



27 августа 2021 г.

Fix Price (FIXP)

Цель: 819 руб. / «Покупать»

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Артем Михайлин
AMykhailin@velos-capital.ru

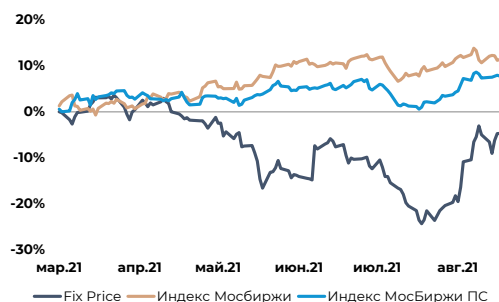
Вне конкуренции

В этом году на рынок через IPO вышла еще одна компания из отечественного ритейла, чье размещение стало достаточно громким событием. Fix Price является несомненным лидером среди магазинов фиксированных цен и по сути олицетворяет собой этот сегмент рынка. При этом данная модель пока находится на ранней стадии развития в России и соседних странах, что открывает значительный потенциал для роста в будущем. Магазины фиксированных цен, как показывает практика, способны успешно конкурировать с другими игроками как из офлайн, так и из онлайн сферы, а текущая экономическая ситуация дополнительно способствует распространению дискаунтеров. Мы полагаем, что оборот Fix Price может вырасти почти в 3 раза в ближайшие 5 лет, а количество магазинов сети должно удвоится. В рентабельности сохраняется потенциал для улучшения, что вкпе с низким уровнем долговой нагрузки и небольшими капитальными затратами позволит компании быстро наращивать денежный поток. Мы инициируем покрытие Fix Price с рекомендацией «Покупать» для GDR ритейлера. Целевая цена составляет **819 руб. (MOEX)** и **11,1 долл. (LSE)** за бумагу.

Согласно нашей оценке, оборот Fix Price в этом году вырастет на 26,6% г/г до 240,6 млрд руб. Пospособствует этому открытие 730 магазинов (с учетом закрытий) и рост торговой площади на 20% г/г. Компания ожидает, что сопоставимые продажи увеличатся примерно на 10% и мы полагаем, что это вполне достижимая цель. Число магазинов, работающих по франшизе, может увеличиться до 525 по итогам года, что обеспечит дополнительный рост оборота. Валовая рентабельность, как мы полагаем, незначительно снизится по сравнению с 2020 г., но это будет компенсировано улучшением на уровне SG&A. Рентабельность EBITDA, по нашим оценкам, будет соответствовать результату предыдущего года и составит 19,4%. Во втором полугодии должно произойти сезонное увеличение рентабельности EBITDA на фоне роста плотности продаж. Особенно данный эффект будет наблюдаться ближе к сентябрю и в декабре, когда люди закупаются перед началом учебного года и новогодними праздниками.

Оценка Oliver Wyman показывает, что оборот Fix Price может достичь 458 млрд руб. в 2025 г. Наши расчеты еще более оптимистичны, и мы полагаем, что продажи ритейлера будут расти с CAGR на уровне 22%, а в 2025 г. оборот составит 511 млрд руб. Большую часть роста обеспечат собственные магазины, в то время как доля оптового направления снизится в течении прогнозного цикла до 8% от выручки. План Fix Price по открытиям предполагает среднегодовой рост торговой площади на 15% в 2021-2025 гг., а остальное должно быть обеспечено динамикой сопоставимых продаж. Плотность продаж на кв. м. и на магазин продолжит улучшаться в ближайшие годы за счет притока новых покупателей и роста среднего чека. Мы полагаем, что потенциал для улучшения валовой маржи относительно текущих уровней достаточно небольшой, но компания может выиграть от роста объемов закупок. Более существенный рост рентабельности возможен благодаря оптимизации SG&A, особенно затрат на персонал и прочих расходов. Менеджмент отмечал, что ожидает сохранения рентабельности EBITDA не ниже 19% и видит возможность дальнейшего улучшения относительно текущих уровней. Мы полагаем, что Fix Price может дополнительно увеличить рентабельность EBITDA примерно на 130 б.п. относительно 2020 г. в течении ближайших 5 лет. Капитальные затраты, согласно нашим оценкам, будут составлять порядка 6-8 млрд руб. в год (не более 3% выручки), что во многом зависит от инвестиций в логистическую инфраструктуру за конкретный период.

Динамика индексов и акций Fix Price



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

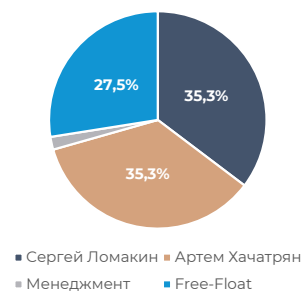
Информация об акциях компании

FIXP	819
Тикер на МосБирже	Справедливая цена, руб.
680	20,4%
Текущая цена, руб.	Потенциал
543/743	Покупать
Мин/макс цена, 12м	Рекомендация

Содержание

- **Больше о рынке и перспективах**
 - Макроэкономика и розн. торговля
 - Сегмент фиксированных цен
 - Структура сегмента и конкуренция
 - Потенциал открытия магазинов
- **Больше о компании и операционной модели**
 - Открытия, магазины, логистика
 - Формат и франшиза
 - Сопоставимые продажи
 - Рентабельность
 - CAPEX и обор. капитал

Структура акционерного капитала (на 08.04.2021)



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Подробнее



Дивидендная политика Fix Price предполагает распределение минимум 50% чистой прибыли МСФО за год. Мы считаем, что компания имеет возможность распределять больше средств с учетом низкого уровня CAPEX, малой активности в M&A и высокой рентабельности бизнеса. Наш ориентир подразумевает распределение 95% прибыли МСФО за год. Относительно текущей цены акций доходность в наших расчетах возрастает с 4,0% до 9,9% за 5 лет.

Мы оценивали Fix Price на основе 5-летней DCF-модели с WACC 13,9% и ставкой терминального роста 4%. Сейчас Fix Price приблизился к той цене, по которой компания выходила на IPO. Мультипликаторы ритейлера существенно превышают показатели других публичных представителей розничной торговли в России, что во многом объясняется его моделью бизнеса и перспективами роста. По EV/EBITDA 2021 г. отечественные ритейлеры в 2,5 раза дешевле Fix Price. Однако, если сравнивать с зарубежными игроками сегмента фиксированных цен, которые преимущественно оперируют в Европе и Северной Америке, Fix Price торгуется на 40% дешевле медианного значения аналогов. Заметное отставание традиционных ритейлеров от сегмента фиксированных цен проявляется и на других рынках. В США медиана EV/EBITDA 2021 г. у 4 крупнейших розничных сетей составляет 12х против 17,6х у 3 сетей фиксированных цен. Наша целевая цена и прогноз финансовых показателей предполагает, что EV/EBITDA 2022 г. у Fix Price останется на уровне 12,2х. Относительно непродовольственных ритейлеров и дискаунтеров из развивающихся стран Fix Price сейчас торгуется на сопоставимом уровне.

Мы приводим расчеты на основе нового стандарта отчетности МСФО 16, так как компания полностью перешла на него в своей операционной деятельности и предоставляет финансовые ориентиры с его использованием.

Больше о рынке и перспективах

Макроэкономика

Согласно оценке Росстата, ВВП России по итогам 2К вырос на 10,3% г/г против падения на 0,7% г/г в 1К и на 3% г/г в 2020 г. По мере того как будет ослабевать эффект низкой базы, рост ВВП также будет замедляться. Текущий консенсус предполагает рост показателя на уровне 3,5% г/г в этом году и 2,5% г/г в следующем. Если смотреть в отраслевом разрезе, основной вклад в рост ВВП во 2К внесло восстановление розничной и оптовой торговли, а также обрабатывающей отрасли. Оборот розничной торговли в 2020 г., по данным Росстата, составил 33,9 трлн руб., что на 3,2% меньше в сопоставимых ценах (г/г). Динамика оборота в прошлом году в основном объясняется эффектами пандемии и на этом фоне падением продаж непродовольственного сегмента. В 1К 2021 г. оборот снизился на 1,4% г/г, а уже в апреле продемонстрировал рост на 34,7% г/г и на 67,7% г/г, если учитывать только непродовольственный сегмент. В мае оборот розничной торговли превысил допандемийный уровень на 1,1% с исключением фактора сезонности.

