов роста в прогнозном периоде, а также WACC, реинвестиций и маржи в прогнозном периоде. В итоге к самым чувствительным, а значит, важным параметрам можно отнести WACC и темпы роста, которые во многом будут влиять на стоимость Uber.

При 10%-м диапазоне перебора основных факторов модели колебания диапазон потенциала к росту IPO составлял от -15% до 18%.

График 14. Чувствительность оценки Uber Technologies



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

Риски: продукт, репутация и персонал

Конкуренция. Uber работает на высококонкурентном рынке. Ее аналоги могут предоставлять услуги значительно дешевле и иметь больший опыт работы в условиях определенной страны.

Репутация и бренд. Uber отмечает, что в прошлом приобрела негативный имидж в связи со скандалами и не до конца смогла решить данную проблему.

Инвестиции. Uber надеется в скором будущем запустить беспилотные автомобили. Есть риск, что внедрение этого новшества может быть отложено на неопределенное время, а технология будет работать со сбоями или хуже, чем у конкурентов.

Дисклеймер

Данный обзор является справочно-информационными материалами, адресован клиентам ООО ИК «Фридом Финанс», не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в данном обзоре, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). В информации, указанной в данном обзоре, не принимаются во внимание Ваши личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. ООО ИК «Фридом Финанс» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном обзоре, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии решения. Данный обзор не является предложением инвестировать в акции иностранных компаний.

ООО ИК «Фридом Финанс» оказывает услуги заключения расчетных внебиржевых форвардных контрактов, базовым активом которых могут являться инструменты, размещаемые на торгах иностранных организаторов торгов, согласно пункта 4 Указания Банка России от 16.02.2015 N 3565-У "О видах производных финансовых инструментов" в Порядке оказания услуг по заключению договоров, являющихся производными финансовыми инструментами ([Приложение №5](#) к Регламенту обслуживания Клиентов ООО ИК «Фридом Финанс», далее - Порядок) и в соответствии со Стандартными условиями форвардного контракта на цену иностранного финансового инструмента (Тип «IPO») ([Приложение №2](#) к Порядку). ООО ИК «Фридом Финанс» не оказывает услуги приобретения иностранных ценных бумаг, упомянутых в данном обзоре. Согласно ч. 2 ст. 1062 ГК РФ требования граждан, связанные с участием в сделках, предусматривающих обязанность стороны или сторон сделки уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения цен на ценные бумаги, курса валюты, подлежат судебной защите только при условии их заключения на бирже.

ООО ИК «Фридом Финанс». Лицензия № 045-13561-100000 на осуществление брокерской деятельности, срок действия лицензии не ограничен.