Подкрепляет ли Facebook фундаментальными показателями свою рыночную капитализацию в 180 миллиардов?

Акции компании Facebook (FB) достигли исторического максимума 71$ на этой неделе, подняв таким образом свою рыночную капитализацию до более чем $180 миллиардов. Все же, учитывая выручку компании в $7.87 миллиардов за последние 12-месяцев, очевидно, что в оценку текущей капитализации Facebook уже заложены ожидания многократного роста, но они никак не отражают настоящее положение дел. Однако самый главный вопрос для инвесторов Facebook - смогут ли эти ожидания оправдаться в будущем и подтвердить текущую цену?

Как определить предельно возможную стоимость Facebook?

В начале 2000-х, технологический гигант Google (GOOG) считался, прежде всего, интернет поисковиком. Сейчас же, 10 лет спустя, Google в корне изменился - теперь это мобильные приложения, целая экосистема, социальные сети, поисковик и новостные сайты, беспилотные автомобили, гаджеты и присутствие, пожалуй, в каждом разделе Интернета.

А теперь давайте сравним Facebook и Google. Facebook – компания, ориентированная в основном на социальны сети, где реклама - основной источник доходов. Поэтому в определении потенциала Facebook мы должны признать, что компания может выйти за рамки основного бизнеса, но в отличие от Google, ядром Facebook все равно останутся социальные сети и реклама. Именно этот бизнес и будет сдерживающим фактором, фундаментально ограничивающим потенциал Компании.

Поэтому, сперва предлагаем вам на рассмотрение 3 факта о Facebook:

1. Текущий рост акций спекулятивен. Мы же пытаемся определить, каким образом фундаментально Facebook может подкрепить свою рыночную капитализацию и проанализировать доходы компании (фактически компания оценивается финансовыми показателями на 2019/2020 годы, т.е. текущие долгосрочные инвесторы готовы ждать более 5 лет).
2. Реклама - это 90% в структуре доходов.
3. Средний доход на пользователя (ARPU- Average revenue per user) невозможно предсказать. Поэтому, мы будем используем лучший вариант развития событий.

Сколько пользователей будет у Facebook в будущем, какой средний доход на пользователя может сгенерировать Facebook?

Facebook сообщил о 1.23 миллиардах ежемесячных активных пользователей в последнем квартале. США и Канада составляют приблизительно одну шестую от всей аудитории, или 201 миллион, но именно от этих пользователей компания получает самый высокий ARPU в 6.03$, а это означает**, что почти половина доходов компании генерируется этим сравнительно небольшим количеством пользователей.**

Вот как выглядит структура среднего доход на пользователя по регионам:

	Количество пользователей (миллионы)	Средний доход на пользователя (долл)
США и Канада	201	6,03
Европа	282	2,61
Азия	368	0,95
Остальной мир	376	0,84

Важно понимать, что у компании есть 2 канала наращивания выручки: 1) увеличение самой аудитории и 2) увеличение среднего дохода в первую очередь с рекламы на каждого пользователя (ARPU).

Попробуем спрогнозировать до какого предела эти показатели можно нарастить.

Темпы роста аудитории Facebook в 2013 упали до 16% год к году и едва ли будут расти темпами выше, чем 10% в ближайшие 5-6 лет. Рано или поздно они упадут до 0%.

Таким образом, представим, что у Facebook два миллиарда уникальных пользователей (MAU - Monthly Active Users) - это и есть максимум. Т.е. мы предполагаем увеличение аудитории со скоростью 10% в год в ближайшие 5 лет или ее рост на 62%.

Два миллиарда - это очень оптимистичный прогноз по отношению к семи миллиардам мирового населения и 2,3 миллиардам людей по всему миру, которые сегодня имеют доступ к Интернету. Два миллиарда – это много больше, чем аудитория у Google сейчас.

Таким образом, если Facebook собирается заполучить два миллиарда активных пользователей, давайте посмотрим, в каком регионе можно создать такой рост. И в то же самое время мы можем спрогнозировать "максимальный" ARPU в вышеуказанных регионах, учитывая текущий ARPU. Подчеркиваю, это лучший вариант развития событий!

Трудно себе представить рост количества пользователей в Америке и Канаде от текущих уровней, поэтому я предполагаю, что аудитория социальной сети не превысит 60% от населения (учитывая детей и пожилых людей). Т.е. фактически прироста не будет. В Северной Америке рост аудитории уже сейчас не превышает 1 млн человек за квартал, и вероятно полностью остановится в 2015 году. Что касается ARPU, то рискнем предположить, что показатель увеличится в разы для региона - до 15 $, и это не заоблачная цель, хоть и очень труднодостижимая.