Инфляция в июле составила 6,46% г/г, в том числе 7,55% г/г на непродовольственные товары. С начала года по 23 августа рост цен составил 4,58%. Текущий ориентир ЦБ предполагает инфляцию в этом году на уровне 5,7%-6,2%, а в следующем году ожидается замедление до 4,0%-4,5%. Долгосрочный ориентир по-прежнему остается 4%. На фоне ускорения роста цен инфляционные ожидания населения на год достигли максимального значения за последние 5 лет. Наблюдаемая инфляция за предшествующие 12 мес. в августе составила 16,5%, а ожидаемая в следующие 12 мес. 12,5%. Согласно опросам Росстата, 56,5% респондентов считают, что цены значительно вырастут в ближайший год.

Реальные располагаемые доходы по итогам 2К выросли на 6,8% г/г в силу низкой базы сравнения. В 2020 г. показатель продемонстрировал снижение почти на 3% г/г, а в 1К упал на 3,7% г/г. Реальные располагаемые доходы остаются примерно на 10% ниже, чем в 2013 г., но, согласно прежнему ориентирам Минэкономразвития, в 2021 г. должны примерно вернуться на допандемийный уровень. Реальная заработная плата в 1К выросла на 1,6% против 2,5% в 2020 г. После резкого скачка уровня

Финансовые результаты Fix Price за 1П 2021 г.

Финансовые показатели, млн руб.	1П 2020	1П 2021	+/-
Выручка	82 869	106 116	28,1%
Розничная выручка	71 506	93 026	30,1%
Оптовая выручка	11 363	13 090	15,2%
Валовая прибыль	27 098	33 148	22,3%
Рентабельность валовой прибыли	32,7%	31,2%	-1,5 п.п.
ЕВITDA	15 981	19 828	24,1%
Рентабельность EBITDA	19,3%	18,7%	-0,6 п.п.
Чистая прибыль	9 014	9 788	8,6%
Рентабельность чистой прибыли	10,9%	9,2%	-1,7 п.п.

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Операционные результаты компании за 1П 2021 г.

Магазины, шт.	1П 2020	1П 2021	+/-
Суммарно	3 773	4 585	21,5%
Собственные	3 363	4 099	21,9%
Открыто (нет)	291	357	22,7%
По франшизе	410	486	18,5%
Открыто (нет)	-30	61	-

Торговая площадь, тыс. кв. м	212	214	1,1%
Удельная выручка, тыс. руб./кв. м	338	435	28,7%

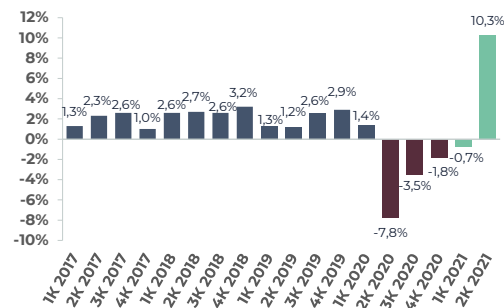
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика сопоставимых продаж Fix Price за последний год

LFL	2К 2020	3К 2020	4К 2020	1К 2021	2К 2021
Сопоставимые продажи	10,8%	20,6%	15,7%	11,9%	11,8%
Средний чек	30,8%	15,9%	17,9%	15,2%	-8,2%
Число чеков	-15,3%	4,1%	-1,9%	-2,9%	21,8%

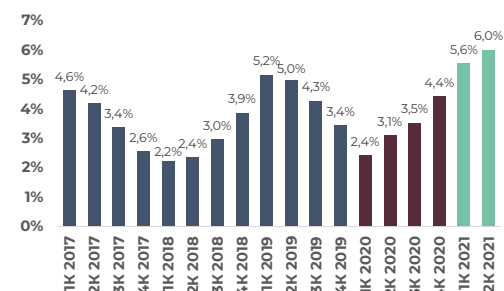
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Индекс физического объема ВВП России по кварталам, г/г



Источник: Росстат; оценка: Велес Капитал

Индекс потребительских цен в России по кварталам, г/г



Источник: Росстат; оценка: Велес Капитал



безработицы с 4,6% в 2019 г. до 5,8% в 2020 г. показатель постепенно нормализуется. Уже в апреле уровень безработицы снизился до 5,2%, а в мае опустился до 4,9%.

Потребительская уверенность демонстрирует очень медленное восстановление после периода ограничительных мер. Индекс потребительской уверенности Росстата составил -18% по итогам 2К, а индекс потребительских настроений ЦБ в июле снизился на 6,9 п.п. к июню до минимального уровня с начала года. Около 51% респондентов отмечают, что свободные деньги лучше откладывать, а не тратить. По данным Росстата более 25% людей продолжают оценивать свое благосостояние как плохое и только 8% как хорошее. Почти 50% граждан полагают, что сейчас неблагоприятное время для крупных покупок.

По оценкам Сбербанка, потребительские расходы в июле выросли на 10,4% г/г, а индекс потребительской активности достиг 78,9 пунктов, что является максимумом в этом году. В первые две недели августа президентская выплата на школьников в размере 10 тыс. руб. привела к росту трат домохозяйств на 80 млрд руб. или на 1,8% от ожидаемых расходов за месяц. Выплата, одновременно позволяет придать новый импульс расходам домохозяйств в условиях стагнации спроса. Основная часть выплат приходит в непродовольственную розницу и используется для подготовки к школе. Нормализованные номинальные расходы на непродовольственные товары в июле выросли на 12% г/г и более чем на 20% г/г в первые недели августа. Доля затрат домохозяйств на FMCG товары стабильна и составила в июне 46,4%, по данным Ромир.

Мы отмечаем, что цена остается приоритетным параметром для населения России при выборе магазина и опережает прочие критерии вроде качества товара, ассортимента и расположения. Согласно опросу GFK, в 2020 г. 74% респондентов указали цену как важнейший критерий против 72% годом ранее. В том числе в поисках лучшего ценового предложения люди стали регулярно посещать большее число магазинов, чем раньше. О текущих тенденциях говорит и смещение фокуса крупнейших продуктовых ритейлеров на развитие дискаунтеров. Экономические условия, на наш взгляд, пока говорят в пользу долгосрочного роста сегмента фиксированных цен, который способен обеспечить наилучшее ценовое предложение по ряду часто приобретаемых категорий товаров. Краткосрочно увеличение трат на подготовку школьников к новому учебному году также положительно сказывается на сегменте.

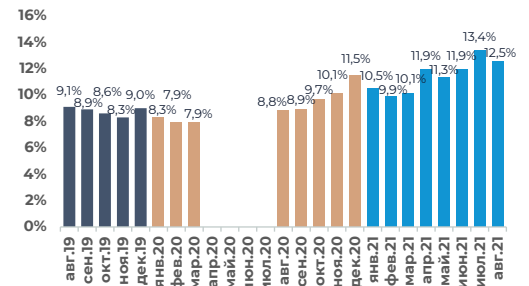
Розничная торговля

Согласно оценкам Oliver Wyman, российский рынок розничной торговли находится в зрелой стадии и будет расти с CAGR 3,8% в период между 2019 и 2027 гг. против 5% в 2014-2019 гг. Исследование предполагает, что в 2021 г. оборот розничной торговли вырастет на 3,6% г/г. По итогам 2027 г. совокупные продажи могут достигнуть 45,3 трлн руб. Самыми быстрорастущими направлениями на российском рынке сейчас являются e-commerce, магазины «у дома» и сегмент фиксированных цен, которые значительно потеснили традиционную торговлю и гипермаркеты в последние годы. Ожидается, что эти сегменты продолжат расти быстрее рынка в долгосрочной перспективе, а доля электронной торговли и сегмента фиксированных цен может удвоиться уже к 2024 г. В 2027 г. дискаунтеры, магазины «у дома» и e-commerce могут занять более 50% рынка.

