

# 为什么 Criteo 会成为 2021 年表现最好的股票之一

## 概要

Criteo 的价值被大幅低估，EV/2020 年 EBITDA 约为 4.1 倍，销售估值约为 1.2 倍，尽管重定向趋于稳定，Retail Media 有机增长>60%，但与同行相比仍有严重折扣。

零售媒体在 2020 年产生约 9000 万美元的收入，竞争有限，在 500 亿美元以上的庞大 TAM 中运营，价值是今天市值的数倍。

整体业务正在拐点，2021 年收入增长将回归，因为我们估计零售媒体将以>70%的速度增长。

Criteo 被误解了，一种名为 FLoC 的广告定向技术取代了 Chrome 浏览器中的 cookies，与基于 cookie 的广告相比，广告主希望看到至少 95%的转化率。

Criteo 专有的 Shopper Graph 拥有约 25 亿用户的第一方零售数据，独一无二，异常珍贵。

## 介绍

我们跟踪 Criteo S.A. (NASDAQ:CRTO)近三年，已经形成了强大的行业专业知识和渠道查证能力。尽管新解决方案的有机增长迅速，他们的重定向业务稳定，整体战略价值也很高，但 Criteo 的交易却比 AdTech 同行有巨大的折扣。根据我们的渠道调查和对 Criteo 季度预期的历史分析，我们估计 Criteo 将在 2020E 产生约 2.5 亿美元的 EBITDA（之前 9/10 个季度的 EBITDA 都超过了共识）。公司交易价格约为 1.2 倍 LTM 收入和约 4.1 倍 2020E EBITDA。Criteo 的 EBITDA 利润率超过 30%，FCF 利润率为 15%，资产负债表上的净现金约为 8.5 美元/股（约占当前市值的 35%）。Criteo 的交易就好像它在未来几年内会破产一样。这里的情况并非如此。仔细研究会发现，Criteo 与他们的高估值同行比市场所暗示的更加相似。

Peers to Criteo

|                      | LTM Revenue    | 2020 Growth <sup>†</sup> | LTM EV/Rev   | 2020E EV/EBITDA |
|----------------------|----------------|--------------------------|--------------|-----------------|
| The Trade Desk (TTD) | \$732.1        | 22.3 %                   | 54.2x        | 158.8x          |
| LiveRamp (RAMP)      | \$412.0        | 13.3 %                   | 11.6x        | NA              |
| Magnite (MGNI)       | \$221.6        | 41.7 %                   | 27.3x        | 164.3x          |
| PubMatic (PUBM)      | \$126.9        | 22.9 %                   | 20.5x        | 65.4x           |
| <b>Average</b>       | <b>\$373.2</b> | <b>25.1 %</b>            | <b>28.4x</b> | <b>129.5x</b>   |
| Criteo               | \$838.1        | -15.5 %                  | 1.2x         | 4.1x            |
| New Solutions*       | \$140.7        | 53.0 %                   | NA           | NA              |
| Retail Media**       | ~\$90.0        | 62.0 %                   | NA           | NA              |

\*New Solutions LTM Revenue an estimate based on company disclosures

\*\*Retail Media operates within New Solutions

†New Solutions and Retail Media Growth is 2020 YTD

## 误解

Criteo 在 2018 年之前一直在高速增长（30%以上），直到浏览器开始限制访问第三方 cookie。第三方 cookie 是投放重定向广告的引擎，到 2022 年底，第三方 cookie 将几乎不存在。因此，Criteo 开发了新的识别技术和新的收入垂直领域。这些变化导致前两年的收入下降。预计公司将继续萎缩。然而，根据我们的渠道检查，我们认为 2020 年将标志着收入的低谷，并将在 2021 年开始再次增长。

迫于在动态环境中的适应性，Criteo 于 2019 年从尼尔森(NLSN)请来 Megan Clarcken 担任 CEO，执行新的愿景。Clarcken 以全新的 C-Suite 快速起步，Clarcken 将 Criteo 的重点转移到新的收入垂直领域，利用 Criteo 专有的 Shopper Graph（世界上最大的开放购物者数据集）积累的大量数据目录。这些新的垂直行业有三个关键点，与重定向有所不同。

高增长的垂直行业

不依赖第三方 cookies

现有最大的第一方购物者数据集

## 新的解决方案

虽然重定向是由第三方 cookie 推动的，但 New Solutions 背后的引擎是 Criteo 自己的 Shopper Graph。Shopper Graph 是世界上最大的开放购物者数据集。Shopper Graph 是开放的、透明的、安全的、基于许可的使用方式。Shopper Graph 不仅能识别消费者，还能提示他们的意图。Criteo 收集的第一方零售数据具有巨大的价值。Criteo 与 20000 多家客户建立了长期的直接合作关系，约有 70% 的客户与 Criteo 共享数据，实现了互惠互利。结果是惊人的。Criteo 的 ID 图中有 25 亿用户，每月分析 210 亿次产品互动。98% 的 ID 都包含了除 Cookie 以外的标识符。Megan Clarcken 对购物者图有这样的评价。