Что касается роста ARPU в Азии, в Остальном мире и Европе, то рискнем предположить, что от текущих скромных показателей он увеличится многократно, но не превысит текущий североамериканский показатель в $6 или незначительно превысит его для Европы. Для Европы это более чем достижимо, что касается Азии и остального мира (в первую очередь это крайне бедное население), то 6-долларовый показатель (рост более чем в 6 раз) кажется очень оптимистичным. Но наша модель как раз и является максимально оптимистичной.

Прогноз:

	Активные пользователи (миллионы)	Средний доход на пользователя (долл)
США и Канада	210	$15
Европа	350	$9
Азия	940	$6
Остальной мир	500	$6

Таким образом, перемножая годовой ARPU и аудиторию для каждого региона, получаем, что квартальный доход от рекламы мог бы достигнуть почти $15 миллиардов. Получается, что годовой доход компании (на пике ее развития) может составить около $60 млрд. Речь идет о 2019 или 2020 годе.

Какова же максимальная капитализация Facebook?

Учитывая все вышеуказанные факторы, Facebook мог бы сгенерировать в лучшем случае $60 миллиардов из расчета в 2 миллиарда активных пользователей. Кроме того, если мы предположим, что эти услуги будут составлять 90% будущего дохода (как это и было в последнем квартале), общую выручку можно оценить в $66 миллиардов. Для сравнения, это больше той выручки, которую заработал Google в 2013 году.

Достаточно ли этого, чтобы подтвердить рыночную капитализацию Facebook? Для ответа на этот вопрос, мы могли бы взглянуть на Google, капитализация которого в 31 раз превышает прибыль, и в 6.7 раз превышает продажи за последние 12-месяцев. Однако эти показатели не совсем достоверная информация для реальной оценки Facebook, так как Google продолжает расти двузначными темпами, т.е. в текущей оценке Google уже заложен потенциальный рост.

Давайте найдем пример крупной технологической компании, которая уже прошла стадию активного роста и больше не показывает существенных темпов роста продаж. Для этого приведем пример Microsoft, крупнейшей технологической компании в секторе программного обеспечения, с капитализацией превышающей продажи в 3.7 раза и прибыль в 14 раз, что как раз сопоставимо и с Apple, другой компанией, прошедшей стадию интенсивного развития. В связи с этим мы будем пользоваться именно мультипликаторами (цена/прибыль и цена/выручка) Microsoft для оценки Facebook.

На основании этой оптимистичной оценки, можем предположить, что значение P/E в 14 на $14 миллиардах чистой прибыли (такой размер чистой прибыли может быть у компании при выручке более $60 млрд и при сохранении текущей рентабельности) равняется $196 миллиардам капитализации, а P/S в 3.7 помноженное на $66 миллиарда составили бы $240 миллиардов, означая, что максимальная стоимость Facebook примерно $218 миллиардов (среднее между $240 млрд и $196 млрд), или 86$ за акцию (разумеется, без учета будущих дополнительных эмиссий).

И это некий предел, выше которого цена акции просто не может стоить (исходя из рациональных рассуждений). Но показатель $66 млрд по продажам - вовсе не

гарантированный будущий доход компании, это почти в 9 раз (в 8.4) выше текущей выручки за 2013 год и предполагает темпы роста продаж 35% в год до 2020 года. Google, например, растет в последние 5 лет со средними темпами 22% в год. Стоит темпам роста выручки Facebook упасть до 22%, и мы получаем выручку через 7 лет не $66 млрд, а всего $31 млрд, что «автоматически» снижает оценку компании примерно в 2 раза. Теперь вы понимаете, насколько чувствительна цена к ожиданиям роста? 22% это тоже прекрасный результат, но такой сценарий изменяет ожидания рынка принципиально и даже радикально. Если суперуспешному Google не удавалось расти со скоростью 35% в год на протяжении 5 лет, то где гарантия, что Facebook это удастся?

Жестокая реальность состоит в том, что в интернет индустрии можно найти всего несколько примеров (из более или менее крупных игроков), кому удавалось нарастить продажи так радикально. Значительно больше примеров, когда за резким ростом выручки следовало аналогичное по быстроте замедление роста и даже стагнация, которые отрезвляли и даже обескураживали инвесторов, «ломая» все их модели, оценки и прогнозы.

Более того, принимая во внимание то, насколько рынок интернет медиа подвержен эмоциям, период безудержного роста сменяются периодами сильных падений и фиксаций прибыли. Сейчас такие компании как Facebook, Twitter, Netflix (компания выросла за последний год в 4 раза по капитализации) приносят фантастический доход инвесторам. Однако эти же компании совсем недавно (как Twitter) или сравнительно недавно (как сам Facebook) демонстрировали, что падения на 10-ки процентов возможны, стоит немного измениться ожиданиям инвесторов. В первую очередь по росту аудитории.

