

Базовый актив контракта\*:

# DouYu International (DOYU)

Потенциал роста: -

Целевая цена: -

Диапазон размещения: \$11,5-14

Оценка капитала | DCF

Китай | Программное обеспечение

обзор перед IPO

## DouYu: лидирующая стрим-платформа в Китае



Выручка, 2018 (млн RMB)	3 654
ЕБИТ, 2018 (млн RMB)	-859
Прибыль, 2018 (млн RMB)	-876
Чистый долг, 2018 (млн RMB)	—

P/E, 2017 (x)	—
P/BV, 2017 (x)	—
EV/S, 2017 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа ЕБИТ (%)	-24%

Капитализация IPO (млрд USD)	4,639
ADS после IPO (млн шт)	341,5
ADS к размещению (млн шт)	67,4
Объем IPO (млн USD)	859,2
Минимальная цена IPO (USD)	11,5
Максимальная цена IPO (USD)	14,0
Целевая цена (USD)	19,4

Динамика акций | биржа/тикер NYSE/DOYU

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



17 июля состоится размещение лидирующего в Китае быстрорастущего стримингового игрового сервиса. Китайский аналог Twitch, транслирующий киберспортивные матчи и такие игры, как League of Legends, PUBG и DOTA2, предложит 67,4 млн депозитарных расписок по цене от \$11,5 до \$14 при оценке по верхней границе \$4,6 млрд.

**DouYu – крупнейшая платформа для потоковой передачи игр в Китае с MAU в четвертом квартале 2018 года на уровне 159,2 млн пользователей.** Основной источник доходов DouYu – рекламные объявления на платформах и в онлайн-играх. Также компания получает выручку от виртуальных подарков, которые пользователи покупают для своих стримеров и геймеров.

**По данным iResearch, Китай – крупнейший в мире рынок игрового стриминга. В 2018 году он примерно в 4,9 раза обогнал рынок США по MAU.** Ожидается, что выручка от потокового вещания в Китае с 2018-го по 2023 год будет расти в среднем на 24,7%, что почти вдвое превышает ожидаемый темп роста доходов неигрового стриминга. Выручка индустрии киберспорта Китая в 2018 году составила 113 млрд юаней. По прогнозу, к 2023-му показатель достигнет 248 млрд юаней.

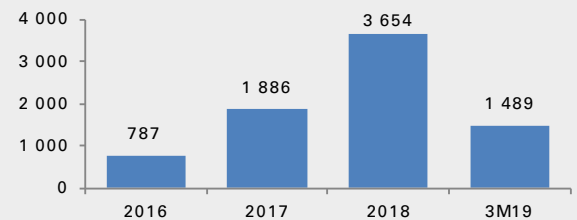
**Лидирующие позиции на крупном рынке обеспечивают темпы роста свыше 90% при движении к прибыльности.** С 2016-го по 2018 год выручка компании выросла с 787 млн до 3,65 млрд юаней, то есть на 364%. За последний год доходы DouYu увеличились на 94%, а за первый квартал 2019 года – на 123% г/г. Сокращение затрат относительно выручки привело к повышению операционной маржи ЕБИТ с -99% в 2016 году до -24% в 2018-м. За январь-март текущего года маржа ЕБИТ достигла -3%. Прибыль DouYu составила 18 млн юаней.

**Сбалансированная DCF-модель дает оценку капитала DouYu на уровне в \$6,6 млрд с целевой ценой \$19,4 и потенциалом роста 39% к верхней границе диапазона \$14.**

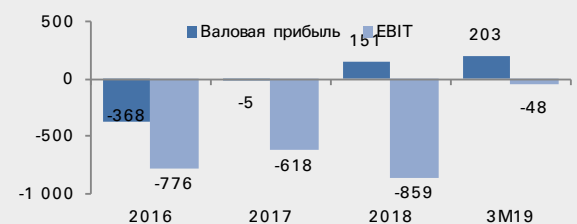
## DouYu International: финансовая отчетность и метрики