未来的战略是将这两件事合并起来... 不仅仅是重定向，而是针对购物者图谱里面的受众进行定向，变成 25 亿个身份标识... 这比我以前看到的任何东西都要深入。

## Criteo Shopper Graph: The World's Largest Set of Shopper Data

A Unique Understanding of the Customer Journey



Criteo 的 Shopper Graph 在新的垂直领域带来了机会，Criteo 不再依赖第三方 Cookie。他们正积极向上流广告（产品认知和考虑）、受众定位、零售媒体（品牌广告）、全渠道（线下数据到线上广告）等垂直领域发展，以及视频和情境广告等高增长领域。

新解决方案的皇冠上的明珠是零售媒体，其 YTD 增长了 62%，创造了新解决方案部门超过 65% 的收入（约 90 美元的 LTM 收入）。我们估计，Retail Media 的增长将在 2021 年加速至约 75%，营业利润率大于 50%，且不暴露于第三方 cookie（全部为第一方数据）。Clarcken 表示，如下。

在 Retail Media 上，我们为消费者品牌.....提供了独特的机会，让他们直接在零售商的媒体上宣传和推广自己的产品，这是目前市场上传统 DSP 无法做到的。

Criteo 是零售媒体市场，对于品牌和零售商来说，价值主张是巨大的。品牌能够利用 Criteo 无与伦比的约 2 万广告商的影响力，在零售商的媒体平台上展示高度相关的广告，而零售商则能够获得高利润的广告收入。零售媒体是一个庞大的 TAM，正在快速增长。

据报道，COVID-19 已经将电子商务的发展速度加快了 5 年。与 Criteo 通常的大型重定向客户相比，电子商务品牌对新解决方案的效用更大，因为这些客户在内部处理品牌

营销和上层漏斗广告。电子商务品牌正在使用 Criteo 的 Retail Media 来推广他们的业务，这一点从 Retail Media 内同客户支出的 70% YTD 增长中可以看出。

为了确定这个机会，我们将零售媒体与 Magnite (MGNI)的 CTV 业务进行了比较。CTV（互联电视）被视为一个高增长的高 TAM 市场，Magnite 的估值也因此飙升。零售媒体增长较快，TAM 较大，然而 Criteo 的整体估值仍被压缩。

**Criteo's Retail Media Compared to Magnite's CTV Segment**

|                           | Retail Media | Magnite CTV |
|---------------------------|--------------|-------------|
| Estimated LTM Revenue*    | \$91.4       | \$43.4      |
| Growth**                  | 62.0%        | 46.0%       |
| % of Total Revenues       | 10.9%        | 19.6%       |
| Parent EV                 | \$1,034.1    | \$6,048.3   |
| Parent Valuation (EV/Rev) | 1.2x         | 27.3x       |

\*Estimates prior to SpotX Transaction  
 \*\*Retail Media growth is YTD

## 重新定位

重定向是指在消费者离开零售商的网页后，在单独的网页上向其展示转化广告（购买特定产品）的过程（因此称为“重定向”）。隐私变化主导重定向的心态。2021 年，苹果 (AAPL) 将把 IDFA 从选择退出改为选择加入。2022 年底，谷歌(GOOG)计划移除第三方 cookies。目前 Chrome 浏览器在全球浏览器市场的份额约为 65%，很多人错误地认为 Criteo 最坏的情况还没有到来，因此估值很低。

COVID-19 一直是重定向业务的风向标。曝光旅游和分类信息行业的负面影响可想而知。随着疫苗的分发，我们接近群体免疫力，这些垂直行业将反弹，仔细研究数字显示，重定向比头条新闻显示的更有弹性。

**Retargeting Revenue**

| Quarter | Revenue | YoY Growth | Covid Impact | Absent COVID |
|---------|---------|------------|--------------|--------------|
| Q1 2020 | \$179   | (16%)      | (5%)         | (11%)        |
| Q2 2020 | \$144   | (27%)      | (20%)        | (7%)         |
| Q3 2020 | \$151   | (24%)      | (17%)        | (7%)         |

