

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

DouYu International (DOYU)

Потенциал роста: **39%**

Целевая цена: **19,4**

Диапазон размещения: **\$11,5-14**
РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Китай | Программное обеспечение

[обзор перед IPO](#)

DouYu: лидирующая стрим-платформа в Китае



Выручка, 2018 (млн RMB)	3 654
EBIT, 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 EBIT (%)	-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 быстрорастущего и лидирующего в Китае стримингового игрового сервиса. Китайский 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 в \$4,6 млрд по верхней границе.

DouYu - крупнейшая платформа для потоковой передачи игр в Китае по MAU в 4 квартале 2018 года на уровне 159,2 млн пользователей. Кроме рекламных доходов, один из источников дохода для DouYu - это виртуальные подарки, которые пользователи покупают для стримеров и геймеров. Однако при этом рекламные объявления на платформах и в онлайн-играх составляют основную часть дохода DouYu.

Большой целевой рынок: по данным iResearch, Китай является крупнейшим в мире рынком игрового стриминга в мире, в 2018 году он примерно в 4,9 раза превысил рынок США по MAU. Ожидается, что выручка от рынка потокового вещания в Китае будет расти в среднем на 24,7% в период с 2018 по 2023 год, что почти вдвое превышает ожидаемый темп роста рынка потокового вещания, не ориентированного на игры. Выручка индустрии киберспорта Китая в 2018 году составила 113 млрд RMB. Ожидается, что к 2023 г. рынок достигнет 248 млрд RMB.

Лидирующие позиции на большом рынке позволяют добиться темпов роста свыше 90% при движении к прибыльности. С 2016 по 2018 год выручка выросла с 787 млн до 3,65 млрд RMB, или на 364%. За последний год доходы выросли на 94%, а за 1 квартал 2019 года выручка выросла на 123% г/г. Сокращение затрат относительно выручки привело к росту операционной маржи EBIT с -99% в 2016 году до -24% в 2018 году. За первые 3 месяца этого года, компания довела маржу EBIT до -3%, зафиксировав при этом прибыль в 18 млн RMB.

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

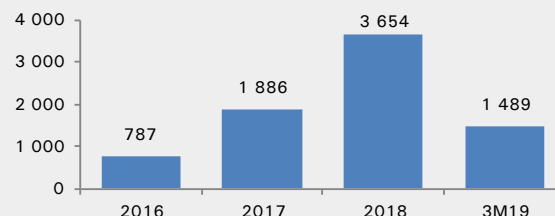
Абдикаримов Ерлан
Директор Департамента финансового анализа
(+7) 727 311 10 64 (614) | abdikarimov@ffin.kz

Бектемиров Алем
Младший инвестиционный аналитик
| bektemirov@ffin.kz

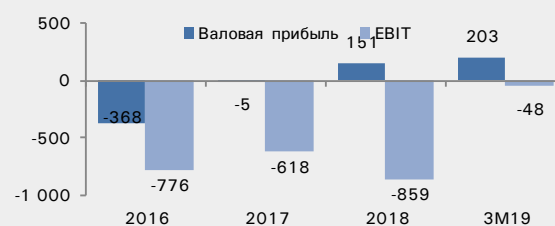
DouYu International: финансовая отчетность и метрики

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

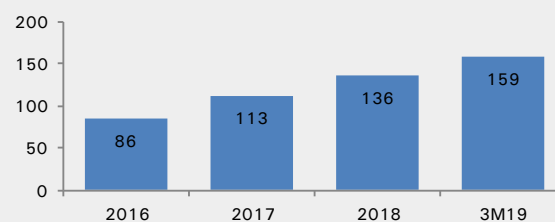
Выручка (млн RMB)



Валовая и операционная прибыль (млн RMB)



Пользовательская база MAU (млн)



DouYu International: модель оценки

Модель прогнозного периода, млн RMB	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%
(+) Выручка	1 886	3 654	6 225	9 510	13 272	17 211	21 042	24 555	27 629	30 224	32 352	34 061	35 083
(x) Операционная маржа	-33%	-18%	-12%	-7%	-1%	3%	6%	10%	13%	17%	20%	24%	18%
(=) EBIT	(618)	(651)	(747)	(666)	(133)	444	1 297	2 393	3 682	5 111	6 629	8 199	6 315
NOL	0	2 463	3 210	3 876	4 009	3 564	2 267	0	0	0	0	0	
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	-783	-613	0	0	0	0	0	479	736	1 022	1 326	1 640	1 263
(=) NOPLAT	164	(38)	(747)	(666)	(133)	444	1 297	1 914	2 946	4 088	5 303	6 559	5 052
(-) чистые реинвестиции	237	269	413	568	713	832	916	962	974	959	924	875	1 928
(=) FCFF	(73)	(308)	(1 160)	(1 233)	(846)	(388)	381	953	1 972	3 130	4 380	5 684	3 124
FCFF маржа, %	-4%	-8%	-19%	-13%	-6%	-2%	2%	4%	7%	10%	14%	17%	
(x) фактор дисконтирования			0,92x	0,84x	0,78x	0,71x	0,66x	0,61x	0,56x	0,52x	0,48x	0,45x	
PV FCF			(1 065)	(1 041)	(657)	(277)	251	579	1 107	1 624	2 103	2 530	
Терминальная стоимость													64 274
PV Терминальной стоимости													28 612
Имплицированные переменные модели		2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	
Выручка/капитал, x		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%
Реинвестирование к выручке, %		7,4%	6,6%	6,0%	5,4%	4,8%	4,4%	3,9%	3,5%	3,2%	2,9%	2,6%	
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%	
Расчет WACC			2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	
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%	
Стоимость собственного капитала			8,9%	8,8%	8,7%	8,6%	8,5%	8,4%	8,3%	8,2%	8,1%	7,9%	
Ставка долга, до налогов			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Ставка долга, после налогов			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
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%	
Средневзвешенная стоимость капитала			8,9%	8,8%	8,7%	8,6%	8,5%	8,4%	8,3%	8,2%	8,1%	7,9%	
Кумулятивная стоимость капитала			0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	0,4x	
Оценка капитала, млн USD		CNY	USD										
(=) Стоимость в прогнозном периоде		5 155	751										
(+) Стоимость в терминальном периоде		28 612	4 166										
(x) Коэффициент на дату оценки		1,05x	1,05x										
(=) EV		35 327	5 144										
(-) Долг (вкл. операционную аренду)		0	0										
(+) Наличность		4 308	627										
(+) Поступления от IPO		5 901	859										
(-) Стоимость выпущенных опционов		0	0										
(=) Оценка собственного капитала		45 536	6 630										
Рыночная капитализация		32 834	4 781										
Целевая цена на акцию			19,4										
Максимум диапазона на IPO			14,0										
Потенциал роста, %			39%										

Описание предположений модели оценки

Мы замедлили рост выручки с текущих 94% до 70% в 2019 году и до 40% в 2021 году.

Компания становится прибыльной к 2022 году, что является консервативным отражением текущих трендов сокращения доли затрат и чистой прибыльности в 1 квартале 2019 года.

WACC в 8,9% исходя из 2,6% безрисковой ставки, беты в 2,0 и премии за риск инвестирования в 5,3%.

Настоящий отчет подготовлен аналитиками компании АО «Фридом Финанс». Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги. Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент подготовки настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации, и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной. Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица могут предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, применимых в сфере деятельности оценки стоимости.