Отчет о прибыли, млн USD	2016	2017	2018	3M19
<b>Выручка</b>	<b>787</b>	<b>1 886</b>	<b>3 654</b>	<b>1 489</b>
Себестоимость	(1 155)	(1 890)	(3 503)	(1 286)
<b>Валовая прибыль</b>	<b>(368)</b>	<b>(5)</b>	<b>151</b>	<b>203</b>
S&M	(224)	(310)	(539)	(124)
R&D	(94)	(212)	(329)	(79)
G&A	(95)	(101)	(197)	(64)
<b>ЕБИТ</b>	<b>(776)</b>	<b>(618)</b>	<b>(859)</b>	<b>(48)</b>
<b>Чистая прибыль</b>	<b>(783)</b>	<b>(613)</b>	<b>(876)</b>	<b>18</b>
<b>Рост и маржа (%)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>3M19</b>
Темпы роста выручки		140%	94%	123%
Валовая маржа	-47%	0%	4%	14%
ЕБИТ маржа	-99%	-33%	-24%	-3%
Маржа чистой прибыли	-99%	-33%	-24%	1%
<b>Денежные потоки</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	
<b>CFO</b>	<b>(714)</b>	<b>(381)</b>	<b>(338)</b>	
D&A	7	23	27	
<b>CFI</b>	<b>(86)</b>	<b>(92)</b>	<b>(265)</b>	
CapEx	(45)	(24)	(33)	
<b>CFF</b>	<b>1 298</b>	<b>500</b>	<b>5 280</b>	
<b>Денежный поток</b>	<b>499</b>	<b>23</b>	<b>5 023</b>	
Наличность на начало года	18	517	540	
Наличность на конец года	517	540	5 562	
<b>Баланс</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	
Денежные средства и их эквиваленты	517	540	5 562	
Всего оборотных активов	676	863	6 117	
<b>Всего активов</b>	<b>779</b>	<b>1 032</b>	<b>6 495</b>	
Отложенный доход	15	46	112	
Начисленные расходы и прочие обязательства	121	208	314	
Всего текущих обязательств	524	872	2 863	
<b>Всего обязательств</b>	<b>524</b>	<b>872</b>	<b>2 864</b>	
Обязательства, привилегированные акции и дефицит капитала	779	1 032	6 495	
<b>Операционные метрики</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>3M19</b>
AVG MAU (млн)	85,6	112,6	136,4	159,2
темп роста MAU (%)		32%	21%	26%
Платящие пользователи квартальные (млн)	0,9	2,4	3,8	6,0

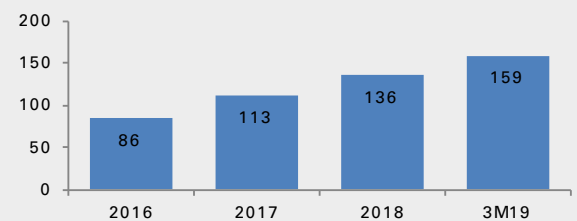
Выручка (млн RMB)



Валовая и операционная прибыль (млн RMB)



Пользовательская база MAU (млн)