Сегмент фиксированных цен

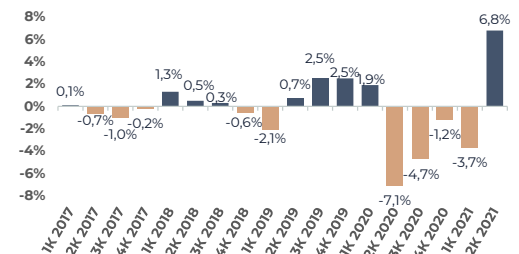
Модель магазинов с фиксированными ценами изначально зародилась в США, и в данный момент наиболее распространена именно в развитых западных странах. Она предполагает, что все товары, которые реализуются в магазине, продаются либо по одной цене, либо по нескольким фиксированным ценовым позициям (price points). Как правило, подобные ритейлеры реализуют ассортимент, состоящий из одежды, товаров для красоты и здоровья, продукции для уборки, мелкой электроники, канцелярских товаров, товаров для дома, «сухой» еды с долгими сроками хранения и прочего. При этом соотношение различных категорий, вроде еды и непродовольственных товаров, может заметно отличаться в зависимости от конкретной сети. Подобная модель зачастую

Инфляционные ожидания населения, следующие 12 мес. ФОМ (медиана)



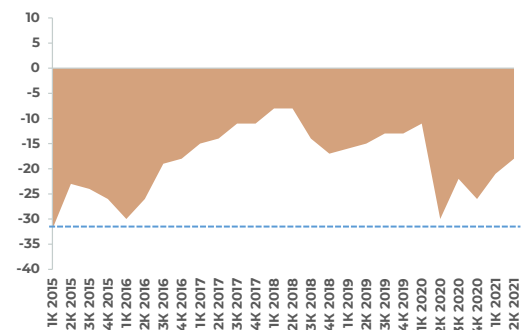
Источник: ЦБ РФ; оценка: Велес Капитал

Динамика реальных располагаемых денежных доходов населения по кварталам г/г, новая методология



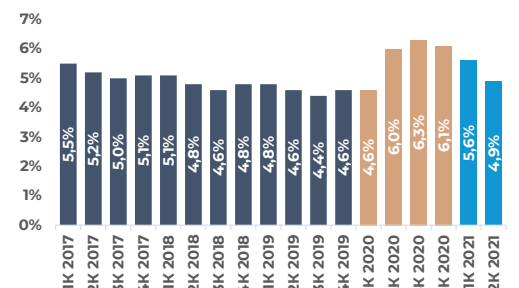
Источник: Росстат; оценка: Велес Капитал

Индекс потребительской уверенности



Источник: Росстат; оценка: Велес Капитал

Уровень безработицы среди людей от 15 лет и старше



Источник: Росстат; оценка: Велес Капитал



подразумевает высокую скорость ротации ассортимента, что направлено на увеличение трафика за счет желания покупателей найти новые нужные товары (treasure hunting).

Магазины фиксированных цен отчасти являются уникальным видом дискаунтеров и имеют существенно более низкий средний чек, чем другие форматы розничной торговли. Наиболее крупным представителем в секторе является американская сеть Dollar General с более чем 17 тыс. магазинов и продажами, превышающими 33 млрд долл. Заметные игроки также есть в Евросоюзе, Великобритании, Канаде и Китае. США является самым зрелым и крупным рынком для магазинов фиксированных цен в мире по объему (около 80 млрд долл. в 2019 г.). Доля данного сегмента в обороте розничной торговли как правило не очень велика, и он занимает скорее нишевое положение. Наиболее высокая доля в Великобритании, где на магазины фиксированных цен приходится почти 4% оборота розничной торговли. Доля, которую занимает лидирующий игрок, на наиболее развитых рынках фиксированных цен составляет от 21% до 57%. Россия в этом плане выбивается из общего контекста так как доля лидирующего игрока существенно больше и превышает 93%.

Отечественный сегмент фиксированных цен пока находится на стадии становления, если сравнивать с более зрелыми зарубежными аналогами. Его объем в 2019 г. составил 182 млрд руб. (оценка Oliver Wyman), а проникновение в розничную торговлю было на уровне 0,5% против 1,5% в ЕС и 2,4% в США. Потенциал роста относительно развитых рынков сохраняется как в числе магазинов, так и в торговой площади из расчета на тысячу человек. В данный момент рынок фиксированных цен в России включает в себя около 4 тыс. магазинов, а число магазинов на тыс. человек составляет 0,02 против 0,08 в ЕС, 0,14 в США и 0,22 в Канаде. Ожидается, что в период 2019-2027 гг. продажи направления продемонстрируют CAGR в 17% против 25% в предшествующие 5 лет и заметно опередят рост всего рынка розничной торговли в России. Контролируемая доля рынка в таком случае вырастет до 1,4% в 2027 г. Даже в 2020 г., несмотря на пандемию, сегмент продолжал расти и Fix Price, крупнейший игрок в данной области, увеличил оборот более чем на 30% г/г, включая рост LFL-продаж на 15,8%.

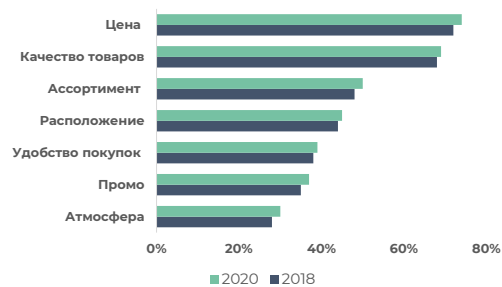
Целевой рынок

Основываясь на ассортименте, ценах и специфике магазинов, аналитики Oliver Wyman выделили из структуры российского рынка розничной торговли целевой рынок для сегмента. В 2019 г. он составил 1,2 трлн руб. или 3,5% от общего объема. Это значение перекликается с долей, которую занимают магазины фиксированных цен на более зрелых ранках. В среднем она составляет около 2,5%-3%. Порядка 73% целевого рынка занимают 4 категории, среди которых еда и напитки, средства для уборки, товары для красоты и здоровья, а также одежда и обувь. Средневзвешенный чек по категориям составил всего 364 руб. (включая НДС). Более 44% оборота розничной торговли в России, то есть примерно 15 трлн руб., приходится на товары ниже этой цены. За последние годы на этом целевом рынке помимо магазинов фиксированных цен (контролировали порядка 16%) значительно укрепили свои позиции магазины «у дома», дискаунтеры и онлайн-сегмент, которые заметно потеснили традиционную торговлю. При этом традиционная торговля по-прежнему занимает немного меньше четверти рынка, и ее доля продолжит постепенно сокращаться, обеспечивая потенциал роста другим направлениям. К 2027 г. главными игроками на целевом рынке, скорее всего, станут магазины фиксированных цен и e-commerce. Целевой рынок может увеличиться до 1,5 трлн руб. в 2024 г. и до 1,8 трлн в 2027 г., а доля сегмента фиксированных цен, потенциально, возрастет до 28% и 35% соответственно.

Структура сегмента и конкуренция

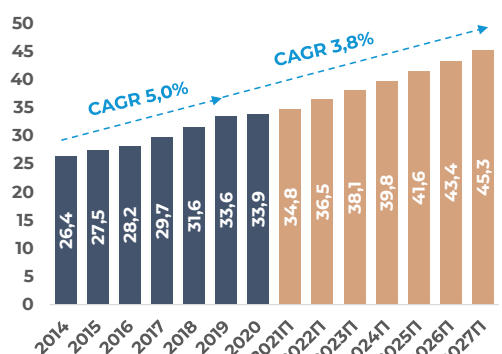
Более 90% сегмента в России из расчета продаж и количества магазинов контролирует Fix Price (93% по оценке Oliver Wyman). В прочих странах, где сформировался сегмент фиксированных цен, наблюдается значительно более высокая конкуренция, а доля лидера сильно меньше. Наиболее крупным прямым конкурентом Fix Price являлась сеть Заодно, которая в 2018 г. была преобразована в специализированный дискаунтер Home Market. В 2019 г. Home Market имел 114 магазинов. Если исключить

Основной критерий при выборе магазина, опрос 2 тыс. респондентов в России (сентябрь 2020 г.)



Источник: GfK; оценка: Велес Капитал

Динамика рынка розничной торговли в России, трлн руб.



Источник: Oliver Wyman, Росстат; оценка: Велес Капитал

Структура рынка розничной торговли в России по форматам



Источник: Oliver Wyman, Росстат; оценка: Велес Капитал

Структура рынка розничной торговли в России по категориям товаров



Источник: Росстат; оценка: Велес Капитал



Home Market из расчетов рынка, доля Fix Price может быть еще выше. Игроком номер 3 остается немецкий ритейлер Еврошоп, у которого по итогам 2019 г. было всего 25 торговых точек. Если говорить о конкурентах на розничном рынке в целом, то среди игроков со схожим ассортиментом можно также выделить регионального ритейлера Галамарт с примерно 400 магазинами по всей России. Галамарт также работает по модели дискаунтера, а не фиксированных цен. Ряд игроков вроде Амиго, Top Shop и Fan Price полностью закрыли свои магазины после 2017 г. Сейчас порог вхождения для новых игроков в этом сегменте достаточно высокий в силу очень большой доли Fix Price, а также необходимости в существенных инвестициях и времени на апробирование рабочей модели. Крупные розничные компании вроде X5 и Магнита, скорее, заинтересованы в развитии более предсказуемого направления продуктовых дискаунтеров нежели фиксированных цен.

От прямой конкуренции с прочими форматами сегмент надежно защищен низкими ценами, уникальным ассортиментом и его частой ротацией. При этом удобство расположения магазинов фиксированных цен зачастую сопоставимо с магазинами «у дома» и намного превосходит более крупные форматы.