令人鼓舞的迹象表明，重定向正在趋于稳定。首先，谷歌正在开发 FLoC，作为第三方 cookie 的替代解决方案。早期试验表明，与基于 cookie 的广告相比，广告商每花费一美元，可望保留至少 95% 的转化率。FLoC 使用一种算法将用户放入具有类似浏览习惯的用户群中，广告商可以从中提供有针对性的广告。FLoC 在保护用户隐私的同时，也提供了一种合法的身份识别方式。其次，Criteo 最近与 The Trade Desk(TTD)等同行合作，共同打造新的身份识别解决方案。统一 ID 2.0 计划旨在创建一个单一的登录解决方案，让消费者对其广告体验进行透明和控制。该计划对消费者和 Criteo 都有好处，因为消费者获得了控制权，而 Criteo 则获得了第一方数据。最后，当出版商与 Criteo Direct Bidder 整合后，Criteo 将获得第一方数据。这是另一种互惠互利的关系，Criteo 获得数据，而出版商则省去了中间商（广告交易所）。

我们认为，Criteo 正处于一个拐点。零售媒体的增长应该超过 2021 年任何潜在的重定向下降。收入恢复增长将证明新解决方案的增长并不完全是以重定向为代价的。当 Criteo 的说法开始转变时，Criteo 的价值将如何？

## 价值被大幅低估

Criteo 运营的业务基本上是两个独立的业务，有两种不同的增长轨迹。重定向在过去两年中收入有所下降，但产生了大量的自由现金流。重定向占 Criteo 2020 年收入的约 80%。新解决方案在 2020 年创造了公司 20% 的收入，并且在 YTD 上增长了 50% 以上。在目前的估值下，重定向被误解，零售媒体被忽视。

## 重定向

自由现金流主要来自于重定向，这使其成为 DCF 估值的首要目标。估计过去几年重定向的 FCF 收益率一直维持在 15% 左右，今年才猛增。

### Retargeting Profitability

|                             | 2017    | 2018    | 2019    | LTM     |
|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Reported FCF                | \$137.0 | \$135.0 | \$125.0 | \$139.8 |
| Retargeting FCF (Estimated) | 15.3%   | 15.1%   | 15.0%   | 20.1%   |

示范情景。稳定情景，收入每年下降 5%，直到 2023 年私有制改革后重新确定目标恢复增长。FCF 收益率一致为 15%。10%的贴现率是非常保守的。

### Estimated Value of the Retargeting Business

|                      | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | Terminal Value |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|
| Retargeting Revenue  | \$655 | \$622 | \$591 | \$591 | \$621 | \$652 | \$658          |
| Growth               |       | (5%)  | (5%)  | 0%    | 5%    | 5%    | 1%             |
| FCF Yield            | 20%   | 15%   | 15%   | 15%   | 15%   | 15%   | 15%            |
| FCF                  | \$131 | \$93  | \$89  | \$89  | \$93  | \$98  | \$99           |
| Discount Rate        | 10%   |       |       |       |       |       |                |
| Cash Flow            |       | \$93  | \$89  | \$89  | \$93  | \$98  | \$1,097        |
| Discounted Cash Flow |       | \$85  | \$73  | \$67  | \$64  | \$61  | \$681          |

#### EV Calculation

|                             |                |
|-----------------------------|----------------|
| Sum of Projected Period FCF | \$349          |
| Terminal Value              | \$681          |
| <b>Enterprise Value</b>     | <b>\$1,030</b> |
| Add: Net Cash*              | \$530          |
| Less: Minority Interest     | \$33           |
| Implied Market Cap          | \$1,527        |
| Divide by Diluted Shares    | 65             |
| <b>Implied Market Price</b> | <b>\$23.42</b> |

\* Current net cash with the addition of assumed FCF from Q4 2020

这一保守评估表明，仅重定向就价值>23 美元/股，几乎是 Criteo 的全部市值。因此，市场暗示，要么重定向将不复存在，要么零售媒体一文不值。这两种情况同样是无稽之谈。重定向是数字广告生态系统的重要组成部分，广告主希望在开放的互联网上展示转化广告。Criteo 并不是唯一一个寻求识别替代方案的公司，Google 的 FloC 以及 Criteo 与 The Trade Desk 的合作为解决第三方 cookie 挑战提供了优雅解决方案。

### 新的解决方案

新方案完全被忽略了。New Solutions 的 LTM 收入大于 1.4 亿美元，在盈亏平衡或更好的情况下，YTD 增长了 53%。像他们的高价值同行一样，New Solutions 不依赖第三方 cookies。New Solutions 的增长幅度大于同行，其收入基础与 PubMatic (PUBM) 和 Magnite (收购前) 相似。简单来说，New Solutions 的交易价格应该与同行相似。

