

26 мая 2022 г.

СЕРЬЕЗНЫЙ АКТИВ ПО «ДЕТСКИМ» ЦЕНАМ

Мы начинаем анализ Детского мира с рейтинга «Покупать». Занимая особое положение на рынке товаров для детей и располагая знаменитым брендом, компания смогла успешно противостоять конкуренции в стремительно развивающемся сегменте интернет-торговли. Детский мир отличают высокая операционная эффективность и сильные показатели баланса. С другой стороны, уже в следующих кварталах на финансовых результатах компании могут негативно отразиться сбои в цепочках поставок и неблагоприятные изменения в макроэкономике, а выплата дивидендов поставлена на паузу. Но, на наш взгляд, эти риски уже отражены в цене акций, если учесть ее снижение в последнее время.

Триггеры: (1) восстановление спроса на товары для детей вместе с улучшением состояния экономики; (2) развитие продаж через Интернет; (3) возобновление выплаты дивидендов; (4) стабилизация курса рубля.

Риски: (1) сбои в цепочках поставок; (2) конкуренция со стороны «чистых» интернет-продавцов; (3) падение располагаемых доходов.

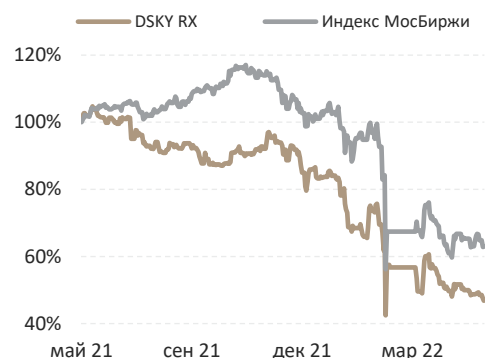
Прямых конкурентов не видно. Детский мир — крупнейшая в России сеть, специализирующаяся на торговле товарами для детей, с большим отрывом лидирующая на этом рынке. Компания работает в нескольких товарных категориях, включая одежду и обувь, товары для новорожденных, детское питание и игрушки. В прошлом ей удавалось сочетать высокие темпы роста выручки с хорошими показателями рентабельности, что свидетельствует о ее высокой операционной эффективности.

Рынку необходимо адаптироваться к новым условиям. Ввиду масштабных пертурбаций последнего времени рынку товаров для детей (как, впрочем, и другим) придется адаптироваться. Неопределенность в экономике снизит спрос на ряд категорий, а в других покупатели выберут товары из более дешевых. Перебои в логистике и волатильность рубля, скорее всего, приведут к росту затрат. Увеличение «параллельного импорта» может изменить систему поставок, где большую роль станут играть МСП, работающие с меньшими объемами. Эти структурные изменения могут повлечь риски для крупных игроков, которым придется адаптировать бизнес-модели к новым реалиям.

В этом году намечаются слабый рост и рентабельность, но их динамика должна улучшиться в среднесрочной перспективе. Мы предполагаем, что Детский мир удержит свои лидирующие позиции во многих сегментах и возобновит расширение сети в среднесрочной перспективе. Однако в ближайшем будущем на финансовые показатели негативное влияние окажет, скорее всего, слабевший спрос и дополнительные затраты, связанные с переналадкой логистики. В последнее время импорт резко просел под воздействием факторов как спроса, так и предложения, повлиявших на непродовольственную розницу вообще и на Детский мир в частности. В этом году компания, вероятно, существенно урежет капзатраты и приостановит расширение сети, что должно обеспечить положительный свободный денежный поток даже в сегодняшних условиях, хотя перспективы выплаты дивидендов остаются туманными.

Основные риски для наших прогнозов представляют неопределенность в экономике и усиление конкуренции со стороны интернет-продавцов. В более отдаленной перспективе главный риск для нашей модели — сокращение рыночной доли Детского мира под натиском онлайн-торговли и «параллельного импорта». Другой важный риск-фактор — общее состояние экономики, так как динамика экономического развития и располагаемых доходов может оказаться хуже наших допущений и подорвет спрос, тогда как волатильность валютных курсов может вылиться в более сильный рост затрат и цен на импортные товары, обеспечивающие значительную часть продаж. Наконец, не следует сбрасывать со счетов и тенденции в демографии, которые представляют отдаленные риски, так как емкость целевого рынка зависит от детского населения страны, а его численность почти не растет.