Очевидным конкурентом в текущих реалиях для магазинов фиксированных цен является электронная коммерция. Проникновение электронной торговли быстро растет, в том числе на обозначенном выше целевом рынке. Там доля онлайн-сегмента увеличилась более чем в 2 раза за последние 5 лет (9,2% в 2020 г.) и рискует еще раз удвоиться за следующую пятилетку (17,5% в 2025 г.). Тем не менее, можно выделить несколько ограничивающих факторов для распространения электронной торговли на сегмент фиксированных цен. В частности, это невозможность для покупателя изучить товар перед покупкой, большее необходимое время до покупки и стоимость доставки, сравнимая со средним чеком в магазинах фиксированных цен. Проникновение онлайн идет намного быстрее в крупных городах, где население более состоятельное, активнее использует современные технологии, а логистика — дешевле, но отстает в регионах. Особенно проникновение онлайн замедляется в малых городах с населением менее 250 тыс. Уникальный ассортимент с быстрой ротацией у магазинов фиксированных цен позволяет дополнительно поддерживать трафик. Как можно судить по более зрелым рынкам, вроде США, даже быстрое распространение e-commerce не приводит к снижению доли рынка у магазинов фиксированных цен.

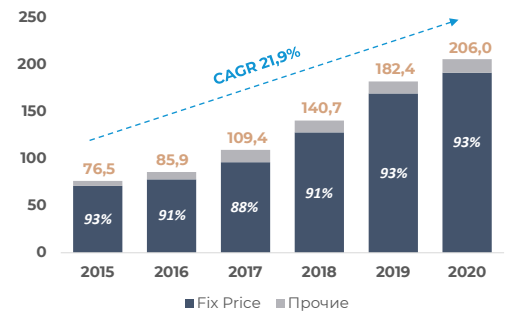
Мы полагаем, что в текущих реалиях у Fix Price нет серьезных прямых конкурентов внутри сегмента, и в ближайшей перспективе это вряд ли изменится. Приведенные данные и наши расчеты исходят из того, что на рынке не появится крупный офлайн или онлайн игрок, который сильно изменит правила игры.

Потенциал открытия магазинов

Анализ Oliver Wyman показывает, что в России есть возможность открыть 11,7 тыс. магазинов фиксированных цен, что в 3 раза превышает текущий показатель. В 2019 г. на один магазин с фиксированными ценами в России приходилось более 40 тыс. покупателей против примерно 22,5 тыс. в Германии и 26 тыс. в Канаде. При увеличении общего количества магазинов до 11,7 тыс. данный показатель снижается до 15,7 тыс., что выглядит более оправданным с учетом конкурентной среды, динамики потребительских расходов и рыночной структуры. Значительный потенциал ожидаемо сосредоточен в двух столицах, где есть возможность дополнительно разместить более 1,5 тыс. торговых точек. В городах с населением менее 1 млн человек количество магазинов может вырасти в 3-4 раза, и мы отмечаем наличие значительного потенциала даже в городах с населением менее 250 тыс. Самая низкая насыщенность в данный момент ожидаемо на Дальнем востоке: открыто всего 7,3% от потенциального числа магазинов, а самая высокая – в Южном федеральном округе (36,4%). Самый высокий потенциал открытий в количестве магазинов остается в Центральном и Приволжском федеральных округах, где можно разместить еще около 4 тыс. торговых точек.

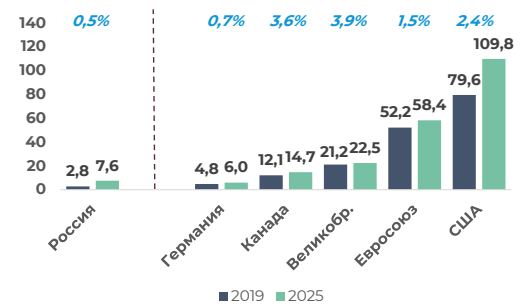
Дополнительный потенциал для открытия новых магазинов

Сегмент фиксированных цен в России, млрд руб.



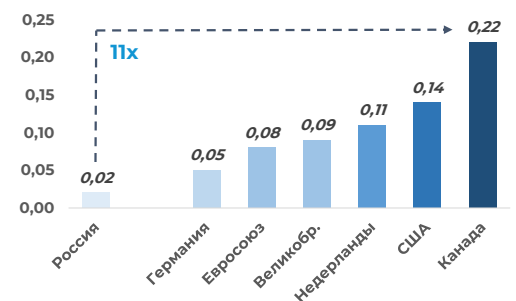
Источник: Oliver Wyman; оценка: Велес Капитал

Сегмент фиксированных цен в разных странах и его доля в розничной торговле на 2019 г., млрд долл.



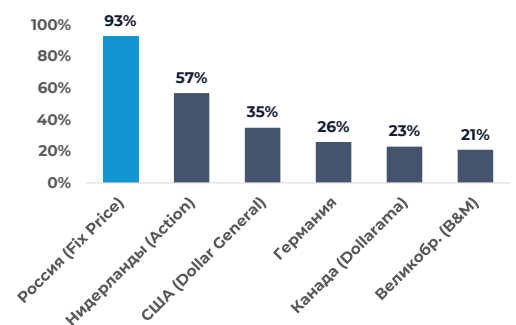
Источник: Oliver Wyman; оценка: Велес Капитал

Количество магазинов фиксированных цен на 1 тыс. чел. населения



Источник: Oliver Wyman; оценка: Велес Капитал

Доля рынка, которую контролирует лидирующий игрок в сегменте фиксированных цен



Источник: Oliver Wyman; оценка: Велес Капитал



фиксированных цен сосредоточен в соседних странах, Беларуси, Казахстане и Узбекистане. Совокупный розничный рынок этих стран составляет около 4,9 трлн руб. Количество торговых точек там может увеличиться с текущих 500 до примерно 3,8 тыс. Беларусь очень схожа с Россией в отношении среднего дохода, стадии развития розничной торговли и покупательской активности, но уже имеет 3 конкурирующих игрока в сегменте фиксированных цен. Лидером рынка там является местная сеть «Три цены», а на втором месте находится Fix Price. В связи с активным развитием сегмента фиксированных цен в последние годы Беларусь имеет наименьший потенциал долгосрочного роста рынка, но и там число магазинов может увеличиться примерно в 2 раза. Розничные рынки Казахстана и Узбекистана еще находятся на относительно ранней стадии развития, в связи с чем доля современной торговли в общей структуре там сильно ниже, чем в России. То есть там пока нет большого числа крупных игроков, которые могли бы составить серьезную конкуренцию, и можно занимать свободные рыночные ниши. По мере развития современной торговли количество магазинов фиксированных цен в этих странах может вырасти в десятки раз.

При неизменной структуре рынка большую часть обозначенных открытий в ближайшие 15 лет будет реализовывать именно Fix Price. При этом оценка не является фиксированной и может в будущем пересматриваться, как это периодически происходит, например, в США.

Больше о компании и операционной модели

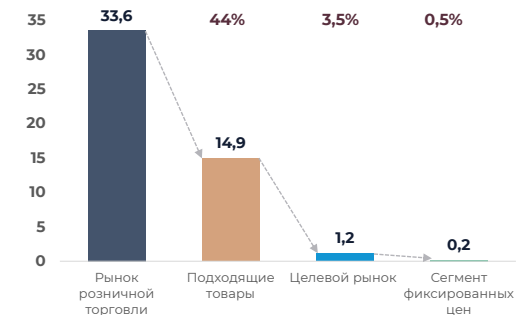
Открытия, магазины и логистика

Как показывает анализ Oliver Wyman, в России, Беларуси, Казахстане и Узбекистане есть возможность открыть порядка 15,5 тыс. магазинов фиксированных цен. С учетом абсолютной лидерской позиции Fix Price компания имеет возможность практически единолично реализовать этот потенциал. На конец 2020 г. у ритейлера было 4,2 тыс. магазинов, из которых 3,7 тыс. собственных и остальные работали в рамках франшизы. Порядка 94% собственных магазинов находилось в России, а остальные в Беларуси, Казахстане и Узбекистане. Более половины всех магазинов внутри страны расположены в Центральном и Приволжском федеральных округах, а остальные рассредоточены между всеми прочими территориями за исключением Дальнего востока. Средняя торговая площадь магазина составляла всего 213 кв. м. против примерно 392 кв. м. у Пятерочки и 231 кв. м. у магазина косметики Магнит. Плотность продаж с метра торговой площади в прошлом году была на уровне 230 тыс. руб. в сравнении с 98 тыс. руб. у Магнит Косметик и 255 тыс. руб. у Пятерочки. Средний чек в магазинах Fix Price существенно ниже, чем в любом формате Магнита или X5 Retail Group и составил в 2020 г. около 223 руб. без НДС. В магазине представлено порядка 1,8 тыс. SKU в 20 товарных категориях. Все магазины у ритейлера располагаются на арендованных площадях и, что примечательно, срок арендных договоров у 62% торговых точек составляет не более 1 года. Это позволяет компании гибко подходить к оперативному управлению сетью, меняя расположение магазинов, и чаще пересматривать арендные условия. Распределение контрактов между фиксированной и плавающей ставкой примерно 50/50.

