

Zynga – денежный поток из виртуальной реальности

Summary

По результатам проведенной оценки по модели DCF мы определяем стоимость компании Zynga в \$6,40 млрд., что эквивалентно цене за акцию в \$9,15.

Zynga – один из ведущих мировых разработчиков социальных игр, доступных пользователям различных социальных сетей и мобильных платформ. Основной платформой для ее игр является всемирная социальная сеть Facebook, из которой и поступает подавляющая часть выручки Zynga. По состоянию на конец третьего квартала 2011 г. игры Zynga имели наибольшую аудиторию пользователей на Facebook среди всех разработчиков социальных игр и опережали конкурентов с огромным отрывом.

После запуска своих новых игр Zynga удавалось добиваться стремительного роста их популярности - игра Empires & Allies стала второй по популярности на Facebook, а Hanging with Friends стала самой загружаемой на iPhone игрой за первую неделю после релиза. Потенциал социальных игр напрямую связан с перспективами роста социальных сетей – по оценкам исследовательской фирмы IDC, численность пользователей соцсетей в 2011 г. достигнет 1,1 млрд (в т.ч., 800 млн активных пользователей Facebook), а к 2014 г. доберется до отметки в 1,6 млрд.

Монетизация бизнеса происходит за счет покупки пользователями виртуальных товаров и за счет рекламы. По некоторым оценкам, мировой рынок виртуальных товаров в 2010 г. оценивался в \$7,3 млрд, а к 2014 г. он может более чем удвоиться по сравнению с этой цифрой, и Zynga имеет шансы извлечь из этого прямую выгоду. Стоит отметить, что самые популярные игры Zynga доступны и в мобильном варианте – через iPad и iPhone, что позволяет компании выиграть от роста спроса на девайсы Apple.

Бизнесу Zynga присущи значительные риски, в частности, связанные со слабой диверсификацией выручки Zynga по социальным сетям и платформам, а также по играм. Основную долю выручки приносит Facebook и ограниченное количество топовых игр. Потеря одной из ведущих игр своей популярностью и объема получаемой с неё выручки весьма существенно скажется на операционных результатах компании. Также, изменение условий договора с Facebook может стать серьезным ударом по выручке. Кроме того, Zynga использует относительно новую бизнес-модель, и выручка поступает от очень малой доли фактических пользователей.

Описание бизнеса

Zynga – один из ведущих мировых разработчиков социальных игр, доступных пользователям различных социальных сетей и мобильных платформ. Среднемесячная численность активных пользователей игр Zynga составляет 227 млн в 175 странах, при этом основной платформой для ее игр является всемирная социальная сеть Facebook, из которой и поступает подавляющая часть выручки Zynga.

Сами по себе игры, предлагаемые Zynga, являются бесплатными, а монетизация бизнеса происходит за счет покупки пользователями виртуальных товаров и за счет рекламы. По данным AppData, по состоянию на конец третьего квартала 2011 г. игры Zynga имели наибольшую аудиторию пользователей на Facebook среди всех разработчиков социальных игр, при этом среднемесячная численность активных пользователей игр Zynga превысила суммарную численность пользователей игр, предоставляемых следующими по рейтингу 8 разработчиками. Наиболее известные игры Zynga - CityVille, FarmVille, Mafia Wars, Words with Friends и Zynga Poker.

Перспективы и риски

По мере роста уровня благосостояния жителей развивающихся стран, таких как Китай, Индия, Бразилия и т.д., уровень проникновения компьютеров и Интернета динамично увеличивается, и в соответствии с этим возрастает спрос на онлайн-развлечения. Социальные игры, предоставляемые Zynga, являются бесплатными, доступ на них достаточно прост, так же как и обучение навыкам игры. В отличие от компаний, предоставляющих игры на основании модель «плати и играй», модель, используемая Zynga, привлекает весьма широкую

аудиторию, а чем шире аудитория, тем выше привлекательность игры и вероятность получения реальной выручки за платные сервисы. По данным In-Stat, мировой рынок виртуальных товаров в 2010 г. оценивался в \$7,3 млрд, а к 2014 г. он может более чем удвоиться по сравнению с этой цифрой, и Zynga имеет шансы извлечь из этого прямую выгоду.

Тенденция популяризации социальных сетей в Соединенных Штатах и остальном мире также благоприятна для бизнеса Zynga. Согласно последним данным, американские пользователи Интернета проводят 22,5% «эфирного» времени в социальных сетях и блогах, а также почти 10% времени – в онлайн-играх. Четыре из пяти активных пользователей Интернета в США имеют аккаунты в социальных сетях.