Динамика акций компании и индекса



Источники: Bloomberg, ИБ Синара

Тикер	DSKY RX
ISIN	RU000A0JSK90
Рейтинг	ПОКУПАТЬ
Рыночная капитализация, млрд руб.	51
Цена*, руб./акцию	69
Целевая цена, руб./акцию	88
Потенциал роста	27%

*Здесь и далее цены на 25.05.2022.

Источники: Московская биржа, ИБ Синара

Ключевые финансовые показатели

млрд руб.	2021	2022П	2023П	2024П
Выручка	164	172	214	250
ЕБИТДА (скорр.)	18	13	18	20
Чистая прибыль	11	6	9	11
Капзатраты	(4)	(6)	(8)	(9)
FCF	10	2	2	4
Чистый долг	25	23	26	30
Чистый долг/ЕБИТДА	1,4	1,8	1,5	1,5
Изменение выручки г/г	15%	5%	24%	17%
Рентабельность по ЕБИТДА (скорр.)	11%	7%	8%	8%
EV/ЕБИТДА	4,2	6,1	4,4	3,7
P/E	4,7	9,1	5,7	4,8

Источники: данные компании, ИБ Синара

Константин Белов
Старший аналитик
BelovKA@sinara-finance.ru

Инвестиционное заключение и оценка стоимости

Уникальное положение на рынке товаров для детей. Детский мир — ведущий в России ретейлер, специализирующийся на товарах для детей. Компания, узнаваемость бренда которой достигает 98%, работает сразу в нескольких форматах, включая традиционные сети «Детский мир», «Детмир», detmir.ru и «Зоозавр» (товары для домашних животных), а также онлайн-магазин. Положение Детского мира можно назвать уникальным, так как компания намного опередила всех прямых конкурентов и занимает 24% рынка детских товаров, тогда как на остальные розничные сети, работающие в том же сегменте, даже в сумме приходилось в 2020 г. только около 14%, и эта доля сокращалась в 2021 г.

Значительная доля прямого импорта должна уменьшить риски, связанные с поставками. Детскому миру, как крупному игроку на своем рынке, удалось наладить прямые отношения с зарубежными производителями, а также пополнить ассортимент большим количеством товаров собственных торговых марок (СТМ), что помогает уменьшить риски, связанные с колебаниями валютных курсов и сбоями в цепочках поставок, а также поддержать валовую рентабельность в условиях повышенной волатильности. Это может обеспечить и некоторые конкурентные преимущества в противостоянии с маркетплейсами и более мелкими игроками.

Доказывает способность конкурировать в Интернете. В прошлом году 31% выручки Детскому миру принесли цифровые каналы, где компания показала рост GMV на 39% г/г. Несмотря на усиление конкуренции со стороны маркетплейсов, таких как Яндекс, Ozon или Wildberries, которые, зачастую жертвуя сиюминутными финансовыми результатами, продолжают активно расширяться, Детский мир сохраняет за собой вторую позицию, демонстрируя способность успешно конкурировать на насыщенном рынке, не поступаясь при этом показателями прибыльности.

Фундаментальная ценность не отражена в текущих котировках. Для оценки стоимости Детского мира по фундаментальным показателям мы использовали метод DCF (WACC — 20,1%, темп роста в постпрогнозный период — 6%) и получили справедливую стоимость компании в 78 млрд руб., из которых 34% приходится на постпрогнозный период (после 2030 г.). С корректировкой на чистый долг на конец 2021 г. справедливая стоимость акционерного капитала составит 53 млрд руб. или 72 руб. в расчете на акцию. На горизонте до конца 2022 г. мы устанавливаем целевую цену по акциям эмитента на уровне 88 руб. за штуку, что предполагает 27%-ный потенциал роста с текущих ценовых уровней и рейтинг «Покупать» по акциям эмитента. Добавим, что в нашей модели компания оценивается по коэффициенту P/E 2023П на уровне 7,2, что на 25% ниже текущих оценок зарубежных компаний-аналогов.

Содержание

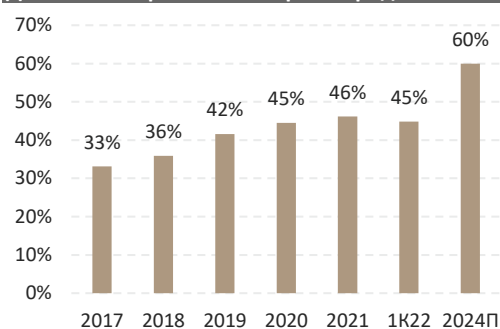
Инвестиционное заключение и оценка стоимости..... 2