План Fix Price подразумевал открытие 700 магазинов (net) в текущем году 750 в 2022 г. и 850 в последующие 3 года. По итогам полугодия прогноз на 2021 г. был скорректирован в пользу открытия 730 магазинов на фоне рыночной конъюнктуры, а прогнозы на будущие периоды пока остаются без изменений. Таким образом, в 2025 г. число магазинов компании вырастет в 2 раза относительно 2020 г., до 7,6 тыс. Подобный темп открытий позволит увеличить торговую площадь с CAGR в 15%. Вероятно, больше открытий будет происходить за пределами России и доля зарубежных направлений может со временем несколько увеличиться.

Логистические мощности розничной сети на конец прошлого года включали 8 распределительных центров (3 в собственности) со складской площадью 195 тыс. кв. м., которые обеспечивали работу в 78 регионах России и 6 других странах. Два дополнительных РЦ в Краснодаре и Санкт-Петербурге должны быть введены в этом году.

Целевой рынок для сегмента фиксированных цен относительно объема розничной торговли в России, 2019 г., трлн руб.



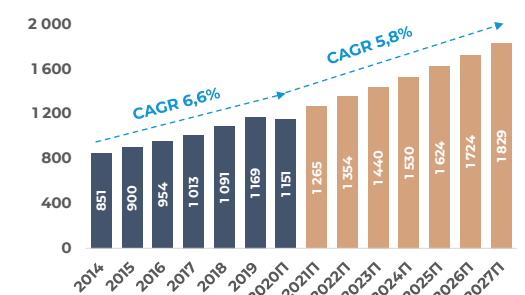
Источник: Oliver Wyman; оценка: Велес Капитал

Структура целевого рынка для сегмента фиксированных цен по товарным категориям, руб.

Категория	Доля целевого рынка	Макс. стоимость позиции
Еда и напитки	43,7%	220
Уборка	11,4%	300
Одежда и обувь	8,6%	850
Ремонт	6,4%	500
Мебель и фурнитура	5,3%	500
Электроника	4,6%	400
Красота и здоровье	9,1%	300
Досуг	7,7%	500
Товары для животных	1,3%	250
Игрушки и детские товары	1,9%	800
Средневзвешенная		364

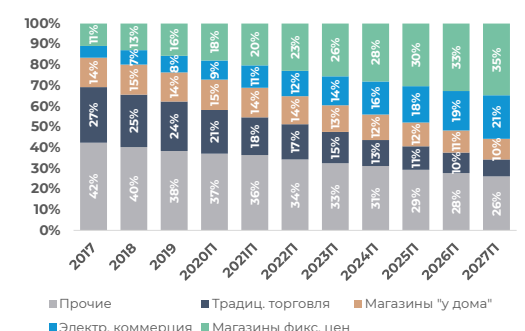
Источник: Oliver Wyman; оценка: Велес Капитал

Динамика целевого рынка для магазинов фиксированных цен, млрд руб.



Источник: Oliver Wyman; оценка: Велес Капитал

Форматная структура целевого рынка для магазинов фиксированных цен



Источник: Oliver Wyman; оценка: Велес Капитал



Местные поставщики отгружают товары напрямую в РЦ компании используя собственный транспорт. Зарубежные товары поставляются преимущественно контейнерами по морю, а затем из портов поступают в РЦ. Транспортные услуги в Fix Price выделены на аутсорс и контракты периодически пересматриваются для обеспечения минимальной стоимости доставки.

Формат

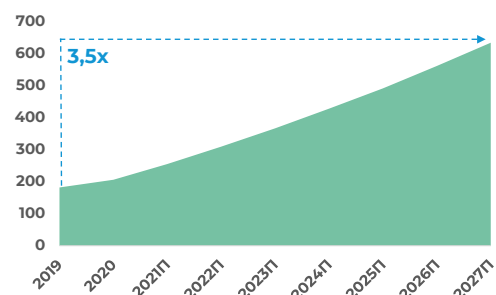
Сеть начала свою деятельность в 2007 г. и стала первым представителем сегмента фиксированных цен в стране. Изначально товары в Fix Price продавались по одной цене, но резкое падение курса и недостаточная гибкость подобной модели вынудили руководство компании ввести новые ценовые категории. В период 2015-2016 гг. были введены категории 50 руб., 55 руб., 77 руб. и 99 руб., а в будущем также добавились 149 руб. и 199 руб. В этом году ритейлер дополнительно ввел ценовые уровни 249 руб. (в январе) и 299 руб. (в марте). Порядка 90% всего ассортимента находится в ценовой зоне 149 руб. или ниже. Доля новых ценовых категорий 249 и 299 руб. в продажах по итогам первого полугодия 2021 г. достигла 4%.

По итогам 2020 г. 35% ассортимента были уникальными для сети и представляли 45 собственных торговых марок, 31% поставляли известные бренды, а еще 35% были от неизвестных производителей без конкретного бренда. Еще в 2014 г. доля иностранных поставщиков, преимущественно из Китая, составляла около 50%. На данный момент порядка 75% всей продукции в Fix Price поставляются местными производителями и только 25% иностранными. Всего у компании насчитывается 622 поставщика, а на топ-30 приходилось более 50% себестоимости реализованной продукции. Еда и напитки обеспечили 25% продаж по итогам 2020 г. В первой половине текущего года, после снижения эффектов пандемии, доля этой категории вернулась к прежним уровням вблизи 30%. Продукты питания и напитки, которые продаются в Fix Price, имеют долгие сроки хранения и непривередливы к температурным условиям, что упрощает логистику и снижает потери. Категория товаров дрогери представляла 23% выручки в 2020 г., а остальное приходится на прочие непродовольственные категории, вроде товаров для дома, одежды, книг и игрушек. Основная часть рентабельности формируется за счет продажи непродовольственного ассортимента, в то время как продукты питания и дрогери являются генераторами трафика. Ритейлер может варьировать структуру ассортимента в зависимости от конкретной необходимости. Все магазины максимально стандартизированы по наполнению, торговой площади, внутреннему устройству, количеству полок и прочим характеристикам вне зависимости от региона.

До 65% ассортимента может меняться со временем, а постоянные 35% включают в себя преимущественно продукты питания и товары из категории дрогери. Ротация 60% ассортимента происходит до 6 раз в год и Fix Price запускает 40-60 новых товарных единиц каждую неделю. Дополнительно вводится порядка 8 сезонных коллекций, приуроченных к праздникам и знаменательным событиям. Столь высокая скорость ротации ассортимента позволяет поддерживать постоянный трафик в магазинах за счет желания людей найти полезную новинку. Для ознакомления с актуальным ассортиментом в магазины приходит порядка четверти всех покупателей, а более 40% посещают магазины Fix Price минимум раз в неделю.

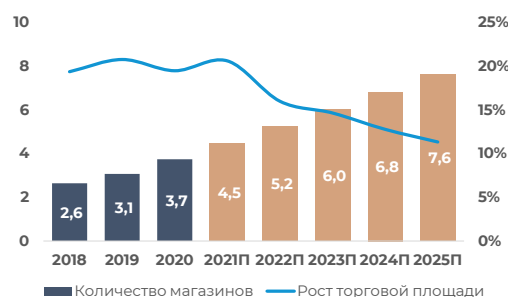
Цена является основным преимуществом магазинов сети, так как на один товар она может быть на 30%-50% ниже, чем у прочих игроков (офлайн и онлайн). Целевая аудитория Fix Price – это порядка 70% населения России, которые зарабатывают 45 тыс. руб. в месяц или менее. Согласно исследованию агентства Vektor, основная причина, почему респонденты готовы рекомендовать магазины Fix Price – это именно низкая цена (49% опрошенных). Около 55% респондентов указывают, что по уровню цен у магазинов Fix Price нет конкурентов, а 80% опрошенных выберут именно торговые точки ритейлера, если им будет необходимо дешево приобрести товары. При этом розничная сеть демонстрирует высокие, по меркам отечественного ритейла, показатели удовлетворенности покупателей (NPS). В 2020 г., согласно данным Vektor, NPS составил 60% по России и 77% в Москве.

Ожидаемая динамика сегмента фиксированных цен в России, млрд руб.