## DouYu International: модель оценки

Модель прогнозного периода, млн USD	2017	2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	зрелый
темпы роста выручки, %	140%	94%	70%	53%	40%	30%	22%	17%	13%	9%	7%	5%	3,0%
<b>(+ ) Выручка</b>	<b>1 886</b>	<b>3 654</b>	<b>6 225</b>	<b>9 510</b>	<b>13 272</b>	<b>17 211</b>	<b>21 042</b>	<b>24 555</b>	<b>27 629</b>	<b>30 224</b>	<b>32 352</b>	<b>34 061</b>	<b>35 083</b>
(х) Операционная маржа	-33%	-18%	-12%	-7%	-1%	3%	6%	10%	13%	17%	20%	24%	18%
<b>(= ) ЕБИТ</b>	<b>(618)</b>	<b>(651)</b>	<b>(747)</b>	<b>(666)</b>	<b>(133)</b>	<b>444</b>	<b>1 297</b>	<b>2 393</b>	<b>3 682</b>	<b>5 111</b>	<b>6 629</b>	<b>8 199</b>	<b>6 315</b>
NOL	0	2 463	3 210	3 876	4 009	3 564	2 267	0	0	0	0	0	0
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на ЕБИТ	-783	-613	0	0	0	0	0	479	736	1 022	1 326	1 640	1 263
<b>(= ) NOPLAT</b>	<b>164</b>	<b>(38)</b>	<b>(747)</b>	<b>(666)</b>	<b>(133)</b>	<b>444</b>	<b>1 297</b>	<b>1 914</b>	<b>2 946</b>	<b>4 088</b>	<b>5 303</b>	<b>6 559</b>	<b>5 052</b>
(-) чистые реинвестиции	237	269	413	568	713	832	916	962	974	959	924	875	1 928
<b>(= ) FCFF</b>	<b>(73)</b>	<b>(308)</b>	<b>(1 160)</b>	<b>(1 233)</b>	<b>(846)</b>	<b>(388)</b>	<b>381</b>	<b>953</b>	<b>1 972</b>	<b>3 130</b>	<b>4 380</b>	<b>5 684</b>	<b>3 124</b>
FCFF маржа, %	-4%	-8%	-19%	-13%	-6%	-2%	2%	4%	7%	10%	14%	17%	
(х) фактор дисконтирования			0,92x	0,84x	0,78x	0,71x	0,66x	0,61x	0,56x	0,52x	0,48x	0,45x	
<b>PV FCF</b>			(1 065)	(1 041)	(657)	(277)	251	579	1 107	1 624	2 103	2 530	
Терминальная стоимость													64 274
<b>PV Терминальной стоимости</b>													<b>28 612</b>
<b>Имплицитные переменные модели</b>		<b>2018</b>	<b>2019П</b>	<b>2020П</b>	<b>2021П</b>	<b>2022П</b>	<b>2023П</b>	<b>2024П</b>	<b>2025П</b>	<b>2026П</b>	<b>2027П</b>	<b>2028П</b>	
Выручка/капитал, х		0,94x	1,44x	1,95x	2,37x	2,68x	2,86x	2,96x	2,98x	2,95x	2,90x	2,83x	
Инвестированный капитал		3 906	4 319	4 887	5 600	6 432	7 348	8 310	9 283	10 242	11 166	12 041	
Чистое реинвестирование, %		-704%	-55%	-85%	-537%	187%	71%	50%	33%	23%	17%	13%	38%
<b>Реинвестирование к выручке, %</b>		<b>7,4%</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,0%</b>	<b>5,4%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,4%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,2%</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,6%</b>	
ROIC, %		-1%	-17%	-14%	-2%	7%	18%	23%	32%	40%	47%	54%	7,9%
Маржа NOPLAT, %		-1%	-12%	-7%	-1%	3%	6%	8%	11%	14%	16%	19%	
<b>Расчет WACC</b>			<b>2019П</b>	<b>2020П</b>	<b>2021П</b>	<b>2022П</b>	<b>2023П</b>	<b>2024П</b>	<b>2025П</b>	<b>2026П</b>	<b>2027П</b>	<b>2028П</b>	
Безрисковая ставка			2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	
Бета послерыноговая			1,20	1,18	1,16	1,14	1,12	1,10	1,08	1,06	1,04	1,00	
Премия за риск инвестирования			5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	
<b>Стоимость собственного капитала</b>			<b>8,9%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,1%</b>	<b>7,9%</b>	
Ставка долга, до налогов			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
<b>Ставка долга, после налогов</b>			<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	
СК/Стоимость компании			100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
Долг/Стоимость компании			0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
<b>Средневзвешенная стоимость капитала</b>			<b>8,9%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,1%</b>	<b>7,9%</b>	
Кумулятивная стоимость капитала			0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	0,4x	
<b>Оценка капитала, млн USD</b>			<b>CNY</b>	<b>USD</b>									
(= ) Стоимость в прогнозном периоде			5 155	751									
(+ ) Стоимость в терминальном периоде			28 612	4 166									
(х) Коэффициент на дату оценки			1,05x	1,05x									
<b>(= ) EV</b>			<b>35 327</b>	<b>5 144</b>									
(-) Долг (вкл. операционную аренду)			0	0									
(+ ) Наличность			4 308	627									
(+ ) Поступления от IPO			5 901	859									
(-) Стоимость выпущенных опционов			0	0									
<b>(= ) Оценка собственного капитала</b>			<b>45 536</b>	<b>6 630</b>									
Рыночная капитализация			32 834	4 781									
<b>Целевая цена на акцию</b>				<b>19,4</b>									
Максимум диапазона на IPO				14,0									
Потенциал роста, %				39%									

### Описание предположений модели оценки

Мы прогнозируем замедление роста выручки с текущих 94% до 70% по итогам 2019 года и до 40% – в 2021-м.

При консервативной оценке текущих трендов на сокращение затрат и с учетом получения чистой прибыли в первом квартале 2019-го компания станет прибыльной к 2022 году.

WACC равняется 8,9%, исходя из безрисковой ставки 2,6%, беты, равной 2, и премии за риск инвестирования, составляющей 5,3%.