Есть очень много «встречных ветров» для достижения цели $66 млрд в год. Когда инвесторы это осознают, цена компании может упасть на 25%-40%, как это год назад сделали акции компании Apple. Тогда инвесторы всего лишь переоценили темпы роста компании, а вместе с ними сильно переоценили сами акции, хотя еще в сентябре 2012 подавляющее большинство аналитиков ожидало $800-900 за акцию. Через полгода акции стоили меньше $400 за бумагу, упав более чем на 40%.

Фактически FB нужно проделать тот же путь по наращиванию выручки, что и Google проделал в период 2005-2013. Тогда выручка поисковика увеличилась с $6,2 млрд в 2006 до $60 млрд в 2013. То есть сегодняшний Facebook уместно сравнивать с Google образца 2007 года (на пике стоимости). В тот момент акции компании тоже были подвержены медиа истерии. Но стоила компания при этом 239 млрд (Facebook 2013 года по выручке в 2 раза меньше Google образца 2007). Согласно такому сравнению капитализация Facebook и вовсе не может быть более $120 млрд или $50 за акцию. В 2007 году Google имел P/E 60 и P/S 15 (выручка и прибыль по 2007 году), против текущих мультипликаторов Facebook 100 и 22 соответственно. Комментарии излишни.

Но Google проделал великий путь в последние 6 лет, перестав быть просто поисковиком, как это было в 2007 году. ОС Android в 2007 году еще не существовало, то есть компания с «0» создала огромный рынок и заняла там лидирующее место (при этом основная доля выручки компании все равно приходится на рекламный доход с Google.com).

Способен ли FB проделать этот путь, опираясь только на существующие продукты и технологии? Все-таки Google, как мы отметили выше, сумел кратно вырасти благодаря радикальному расширению сервисов, да и интернет рынок в мире в 2007 году еще не был так насыщен, как сейчас. Мобильный интернет как источник основного дохода и вовсе практически еще не существовал, т.е. во многом рост компании осуществлялся за счет

активного роста аудитории по всему миру. Сейчас же интернет рынок стал значительно ближе к точке насыщения, за которой последует стагнация. Но сравнение Facebook с Google интересно еще и потому, что после достижения пика 2007 года компания Брина и Пейджа снизилась более чем в 2 раза (!!!) по рыночной стоимости (хотя, справедливости ради, надо отметить, что во многом это снижение было продиктовано мировым кризисом, а не только «перегретостью» самой бумаги), и вернуться на эти максимумы акциям удалось только через 5 лет (!!!).

После приобретения WhatsApp можно говорить, что компания уже выходит за пределы основного бизнеса, но пока оценивать этот потенциал мы не беремся (например, приобретение за рекордную сумму Skype компанией Microsoft почти 3 года назад, пока не принесло какую либо пользу корпорации). Более того, покупка WhatsApp означает, что для текущих инвесторов существенно возрастает вероятность допэмиссии акций (SPO), что размоет долю акционеров, и снизит стоимость самих акций.

Заключение

Думаю читателям важно понять, что я не медведь по Facebook, и у меня нет коротких позиций по бумаге.

Проблема состоит в том, что, если рост выручки замедлится или вовсе станет плоским, цена акций значительно упадет. Значительно!!!! После всего сказанного я все еще думаю, что Facebook - великая компания, торгующаяся на рынке текущего избыточного спроса на медийные компании. Прямо сейчас компания старается изо всех сил привлечь максимальное число инвесторов, но последним не лишним будет помнить, что Facebook должен сохранить баланс, не слишком сильно уповая на количество рекламы на своих страницах (иначе это станет сильно раздражать пользователей).

Если стратегия Facebook будет предполагать генерирование только рекламного дохода, и компания начнет активно развивать сервис новостных лент, многим существующим пользователям это может не понравиться, и они будут искать другие социальные сети и платформы, а инвесторы будут искать другие компании для приложения капитала в секторе социальных медиа.

Но это не значит, что тот импульс и инерция инвесторов, которые доминируют на рынке, не способны «затащить» бумаги Facebook еще немного выше. В любом случае, инвесторы должны быть осторожны в своих оптимистичных прогнозах, т.к. сейчас они предъявляют к компании крайне высокие (не значит, что не обоснованные) требования и на 110% уверены, что эти требования компания Марка Цукерберга выполнит. Как говорится, от любви до ненависти один шаг (из 33 аналитиков Wall Street, которые выставляли последний квартал целевую цену, 27 имеют рейтинг Strong Buy и только и успевают повышать свои target-ы). То, что мы видим сейчас, уместно называть режимом panic buy для бумаги, но ведь существует и panic sell, который всегда рано или поздно наступает. В 2012 году компания уже была в противоположной ситуации и уполовинилась после IPO по капитализации всего за 4 месяца. Жадность и страх имеют одинаковую природу и быстро меняются местами.

Евгений Зандман, CEO Финансовой компании ЕвроТраст