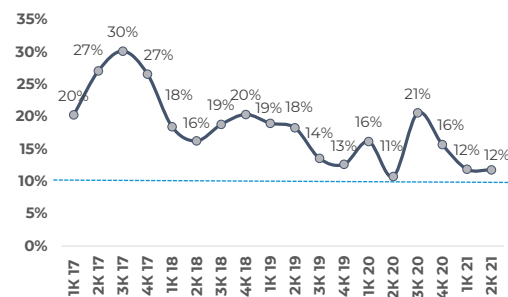
Источник: Oliver Wyman; оценка: Велес Капитал

Число собственных магазинов Fix Price (тыс.) и темп роста торговой площади ритейлера



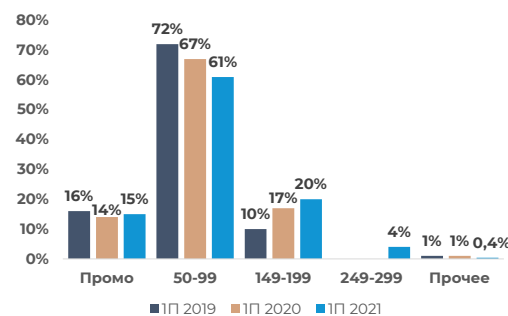
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика сопоставимых продаж Fix Price



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Структура продаж Fix Price по ценовым категориям



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



Стоит отметить, что Fix Price продолжает внедрение программы лояльности, проникновение которой в продажах на конец первого полугодия 2021 г. составило 42%. Было выдано почти 14 млн карт. Среди участников программы средний чек примерно в 1,7 раза выше, чем у прочих посетителей.

Франшиза

Магазины ритейлера, открытые по франшизе, помимо России, Казахстана и Белоруссии расположены также в Латвии, Грузии и Киргизии. Франшиза в том числе является способом для апробирования модели в условиях нового рынка без рисков для компании. Если новые рынки хорошо себя зарекомендуют, компания сможет сама начать открывать там торговые точки. В России магазины по франшизе расположены преимущественно в регионах с небольшим присутствием собственных магазинов Fix Price. Около 52% из них находится в Северо-Западном федеральном округе и Сибири, в то время как только 8% — в Центральном и Приволжском федеральных округах. Условия франшизы подразумевают единовременный платеж в 310 тыс. руб. и роялти в размере 3-4% от оборота в месяц. Договор заключается сразу на 3 года с возможностью пролонгации. Закупка всего ассортимента происходит у Fix Price, что отражается в оптовой выручке ритейлера вместе с роялти. Периодически Fix Price может выкупать успешные магазины своих франчайзи, что уже произошло в 2020 г. В этом году компания не ограничивает открытие новых магазинов по франшизе, но в целом их доля от общего количества магазинов, как ожидается, будет не более 10%.

Сопоставимые продажи

Как минимум с 2017 г. Fix Price демонстрирует двузначный рост сопоставимых продаж, то есть не менее 18 кварталов подряд. При этом большую часть роста вплоть до прихода пандемии генерировал LFL-трафик. В 2020 г. привычки покупателей временно изменились, но текущий год демонстрирует постепенное возвращение к прежним трендам у всех ритейлеров. В ближайшие годы мы ожидаем, что рост сопоставимых продаж будет постепенно замедляться на фоне высокой базы сравнения. Тем не менее, согласно нашим расчетам, разница между ростом выручки и ростом торговой площади в среднем может составить 7,7% в ближайшие 5 лет. Обеспечит этот рост как приток новых покупателей, так и увеличение среднего чека.

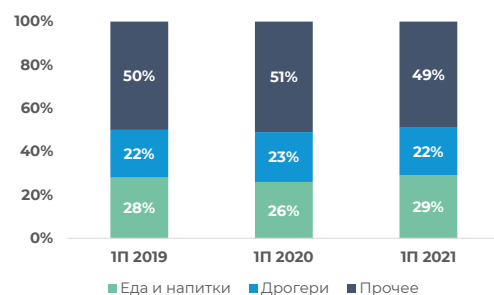
Рентабельность

Преимущественно непродовольственный ассортимент гарантирует Fix Price высокую рентабельность бизнеса по меркам розничной торговли. По итогам прошлого года валовая маржа составила 32,3%, а рентабельность EBITDA — 19,4%. Для сравнения рентабельность EBITDA Магнита и X5 за тот же период находилась на уровне 12%, а у Детского Мира — 17,5%. У зарубежных аналогов рентабельность EBITDA находится на сопоставимом уровне, но во многом зависит от ассортимента и доли продуктов питания. Например, канадская сеть Dollarata с высокой долей непродовольственного ассортимента имеет рентабельность EBITDA близкую к 30%.

Мы полагаем, что потенциал увеличения валовой маржи относительно текущих уровней у ритейлера довольно небольшой. Менеджмент подчеркивал, что также рассчитывает на стабильную валовую маржу в ближайшие годы. Некоторый потенциал возможен благодаря увеличению закупочной силы по мере роста, хотя с большинством поставщиков, как отмечают представители компании, уже сложились устойчивые отношения. Менеджмент пока не видит дополнительных возможностей экономии с точки зрения товарных потерь и логистики. Мы оцениваем потенциал улучшения валовой маржи на уровне 20-30 б.п. в ближайшие 5 лет.

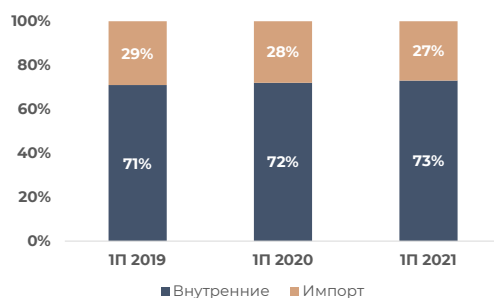
Больше возможностей для улучшения сосредоточено в SG&A. По мере расширения бизнеса может проявляться эффект масштаба за счет чего рентабельность EBITDA будет улучшаться. Наибольший эффект здесь дает оптимизация расходов на персонал за счет снижения доли офисных сотрудников, роста производительности труда и увеличения плотности

Структура продаж Fix Price по товарным категориям



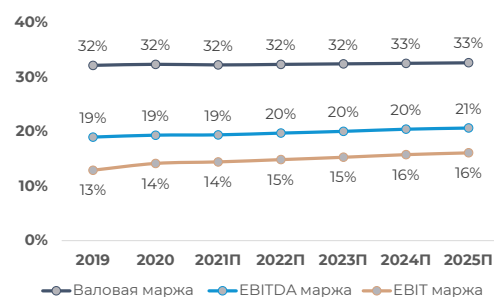
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Доля зарубежных поставщиков в продажах Fix Price



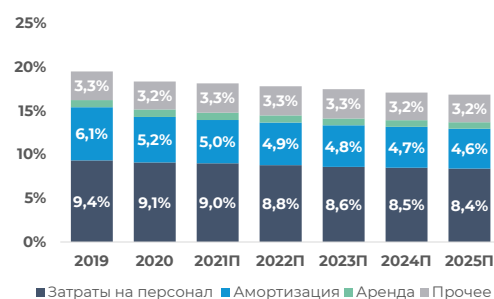
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика рентабельности Fix Price



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Структура затрат SG&A Fix Price в процентах от выручки



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



продаж. Fix Price активно работает над снижением расходов по аренде, но в МСФО 16 влияние данной статьи на рентабельность минимально. За счет суммарного эффекта от улучшения валовой маржи и снижения доли SG&A мы видим возможность повысить рентабельность EBITDA в ближайшие 5 лет на 130 б.п. относительно уровня прошлого года, до 20,7%. Менеджмент в своих комментариях сообщал, что также видит потенциал для некоторого улучшения рентабельности EBITDA сверх уровня 19%-19,5%.