Бизнес-модель доказала эффективность, но впереди новые сложные задачи..... 4

Долгосрочные перспективы зависят от конкурентоспособности в Интернете..... 5

Испытание на финансовую прочность..... 6

Доля СТМ и прямого импорта в продажах



Источник: данные компании

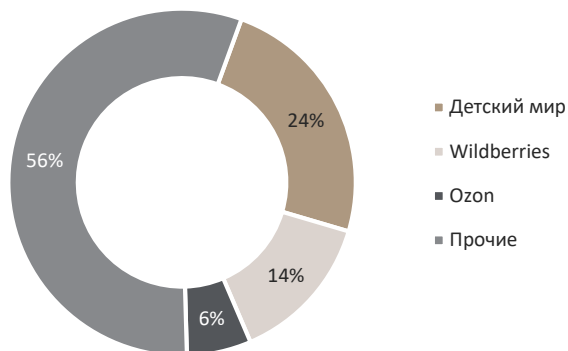
Детский мир: оценка стоимости по компаниям-аналогам

Компания	Страна	Цена, \$/акцию	Рыночная капитализация, \$ млн	EV, \$ млн	P/E 2021	EV/EBITDA 2021	P/E 2022П	EV/EBITDA 2022П	P/E 2023П	EV/EBITDA 2023П
Carter's, Inc.	США	75,4	3 037	3 893	9,1	6,8	8,6	6,7	8,2	6,6
RVRC Holding AB	Швеция	71,2	822	821	36,7	29,9	27,8	21,4	23,8	18,3
EEKA Fashion Holdings Limited	Китай	11,4	1 021	1 083	10,7	4,5	9,2	3,9	8,3	3,7
Fawaz Abdulaziz AlHokair Company	Саудовская Аравия	13,0	728	2 330	н/п	83,5	35,0	8,6	16,5	7,7
Zhejiang Jasan Holding Group Co Ltd	Китай	10,6	626	757	20,1	13,0	13,7	10,1	11,0	8,5
JNBY Design Limited	Китай	8,1	537	413	6,3	3,1	6,3	2,6	5,2	2,3
Медиана					10,7	9,9	11,4	7,7	9,6	7,2
Детский мир	Россия	1,2	861	1 284	4,7	4,2	9,1	6,1	5,7	4,4
Дисконт ДМ к аналогам					-56%	-57%	-21%	-21%	-41%	-39%

Источник: ИБ Синара

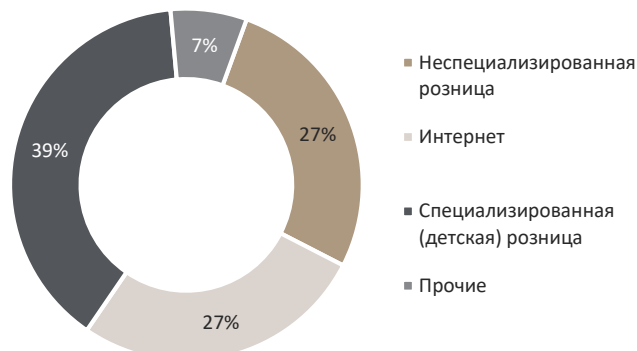
КЛЮЧЕВЫЕ ДИАГРАММЫ

Доли игроков на российском рынке товаров для детей (2021 г.)



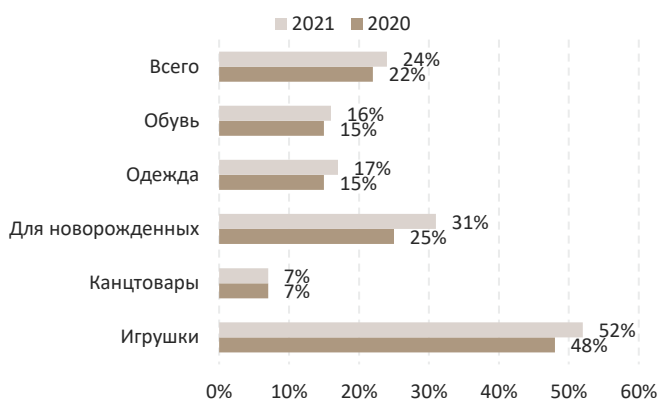
Источники: данные компании, Ipsos Comcon, СПАРК, Data Insight

Структура продажи товаров для детей по каналам (2021 г.)