После запуска своих новых игр Zynga удавалось добиваться стремительного роста их популярности – к примеру, за первые 100 дней с момента запуска игры FarmVille месячное количество активных пользователей достигло 43 млн, а CityVille – достигло 61 млн за первые 50 дней. Игра Empires & Allies стала второй по популярности на Facebook, а Hanging with Friends стала самой загружаемой на iPhone игрой за первую неделю после релиза.

В то же время, бизнесу Zynga присущ достаточно высокий уровень риска, связанный с рядом негативных факторов:

- **Слабая диверсификация выручки** Zynga по социальным сетям и платформам, а также по играм. Основную долю выручки приносит Facebook и ограниченное количество топовых игр, поэтому в случае изменения условий договоренности с Facebook разработчик игр может понести серьезные потери.
- **В последнее время** Zynga существенно замедлила темпы выпуска новых игр – несмотря на десяток объявленных проектов, фактических релизов мы не наблюдаем, а для доверия рынка к акциям Zynga компании необходимо регулярно выпускать новые продукты или по крайней мере сообщать новости о ходе подготовки к релизам.
- **Монетизация бизнеса** Zynga пока далека от желаемого уровня, лишь мизерная доля пользовательской базы приносит компании выручку.

SWOT-анализ

Сильные стороны	Слабые стороны
<ul style="list-style-type: none"> • Легкий и бесплатный доступ к «базовой комплектации» игр, простота обучения и совместимость игр с целым рядом устройств и платформ. • Развитая система обратной связи с пользователями и систематический анализ тенденций в играх, позволяющий оперативно реагировать на предпочтения и интересы пользователей. • Удачное позиционирование на рынке социальных игр - Zynga с внушительным отрывом опережает всех других разработчиков игр по численности активных пользователей на Facebook. • Самые популярные игры Zynga доступны и в мобильном варианте – через iPad и iPhone, что позволяет компании выиграть от роста спроса на девайсы Apple. 	<ul style="list-style-type: none"> • Лишь малая доля пользователей игр пользуется платными сервисами – за первые 9 месяцев 2011 г. количество уникальных пользователей платных услуг составило 6,673 млн (для сравнения, в III кв. 2011 г. среднемесячное количество уникальных пользователей бесплатных услуг составило 152 млн). • Высокая степень зависимости от Facebook – в случае изменения условий договора или его отмены последствия для бизнеса Zynga будут серьезными. • Выручка слабо диверсифицирована по играм – малое количество топовых игр приносит львиную долю выручки. • Zynga использует относительно новую бизнес-модель, которая еще не отработана надлежащим образом для формирования адекватных прогнозов по будущим финансовым результатам.
Возможности	Угрозы
<ul style="list-style-type: none"> • Тщательный и продуманный подход к реализации бесплатных игровых сервисов повлечет за собой дальнейшее наращивание общей пользовательской базы, а это улучшит социальную привлекательность игр и поможет более 	<ul style="list-style-type: none"> • Наличие крупных и влиятельных конкурентов с гораздо более известными именами и брендами - Electronic Arts, Walt Disney и др., которые могут перетянуть на себя аудиторию Zynga, создав усовершенствованные аналоги ее игр за счет своих

интенсивной их **монетизации**.

- Потенциал социальных игр напрямую связан с **перспективами роста социальных сетей** – по оценкам исследовательской фирмы IDC, численность пользователей соцсетей в 2011 г. достигнет 1,1 млрд (в т.ч., 800 млн активных пользователей Facebook), а к 2014 г. доберется до отметки в 1,6 млрд.

- Повышение уровня проникновения Интернета и мобильных устройств, а также рост уровня жизни населения в **динамично растущих развивающихся странах** в долгосрочной перспективе будут способствовать увеличению спроса на онлайн-развлечения.

более значительных технологических и финансовых ресурсов.

- Развитие и совершенствование **других популярных ресурсов** с информационным, видео-, аудио- и игровым контентом может урезать время, проводимое пользователями Интернета за играми в социальных сетях, в пользу просмотра или прослушивания непрерывно расширяющегося контента.

- Затягивание второй волны **мирового финансово-экономического кризиса**, влекущее за собой ослабление спроса на предметы и услуги не первой необходимости, в т.ч. развлечения.

Судя по динамике географической структуры пользовательской базы, за последние годы спрос на продукты Zynga приобретает международный масштаб, в 2011 г. по сравнению с 2008 г. доля пользователей не из США увеличилась с 13,6% до 35%, что благоприятно для будущего компании.

Географическая структура пользовательской базы Zynga в 2008 г.