**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.

---

## Инвестиционная компания «Фридом Финанс»

**Тимур Турлов**

Генеральный директор,  
главный инвестиционный стратег

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

## Trading

**Георгий Ващенко**  
**Никита Коньков**

E-mail: traders@ffin.ru  
Время работы: 10.00–00.00 Msk

## Sales

**Георгий Волосников** (руководитель)

**Рональд Вусик** (заместитель)  
**Вячеслав Степанов** (заместитель)  
**Андрей Волощенко** (заместитель)

E-mail: sales@ffin.ru  
Время работы: 10.00–20.00 Msk

## Аналитика и обучение

**Игорь Ключнев** (руководитель)  
E-mail: klyushnev@ffin.ru

## Связи с общественностью

**Наталья Харлашина** (руководитель)  
E-mail: pr@ffin.ru

## Бэк-офис

**Александр Хрипунов** (начальник бэк-офиса)  
E-mail: back@ffin.ru  
Время работы: 10.00–00.00 Msk

## Центральный офис

## Москва

+7 (495) 783-91-73

123112, г. Москва, 1-й Красногвардейский проезд, 15, этаж 18  
Башня «Меркурий», Москва-Сити  
(м. «Выставочная», «Деловой центр»)  
www.ffin.ru | info@ffin.ru

## Филиалы

## Астрахань

+7 (8512) 28-88-80  
ул. Чернышевского, 1,  
офис 100  
astrahan@ffin.ru

## Барнаул

+7 (3852) 29-99-65  
ул. Молодежная,  
дом 26  
barnaul@ffin.ru

## Волгоград

+7 (8442) 61-35-05  
пр-т им. В.И. Ленина, 35  
volgograd@ffin.ru

## Воронеж

+7 (473) 205-94-40  
ул. Кирова, 4,  
БЦ «Эдельвейс»,  
офис 311  
voronezh@ffin.ru

## Екатеринбург

+7 (343) 351-08-68  
ул. Сакко и Ванцетти, 61  
yekaterinburg@ffin.ru

## Иркутск

+7 (3952) 79-99-02  
ул. Горького,  
дом 36 Б, оф II-5  
irkutsk@ffin.ru

## Казань

+7 (843) 249-00-51  
ул. Сибгата Хакима, 15  
kazan@ffin.ru

## Калининград

+7 (4012) 92-08-78  
пл. Победы, 10,  
БЦ «Кlover»,  
1-й этаж  
kaliningrad@ffin.ru

## Краснодар

+7 (861) 203-45-58  
ул. Кубанская Набережная, 39/2,  
ТОЦ Адмирал  
krasnodar@ffin.ru

## Красноярск

+7 (391) 204-65-06  
ул. Ленина, 21  
krasnoyarsk@ffin.ru

## Курск

+7 (4712) 77-13-37  
ул. Радищева, 64  
kursk@ffin.ru

## Липецк

+7 (4742) 50-10-00  
ул. Гагарина, 33  
lipetsk@ffin.ru

## Нижний Новгород

+7 (831) 261-30-92  
ул. Короленко 29, оф.414  
nnovgorod@ffin.ru

## Новосибирск

+7 (383) 377-71-05  
ул. Советская, 37А  
novosibirsk@ffin.ru

## Омск

+7 (3812) 40-44-29  
ул. Гагарина, 14, 1 этаж  
omsk@ffin.ru

## Пермь

+7 (342) 255-46-65  
ул. Екатерининская, 120  
perm@ffin.ru

## Ростов-на-Дону

+7 (863) 308-24-54  
Буденновский пр-т, 62/2,  
БЦ «Гедон»  
rostovnadonu@ffin.ru

## Самара

+7 (846) 229-50-93  
ул. Молодогвардейская,  
204, 4-й этаж  
samara@ffin.ru

## Санкт-Петербург

+7 (812) 313-43-44  
Басков переулок,  
дом 2, строение 1  
spb@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

## Тольятти

+7 (848) 265-16-41  
ул. Фрунзе, д.8  
ДЦ «PLAZA»,  
оф. 909  
tolyatti@ffin.ru

## Тюмень

+7 (3452) 56-41-50  
ул. Челюскинцев, 10,  
офис 112  
tyumen@ffin.ru

## Уфа

+7 (347) 211-97-05  
ул. Карла Маркса, 20  
ufa@ffin.ru

## Челябинск

+7 (351) 799-59-90  
ул. Лесопарковая, 5  
chelyabinsk@ffin.ru

## Череповец

+7 (8202) 49-02-86  
ул. Ленина, 54 г  
cherepovets@ffin.ru

## Ярославль

+7(4852) 60-88-90  
ул. Трефолева, 22,  
2 этаж  
yaroslavl@ffin.ru