Источники: данные компании, Ipsos Comcon, СПАРК, Data Insight

Рыночная доля Детского мира в 2021 г. по категориям



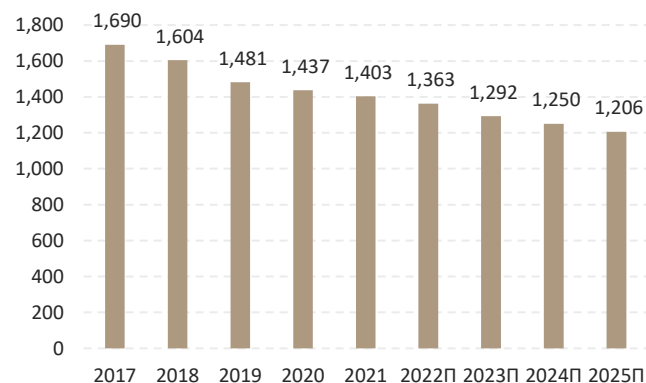
Источник: данные компании

Структура российского рынка товаров для детей



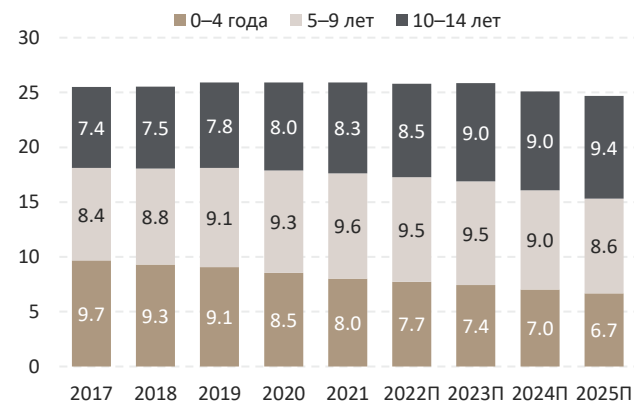
Источники: данные компании, Ipsos Comcon, NPD Group

Число родившихся в России, млн чел.



Источники: Ipsos Comcon, МВФ

Структура населения России в категории 0–14 по возрастам, млн чел.



Источники: Ipsos Comcon, МВФ

Бизнес-модель доказала эффективность, но впереди новые сложные задачи

Развитая сеть, разные форматы

На конец прошлого года розничная сеть компании насчитывала 1119 точек, включая 895 магазинов «Детский мир» в России и Казахстане, 21 магазин «Детмир» в Беларуси, 110 мини-магазинов detmir.ru и 93 магазина под вывеской «Зоозавр» с общей торговой площадью 980 000 м². Компания присутствует во всех федеральных округах кроме Северо-Кавказского, а также работает в Казахстане и Беларуси. Московский регион в прошлом году принес 27% общей выручки. В шести федеральных округах работают семь распределительных центров. Средняя площадь классического магазина — 1054 м², ассортимент — 20 000–30 000 позиций, средняя сумма покупки — 1210 руб. В магазинах меньшего формата detmir.ru средняя торговая площадь составляет уже 138 м², ассортимент включает около 2000 позиций при средней сумме чека в 856 руб. Почти все магазины (а именно 98%) расположены в крупных торговых центрах, где нередко являются «якорными» арендаторами с привлекательными условиями аренды.

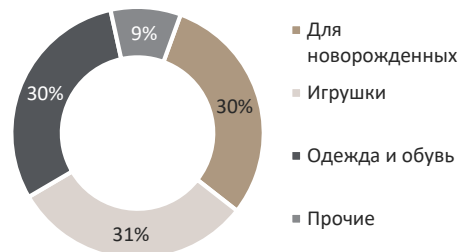
Значительная доля СТМ и прямой импорт — благоприятные для рентабельности и конкурентоспособности факторы

В структуре продаж Детского мира существенное место занимают товары собственных торговых марок и прямой импорт, что мы склонны отнести к значимым преимуществам компании: это положительно сказывается на показателях рентабельности, позволяет устанавливать конкурентоспособные цены и смягчает эффект от волатильности валютных курсов. Более того, в 2021 г. доля таких товаров в продажах выросла на 1,7 п. п. и достигла 46,2%, при этом в среднесрочной перспективе Детский мир нацеливается довести ее до 60%. Мы полагаем, масштабы компании создадут Детскому миру хороший плацдарм, чтобы сохранить это преимущество.