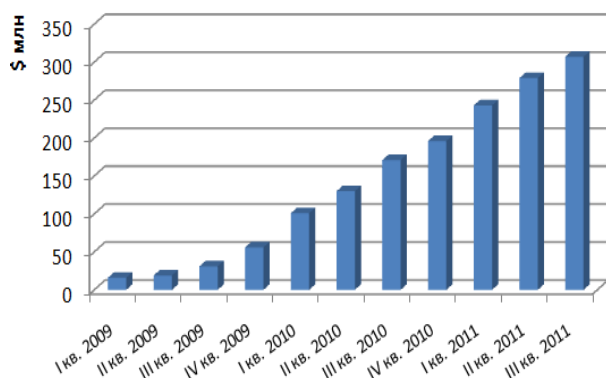
Географическая структура пользовательской базы Zynga в первые 9 месяцев 2011 г.



Источник – данные компании

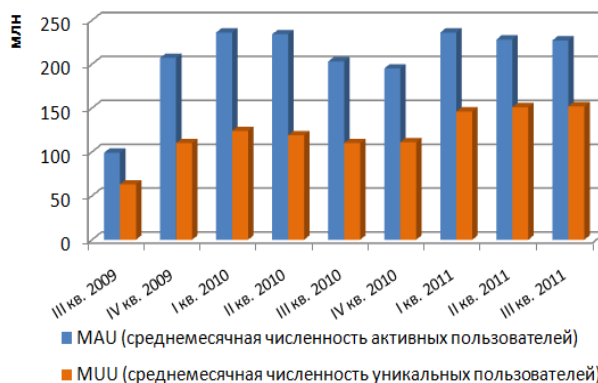
Выручка Zynga за последние годы демонстрирует непрерывный рост, хотя в текущем году темпы этого роста значительно замедлились – с 81% в IV квартале 2009 г. до 10% в III квартале 2011 г. Динамика среднемесячной численности активных и уникальных пользователей в целом вписывается в восходящий тренд, хотя в текущем году отмечается стагнация этих показателей:

Динамика квартальной выручки Zynga



Источник – данные компании

Динамика пользовательской базы Zynga



Оценка стоимости Zynga

По результатам проведенной оценки по модели DCF мы определяем стоимость компании Zynga в \$6,40 млрд., что эквивалентно цене за акцию в \$9,15.

Оценка DCF

Ключевые финансовые показатели. Прогнозы по выручке были сделаны исходя из исторических данных за 2008-2010 гг. и 9-месячных результатов за 2011 год с учетом текущих тенденций. В 2010 г. выручка компании показала стремительный рост, увеличившись до \$597,46 млн с \$19,41 млн в 2008 г. За период январь – сентябрь 2011 года было отмечено примерно 100%-ное повышение продаж по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Вместе с тем, мы считаем, что такой динамичный рост имеет крайне небольшие шансы на продолжение – сектор компьютерных игр характеризуется высоким уровнем конкуренции и низкими входными барьерами, и поэтому отрасль рано или поздно пополнится новыми игроками, что негативно повлияет на ключевые показатели и прибыльность бизнеса, в связи с чем мы закладываем ежегодное замедление темпов роста выручки. Кроме этого, судя по тому, что менеджмент держит значительную часть средств в наличных и краткосрочных казначейских долговых инструментах (в 2008 по сентябрь 2011 г. эта цифра варьировалась от 61% до 77% всех активов), инвестиционные возможности в секторе ограничены.

По нашим расчетам, в 2015 году продажи могут увеличиться до \$4,7 млрд. Валовая маржа будет сокращаться на 2% ежегодно, и в 2015 г. опустится до 65% с прогнозируемых 73% в 2011 г. В настоящее время данный показатель у основных конкурентов Zynga (Electronic Arts, DeNa, Gameloft, Glu Mobile) составляет примерно 76%.

Для удержания рыночных позиций компании необходимо постоянно предлагать новинки и тратить средства на рекламу. Zynga в 2010 году увеличила бюджет SG&A (коммерческие, общие и административные расходы) и R&D (научно-исследовательские расходы) примерно на 120% и 190% соответственно, а доля этих расходов суммарно составила 50% от продаж, и мы полагаем, что эта тенденция сохранится в обозримом будущем.

Ключевые показатели отчета о прибылях и убытках Zynga, \$ тыс.

	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Продажи	597 459	1 194 918	2 091 107	3 136 660	4 077 658	4 689 306
Рост продаж		100%	75%	50%	30%	15%
Валовая прибыль	421 407	868 705	1 478 412	2 154 885	2 719 798	3 033 981
Валовая маржа, %	71%	73%	71%	69%	67%	65%
Операционная прибыль	125 472	276 835	442 640	601 226	700 041	711 261
Чистая прибыль	90 595	194 176	309 891	420 496	489 301	496 917

Источник: данные компании, оценки ИК ФИНАМ

Денежный поток. В связи с ростом продаж мы ожидаем более чем трехкратного роста свободного денежного потока Zynga к 2015 г. Очевидно, существенные расходы будут приходиться на капитальные инвестиции, доля которых в выручке, по нашему мнению, стабилизируется на уровне 9,5% от продаж после динамичного развития компании в 2008-2010 гг., но будет превышать амортизацию:

Свободный денежный поток Zynga, \$ тыс.