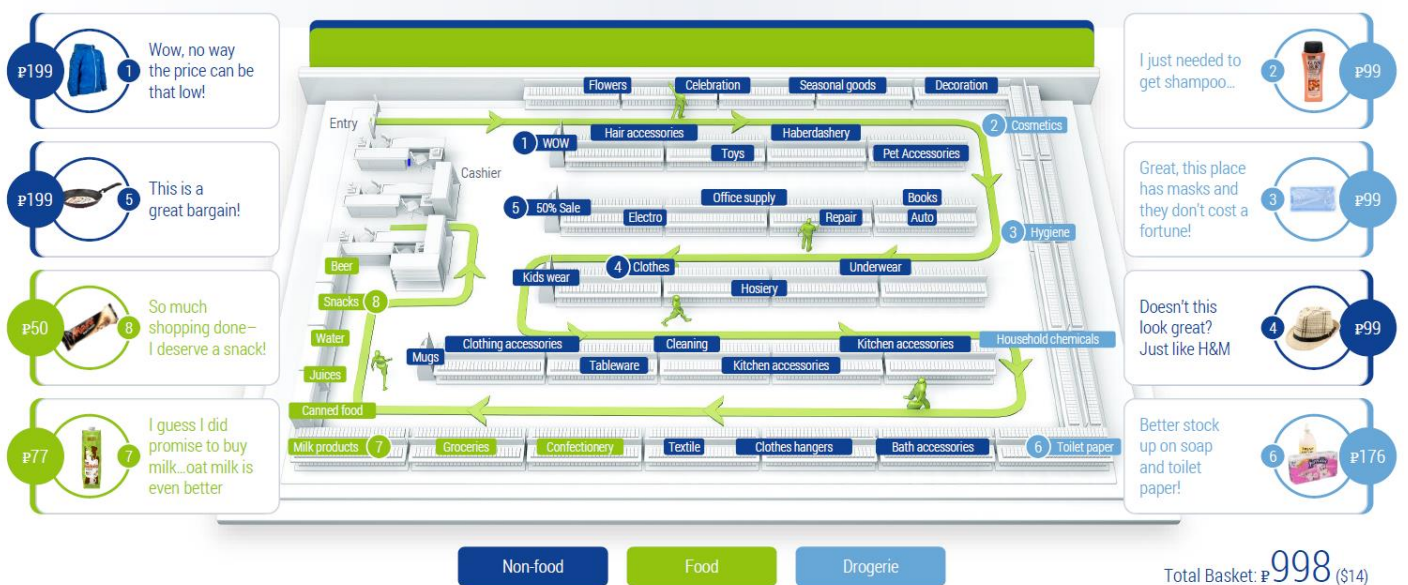
Капитальные затраты

Согласно нашей оценке, CAPEX Fix Price в среднем составит 7,2 млрд руб. в ближайшие 5 лет. Пиковые значения при этом могут быть достигнуты в этом году и 2023 г. из-за цикла инвестиций в логистику. Открытие одного магазина обходится компании примерно в 4 млн руб., а срок окупаемости инвестиций составляет всего 9 мес. против 2-3 лет у Магнит Косметик. Открытия новых магазинов является основной статьей расходов в структуре капитальных затрат. Также компания сейчас направляет существенные средства на развитие логистики и строительство распределительных центров. Всего на эти цели за 5 лет будет израсходовано 13 млрд руб., что позволит увеличить складские площади примерно на 350 тыс. кв. м. Большая часть прочих затрат приходится на поддержание и обновление магазинов. Проведение работ в одном магазине стоит около 2 млн руб. и Fix Price планирует обновлять несколько процентов сети ежегодно. В целом масштабирование не требует от компании очень больших затрат и доля CAPEX в процентах от выручки, как мы ожидаем, будет постепенно снижаться с 3% до 1,5%. Для сравнения капитальные затраты у Магнита и X5 Retail Group, по нашим расчетам, в следующие 5 лет составят не менее 3-4% от продаж.

Оборотный капитал

По итогам прошлого года чистый оборотный капитал составил примерно 0,6% от продаж. Оборачиваемость запасов была на уровне 69 дней, что сопоставимо с показателем Магнита, хотя доля продуктов питания в выручке у последнего значительно выше. Оборачиваемость кредиторской задолженности также составила 69 дней, что в том числе дает столь хороший баланс в оборотном капитале. Мы полагаем, что Fix Price удастся поддерживать коэффициенты на сопоставимом уровне и чистый оборотный капитал будет стабилен в процентах от выручки. Дальнейшее улучшение коэффициентов мы видим маловероятным и это подтверждали комментарии менеджмент компании.

Внутренне устройство магазина Fix Price

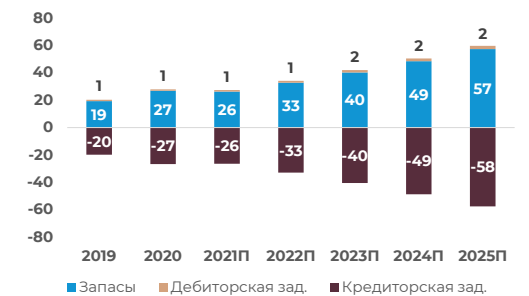


Структура и динамика капитальных затрат Fix Price, млн руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

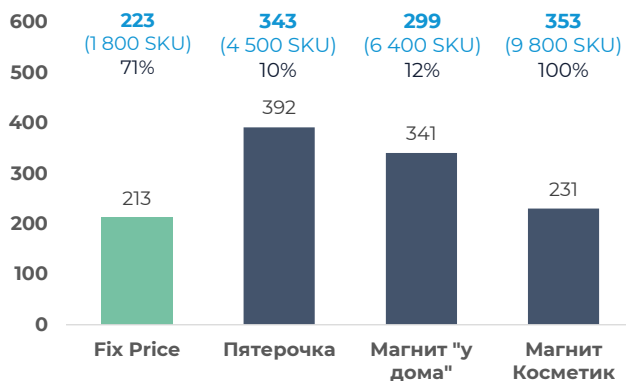
Оборотный капитал Fix Price, млрд руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



Сравнение средней торговой площади (кв. м.), среднего чека (руб. без НДС, выделено голубым), ассортимента (указано число SKU и ниже доля непродовольственного ассортимента) Fix Price и других игроков



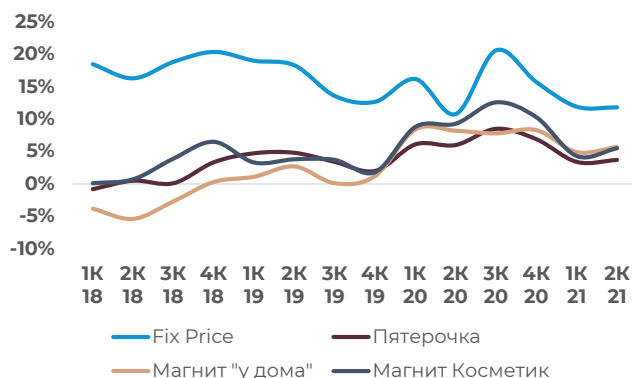
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика плотности продаж Fix Price и других игроков, тыс. руб. на кв. м. торговой площади



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика LFL-продаж Fix Price и других игроков



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Магазины Fix Price





Сравнительные мультипликаторы Fix Price и компаний аналогов, млн долл.

Компания	Страна	MC	EV	EV/S			EV/EBITDA			P/E		
				2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Fix Price	Россия	7 803	7 794	2,4	1,9	1,6	12,4	9,8	7,9	23,9	18,4	14,5
Магнит	Россия	7 684	14 417	0,6	0,5	0,5	5,2	4,9	4,7	13,4	12,0	11,2
X5 Retail Group	Россия	9 074	20 267	0,7	0,6	0,6	5,7	5,1	4,7	15,0	13,1	11,4
Детский Мир	Россия	1 393	2 220	1,0	0,9	0,8	5,6	5,1	4,5	9,7	8,8	8,0
М.Видео	Россия	1 530	3 437	0,5	0,5	0,4	4,9	4,4	3,9	9,0	9,5	7,3
Медиана				0,7	0,6	0,5	5,4	5,0	4,6	11,5	10,7	9,6
Среднее				0,7	0,6	0,6	5,4	4,9	4,4	11,8	10,8	9,5
Сегмент фиксированных цен												
Five Below	США	13 226	14 005	5,0	4,2	3,6	31,4	26,1	22,2	49,4	41,6	35,4
Dollar Tree	США	24 661	32 870	1,2	1,2	1,1	12,4	11,6	10,9	17,8	16,5	15,1
Dollar General	США	55 447	68 490	2,0	1,9	1,7	17,6	16,4	15,2	22,9	21,3	19,6
Grocery Outlet	США	2 454	3 749	1,2	1,1	1,0	18,9	16,7	15,1	27,3	24,1	21,5
Ollies Bargain	США	5 433	5 359	2,8	2,5	2,2	18,8	16,8	15,4	28,2	24,8	22,3
Dollarama	Канада	14 201	16 805	5,0	4,6	4,0	17,2	15,1	12,8	27,0	23,3	19,6
B&M	Великобр.	7 944	10 431	1,6	1,5	1,4	10,7	10,0	9,2	17,5	16,3	15,5
Europris	Норвегия	1 148	1 503	1,7	1,7	1,6	7,9	8,4	7,9	12,6	14,5	13,3
Miniso	Китай	4 240	3 261	1,7	1,4	1,1	15,4	9,7	8,6	32,3	19,4	16,3
Медиана				1,7	1,7	1,6	17,2	15,1	12,8	27,0	21,3	19,6
Среднее				2,5	2,2	2,0	16,7	14,5	13,0	26,1	22,4	19,8
Непродовольственные магазины												
Jarir Marketing	ОАЭ	6 680	6 891	2,6	2,4	2,2	19,2	17,3	15,9	22,3	20,1	17,7
Raia Drogasil	Бразилия	8 235	9 173	2,0	1,7	1,5	25,4	20,1	16,0	50,3	38,8	29,4
Lojas Renner	Бразилия	6 777	6 827	3,6	3,0	2,6	20,5	14,4	11,0	51,3	28,3	22,9
Clicks Group	ЮАР	4 885	5 003	2,1	1,9	1,7	17,9	16,5	15,3	35,6	32,4	30,0
CCC	Польша	1 701	2 570	1,2	1,1	1,1	11,3	8,6	8,7	38,4	24,1	23,8
LPP	Польша	6 383	6 886	2,3	1,8	1,6	11,4	9,6	8,5	35,7	25,3	20,3
El Puerto de Liverpool	Мексика	6 373	7 667	1,1	1,0	0,9	7,3	6,8	6,3	13,1	11,8	10,8
Tokmanni Group	Финляндия	1 694	2 104	1,5	1,5	1,4	9,9	9,6	9,0	17,3	16,6	15,2
Poya International	Тайвань	1 860	2 348	3,5	3,0	2,7	13,2	10,8	9,9	23,7	18,6	16,4
Jumbo	Греция	2 116	1 708	2,1	1,7	1,6	7,2	5,9	5,1	13,7	11,2	9,8
Медиана				2,1	1,8	1,6	12,3	10,2	9,4	29,7	22,1	19,0
Среднее				2,2	1,9	1,7	14,3	12,0	10,6	30,2	22,7	19,6