Заграничная экспансия вряд ли существенно увеличит стоимость

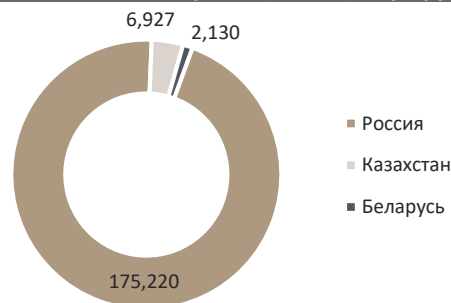
Детский мир, в отличие от большинства крупных российских ретейлеров, нацеливается на международную экспансию в стремлении капитализировать узнаваемость бренда во всех странах бывшего СССР. Детский мир занял в своем сегменте ведущие позиции в Казахстане и развивал сеть в Беларуси, где на конец прошлого года насчитывалось 45 и 21 магазин соответственно. Впрочем, вклад зарубежного бизнеса в деятельность компании остается относительно небольшим: в прошлом году их доля в общей выручке составила всего 7% и 5%. Мы предполагаем, что и дальнейшем масштабы работы за пределами России останутся ограниченными, и обращаем внимание на риски, ведь российские компании розничной торговли до сих пор не могут похвастаться серьезными успехами в международной экспансии.

Структура выручки по категориям (2021 г.)



Источник: данные компании

Показатель GMV по странам (2021 г.), млрд руб.



Источник: данные компании

Доля СТМ и прямого импорта по категориям продаж



Источник: данные компании

Общие, коммерческие и административные расходы (после корректировок) в процентах к выручке от реализации



Источник: данные компании

Количество магазинов сети



Источник: данные компании

Торговая площадь, тыс. м2



Источник: данные компании

Долгосрочные перспективы зависят от конкурентоспособности в Интернете

Крупные игроки онлайн-торговли энергично наращивают долю рынка

Детскому миру удалось переиграть всех участников, специализирующихся на розничной торговле товарами для детей в России, но главную угрозу сейчас представляют не они. Суммарная доля всех розничных сетей детских товаров в стране сократилась с 40% в 2017 г. до 39% в 2020 г., тогда как доля электронной торговли (без учета интернет-продаж самих традиционных ретейлеров) увеличилась за тот же период с 10,1% до 27%. Доля продуктовых магазинов и неспециализированной розницы уменьшилась с 39% до 27%. Эта тенденция, по нашему мнению, сохранится в среднесрочной перспективе. Особенно заметную роль играет интернет-гигант Wildberries: в прошлом году его общие продажи (GMV) в категории товаров для детей взлетели на 63% г/г, достигнув 115,7 млрд руб., что позволяет оценить долю рынка в 16%. Впрочем, по различным группам товаров доли могут существенно отличаться: например, неспециализированные сети занимают более прочное положение в таких подкатегориях, как детское питание и подгузники, тогда как интернет-игроки отхватили больший кусок в сегменте одежды и игрушек.

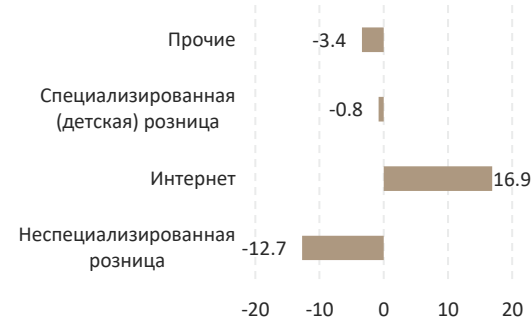
В 2021 г. вклад онлайн-продаж в выручку Детского мира составил 30%

Детский мир увеличил в 2021 г. выручку от продаж через Интернет на 39% относительно 2020 г. Она составила 55 млрд руб. (30,8% в общей выручке), при этом 86% пришлось на покупки с самовывозом, остальное — на курьерскую доставку. Количество заказов достигло 34,3 млн (+41% г/г), число активных пользователей в месяц (MAU) — 4,1 млн (в 4K21). Компания также реализует проект маркетплейса, но его вклад в выручку остается весьма скромным, всего 6,3% в 2021 г. Детский мир ставит целью довести в среднесрочной перспективе долю онлайн-продаж до 45% от общей выручки, что нам представляется вполне реализуемым.