新解决方案的价值是 15x-30x LTM 收入（中间点是同行平均水平的 20%折价）。

| Valuing New Solutions With Retargeting |                |                |
|--|----------------|----------------|
| LTM New Solutions Revenue              | \$141          | \$141          |
| Multiple                               | 15.0x          | 30.0x          |
| Implied EV                             | \$2,110        | \$4,220        |
| Add Retargeting EV                     | \$1,030        | \$1,030        |
| Add: Net Cash                          | \$530          | \$530          |
| Less: Minority Interest                | \$33           | \$33           |
| Implied Market Cap                     | \$3,637        | \$5,747        |
| Divide by Diluted Shares               | 65             | 65             |
| <b>Modeled Share Price</b>             | <b>\$55.77</b> | <b>\$88.12</b> |

零售媒体业务的价值至少是 Magnite 的收入倍数。零售媒体的增长速度比 Magnite 的 CTV 板块快，收入是 Magnite 的两倍，依靠第一方数据（与 Magnite 的第二方数据相比），并且拥有比 Magnite 的 CTV 市场更大的 TAM。另外，虽然 Magnite 是 CTV 市场的最大玩家，但与零售媒体相比，这是一个竞争激烈的市场。值得注意的是，2/5/21，Magnite（由 The Rubicon Project 和 Telaria 改名而来）宣布将以 11.7 亿美元收购 SpotX，以提升其 CTV 规模。以约 27 倍的 Magnite 倍数对零售媒体进行建模，意味着零售媒体自身价值约 25 亿美元，即约 45+美元/股（9100 万美元 LTM 收入\*27.3 倍收入倍数，建模后的股价用净现金、少数股东权益和摊薄后的股份来抵偿）。

Criteo 即使在近期股价运行后，也值得当前估值的数倍。重定向部分的业务很可能价值约 23+美元/股，零售媒体的价值是整个 Criteo 本身市值的数倍。

### 大规模 600 亿美元以上的 TAM

摆在 Criteo 面前的机会是巨大的。首先，电子商务正在蓬勃发展。预计电子商务占全球销售额的比例将增长到 23%，而目前这一比例仅为 16%。其次，品牌和零售商希望有一个第三方技术合作伙伴，以使数字支出多样化，摆脱围墙花园（谷歌（NASDAQ:GOOG）（NASDAQ:GOOGL）、Facebook（NASDAQ:FB）和亚马逊（AMZN））。未来看起来很光明。首席执行官梅根-克拉克（Megan Clarken）在 2020 年第三季度财报电话会议上说了以下的话。

在这股热潮中，品牌和零售商转型电子商务，在过去的几个月里从巨头那里获得了份额。重要的是，我们预计这一趋势将持续下去。

全球范围内向线上的转变为零售商和品牌提供了充足的机会。根据 Criteo 的数据，他们的可寻址市场在全球范围内有约 8 万名客户（是当前客户的 4 倍）。其中大部分机会来自于中型市场客户，Criteo 在这些客户中的渗透率约为 20%（而大客户的渗透率为 50%）。

Criteo 在自助服务和 AI 方面的投资，让中端市场客户可以利用 Criteo 的庞大影响力，向全球受众投放广告。自助服务投资将权力交到客户手中，客户可以控制、查看和详细透明地了解他们的营销活动。



AI 投资让广告主能够接触到比以往更大、更相关的受众。使用 Criteo 的 Lookalike AI 来寻找看起来像零售商最佳受众的新用户。Criteo 在其 Shopper Graph 中的数据可以让客户根据购物意图和人口统计学来接触用户。更加量身定制的广告活动可以获得更高的投资回报率。





## 处于拐点

华尔街并不了解 Criteo。在覆盖 Criteo 的 15 位分析师中，只有 2 位分析师的目标价高于当前交易水平，目标价中位数约为 18.00 美元，相当于约 25% 以上的下行空间。重定向模糊了业务的情况，市场将其推断为 Criteo 的全部业务。这种对 Criteo 的认知是错误的。Criteo 正处于拐点，将在 2021 年或 2022 年恢复盈利增长。

华尔街和市场都忽略了 Criteo 新解决方案的价值，在新解决方案中，销售额在 YTD 增长了 53%，而新解决方案的子部分如零售媒体和全渠道分别在 YTD 增长 62% 和 121%。此外，市场没有意识到，随着第三方 cookie 替代品(FLoC)的出现，重定向将趋于稳定。

我们估计，零售媒体的收入将从 2020 年的约 9000 多万美元增长到 2021 年的约 1.6 亿多美元。仅此一点，就应该导致 Criteo 的急剧重新评级，因为不正确的认知被推翻。从那以后，Criteo 拥有一个巨大的可持续增长跑道，拥有 600 亿美元以上的 TAM 和行业领先的技术。随着 Criteo 的执行力，他们应该开始与同行进行一致甚至溢价交易。将所有这些放在一起，表明为什么 Criteo 可能成为 2021 年表现最好的股票之一。