	Fix Price	Five Below	Dollar General	Dollarama	B&M
Число магазинов (тыс.)	4,2	1,0	17,0	1,3	1,1
CAGR продаж в долл. 2017-2020 гг.	33%	15%	13%	7%	17%
CAGR продаж 2020-2023 гг. (прогноз)	24%	26%	5%	8%	5%
Выручка (млн долл.)	2 641	1 962	33 747	3 012	6 592
Рентабельность валовой прибыли (%)	32%	33%	32%	44%	37%
Рентабельность EBITDA (%)	19%	20%	16%	28%	17%

*Все показатели на последний отчетный год



Финансовая модель Fix Price

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Выручка, в т.ч.:	190 059	240 610	297 890	364 357
Розничные продажи	166 025	213 086	266 539	329 257
Оптовые продажи	24 034	27 524	31 351	35 100
Себестоимость продаж	(128 544)	(163 012)	(201 524)	(246 125)
Валовая прибыль	61 515	77 598	96 366	118 232
SG&A	(34 932)	(43 668)	(53 104)	(63 733)
ЕВITDA	36 788	46 716	58 807	73 102
Амортизация и корректировки	(9 865)	(11 950)	(14 516)	(17 348)
ЕВIT	26 923	34 767	44 292	55 754
Прочие доходы/расходы	(613)	(1 730)	(2 062)	(2 243)
Прибыль до налогообложения	26 310	33 037	42 229	53 510
Налог на прибыль	(8 735)	(8 776)	(10 727)	(13 592)
Чистая прибыль	17 575	24 261	31 503	39 918

Баланс, млн руб.	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Внеоборотные активы	25 297	33 710	38 497	44 580
Основные средства и НМА	14 386	19 098	22 102	26 558
Прочие внеоборотные активы	10 911	14 612	16 395	18 022
Оборотные активы	56 810	41 253	51 185	62 239
Оборотные активы	27 893	27 401	34 202	42 000
Краткосрочные инвестиции и прочие	2 542	818	818	818
Денежные средства и эквиваленты	26 375	13 034	16 165	19 421
Итого активы	82 107	74 963	89 682	106 818
Средства акционеров	-3 609	10 972	16 537	23 170
Акционерный капитал	(3 609)	10 972	16 537	23 170
Доля миноритариев	0	0	0	0
Долгосрочные обязательства	4 098	4 932	5 891	6 994
Долгосрочные кредиты и займы	0	0	0	0
Прочие долгосрочные обязательства	4 098	4 932	5 891	6 994
Краткосрочные обязательства	81 618	59 059	67 253	76 654
Краткосрочные кредиты и займы	15 680	15 680	15 680	15 680
Оборотные обязательства	26 751	26 426	32 983	40 500
Прочие КО	39 187	16 953	18 591	20 474
Итого обязательства и средства	82 107	74 963	89 682	106 818

Движение денежных средств, млн	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Операционная деятельность	30 270	36 378	45 774	56 986
Прибыль до налогообложения	26 310	33 037	42 229	53 510
Налоги и проценты	(6 520)	(8 776)	(10 727)	(13 592)
Корректировки	12 028	11 950	14 516	17 348
Изменение оборотного капитала	(1 548)	167	(244)	(280)
Инвестиционная деятельность	(6 025)	(7 348)	(6 318)	(8 499)
Приобретение внеоборотных активов	(5 674)	(6 867)	(5 722)	(7 952)
Покупка/продажа НМА и фин. активов	(493)	(481)	(596)	(547)
Прочее	142	0	0	0
Финансовая деятельность	(9 751)	(42 371)	(36 325)	(45 231)
Изменение долга	10 653	0	0	0
Обратный выкуп акций	0	0	0	0
Выплата дивидендов	(14 214)	(33 338)	(25 938)	(33 286)
Прочее	(6 190)	(9 033)	(10 387)	(11 946)
Изменение денежных средств	14 494	(13 341)	3 131	3 256

WACC	
Безрисковая ставка	7,0%
Премия рынка за риск	7,0%
Риск ликвидности и корп. упр.	0,5%
Стоимость СК	14,2%
Beta	1,0
Стоимость долга	6,1%
Доля СК	97%
Доля долга	3%

WACC	13,9%
------	-------

Свободный денежный поток	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
ЕВIT	34 767	44 292	55 754	68 576
НОРАТ	25 531	33 041	41 592	51 157
Амортизация	11 950	14 516	17 348	20 311
Кап. затраты	7 348	6 318	8 499	6 734
Изменение ОК	(167)	244	280	309
Свободный денежный поток (FCFF)	30 300	40 994	50 161	64 424

Оценка стоимости акций, млн руб.			
Рост в ПП период	4,0%		
Сумма ДДП (+)	170 870		
Терминальная стоимость (+)	783 058		
Справедливая стоимость бизнеса	579 452		
Чистый долг (-)	21 464		
Доля миноритарных акционеров (-)	0		
	01.01.2021	27.08.2021	12mo
Справедливая стоимость акц.	557 988	609 687	695 958
Количество акций			850
Справедливая стоимость акции, руб.			819

Рыночные мультипликаторы, x	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
EV/Sales	3,1	2,5	2,0	1,6
EV/ЕВITDA	16,1	12,7	10,1	8,1
EV/ЕВIT	22,0	17,1	13,4	10,6
P/E	32,9	23,8	18,3	14,5
P/BV	7,0	7,7	6,4	5,4
FCF Yield	-	5,0%	6,8%	8,4%
EPS, руб.	21	29	37	47

Коэффициенты	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Рентабельность валовой прибыли	32,4%	32,3%	32,3%	32,4%
Рентабельность ЕВITDA	19,4%	19,4%	19,7%	20,1%
Рентабельность ЕВIT	14,2%	14,4%	14,9%	15,3%
Рентабельность чистой прибыли	9,2%	10,1%	10,6%	11,0%
ROE	448,3%	659,0%	229,0%	201,1%
ROA	25,9%	30,9%	38,3%	40,6%
ROIC	92,9%	98,5%	106,7%	111,4%
Чистый долг/ЕВITDA (IAS 17), x	-0,3	0,1	0,0	-0,1



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. ООО «ИК ВЕЛЕС Капитал» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК

«Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не должен рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном отчете.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем отчете, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном отчете, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2021 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ — соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев более 10%.

ДЕРЖАТЬ — соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -10% до 10%.

ПРОДАВАТЬ — соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев более 10%.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в аналитический департамент ИК «Велес Капитал».



Департамент активных операций

Евгений Шиленков
Директор департамента
EShilenkov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Старший трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Владимир Наумов
Трейдер
VNaumov@veles-capital.ru

Ярослав Калугин
Трейдер
YKalugin@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Артем Михайлин
Телекоммуникации, IT,
Потребительский сектор
AMykhailin@veles-capital.ru

Василий Сучков
Глобальные рынки
VSuchkov@veles-capital.ru

Елена Кожухова
Рынок акций
EKozhukhova@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989

www.veles-capital.ru