	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
ЕВИТ * (1-эффект. ставка налога)	193 785	309 848	420 859	490 029	497 883
Амортизация	90 498	158 371	237 556	308 823	355 147
Капитальные инвестиции	-113 517	-198 655	-297 983	-387 377	-445 484
Инвестиции в неденежный оборотный капитал	-49 909	-62 622	-64 962	-48 263	-19 055
FCFF	120 856	206 941	295 470	363 211	388 490

Источник: данные компании, оценки ИК ФИНАМ

DCF модель

Ставку дисконтирования WACC мы устанавливаем на уровне 7,33%, а темп роста в постпрогнозном периоде фиксируем на уровне 1%, что весьма консервативно. В результате стоимость капитала Zynga составляет \$6,4 млрд., 80% которой приходится на терминальный денежный поток.

Показатель	
Терминальная стоимость, \$ млн.	6 203
Приведенная терминальная стоимость, \$ млн.	4 648
Приведенная стоимость денежного потока в прогн. периоде, \$ млн.	1 150
Приведенная стоимость совокупного денежного потока, \$ млн.	5 798
Чистая стоимость долга	- 604
Стоимость компании Zynga, \$ млн	6 402

Источник: данные компании, оценки ИК ФИНАМ

Таким образом, мы получаем стоимость акционерного капитала Zynga на уровне \$6,40 млрд. или \$9,15 за акцию.

Стоит отметить, что полученная по модели DCF стоимость компании в \$6,40 млрд значительно превышает текущую оценку по мультипликаторам, рассчитанных по данным отчетности за последний финансовый год, которая находится в диапазоне \$1 214- \$1 615 млн:

Стоимость капитала Zynga, \$ млн	
Чистая прибыль 2010 × 17,83	1 615
ЕБИТДА × 7,36	1 214

Источник: Reuters, данные компании, оценки ИК ФИНАМ

Мы не исключаем, что в связи с увеличением ликвидности на рынке IPO акций Zynga пройдет успешно, и компания привлечет желаемый объем средств. Инвесторы склонны с оптимизмом смотреть на акции высокотехнологического сектора и платить премию за будущий рост. Вместе с тем, не стоит забывать, что инвестиции в акции Zynga предполагают довольно высокие риски, и после IPO стоит отследить квартальную отчетность, которая может существенно скорректировать рыночные ожидания и, тем самым, повлиять на динамику акций.

Приложение

Оценка по мультипликаторам

Компания	Кап., \$млн	P/E	EV/EBITDA
WALT DISNEY CO	64 405	14,24	8,07
ELECTRONIC ART	7 686		N/A
NINTENDO	20 967	156,74	2,39
ACTIVISION BLIZ	14 211	19,40	16,03
NCSOFT	5 988	32,64	24,05
KONAMI	4 181	15,27	9,83
SQUARE ENIX HL	2 334		525,70
SHANDA INTRATI	2 171	34,54	6,65
CAPCOM	1 656	16,25	6,64
SHANDA GAMES A	1 275	6,15	3,73
CHANGYOU.COM L	1 307	3,20	4,97
NEOWIZ GAMES	1 021	79,19	8,47
TAKE TWO	1 209		4,27
DENA	4 534	9,77	5,57
GAMELOFT	492	26,80	11,89
GLU MOBILE INC	197		N/A
Среднее		34,52	45,59
Медиана		17,83	7,36

Источник: Reuters, данные компании, оценки ИК ФИНАМ

Настоящий материал и содержащиеся в нем сведения предназначены для клиентов «Инвестиционного Холдинга «ФИНАМ». Представленная информация подготовлена на основе источников, которые, по мнению авторов данного аналитического обзора, являются надежными, но при этом отражает исключительно мнение авторов относительно анализируемых объектов. Несмотря на то, что настоящий обзор был составлен с максимальной возможной тщательностью, ни его авторы, ни ЗАО «ФИНАМ» не заявляют и не гарантируют ни прямо, ни косвенно его точность и полноту. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, являются суждением на момент публикации настоящего аналитического обзора и могут быть изменены без предупреждения. Ни ЗАО «ФИНАМ», ни его сотрудники не несут ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате использования настоящего материала либо в какой-либо другой связи с ним. Копирование, воспроизводство и/или распространение настоящего материала, частично или полностью, без письменного разрешения ЗАО «ФИНАМ» категорически запрещено.