Маркетплейсы могут оказаться уязвимыми в сегодняшних реалиях

Развитие ситуации в последнее время и нестабильность условий работы означают существенные риски для операционных и финансовых результатов Детского мира. С другой стороны, это же может помочь компании удержать долю рынка, так как ее бизнес-модель, на наш взгляд, более устойчива по сравнению с маркетплейсами, которые пока слишком зависимы от способности владельцев вкладывать огромные средства в завоевание доли рынка в ущерб краткосрочным финансовым результатам. Следствием сложившейся на сегодня ситуации стали значительно возросшая неопределенность в отношении более отдаленных перспектив рынка, удорожание финансирования и необходимость придерживаться более осторожного подхода в вопросах ликвидности, что в совокупности отнюдь не способствует реализации долгосрочных рискованных проектов. В части затрат «чисто технологические» компании могут столкнуться с новыми рисками, например значительного увеличения затрат на персонал (на

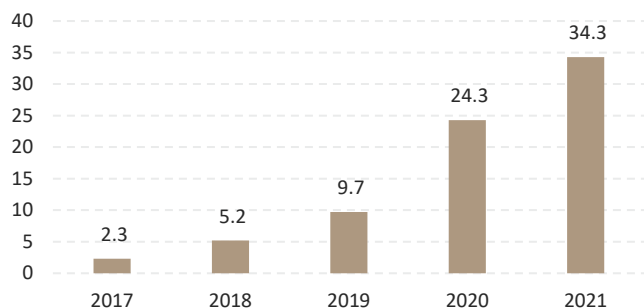
Изменение рыночной доли по каналам продаж с 2017 по 2021 г., п. п.



Источник: данные компании

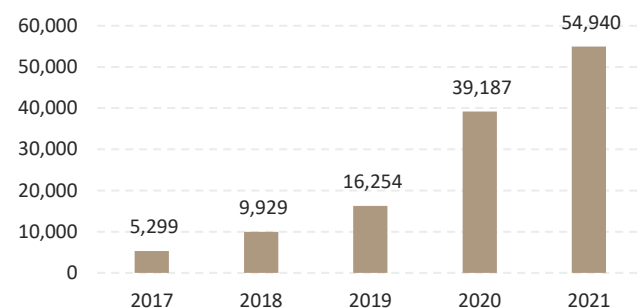
них приходится большая часть всех расходов), что заставит их по-новому посмотреть на целесообразность как минимум некоторых проектов. Бизнес Детского мира уже достаточно развит и способен генерировать прибыль и без дальнейших активных инвестиций в его развитие.

Количество онлайн-заказов, млн



Источник: данные компании

Онлайн-продажи Детского мира в России, млн руб.



Источник: данные компании

Испытание на финансовую прочность

Сильные финансовые результаты, но замедление роста выручки в последние два квартала — повод задуматься

В последние несколько лет Детскому миру удавалось не только поддерживать высокие темпы роста выручки, но и показывать высокую по всем отраслевым меркам рентабельность. Однако самые свежие операционные результаты не выглядели убедительными. В частности, в 2019 г. показатель GMV вырос на 15% г/г, в 2020 г., под воздействием COVID-19, — на 11%, а в 2021 г. рост опять ускорился до 17% г/г, и компания по GMV вышла на уровень 184 млрд руб. Однако в 4К21 увеличение GMV составило всего 8,3% г/г, что вообще-то сопоставимо с уровнем потребительской инфляции. А если учесть, что это значение именно четвертого квартала, который обычно обеспечивает ~30% годовой выручки Детского мира, то такое замедление может вызвать серьезные опасения. В 1К22 невыразительная динамика сохранилась: компания показала рост по GMV лишь на 7,6% г/г. Отчасти такое торможение может быть связано с коронавирусными ограничениями, однако другим значимым фактором могло быть усиление конкуренции со стороны интернет-ритейлеров. А поскольку негативные последствия резкого обострившейся в последнее время ситуации в геополитике носили в 1К22 еще ограниченный характер, то риски для роста выручки в оставшиеся до конца года кварталы нам представляются высокими.

Скорректированный показатель EBITDA вырос в 2021 г. на 6,2% г/г и составил (по МСФО 17) 18 млрд руб. при рентабельности по EBITDA на уровне 11,0% (-0,9 п. п. к 2020 г.). Однако в 4К21 и 1К22 уже было зафиксировано снижение EBITDA на 22% и 14% г/г соответственно. Детский мир продолжает расширяться, вкладываясь в развитие интернет-продаж, в связи с чем капзатраты в прошлом году достигли 5,2 млрд руб. или 3,2% выручки, что по-прежнему обеспечивало солидный свободный денежный поток, который, теоретически, позволял выплатить довольно хорошие дивиденды, если бы не ухудшение рыночной конъюнктуры. Не вызвали опасений и балансовые показатели: на конец 2021 г. чистый долг компании составлял 25 млрд руб., а его отношение к EBITDA за тот же год — 1,4 (по МСФО 17), что представляется вполне приемлемым.

Выплата дивидендов в этом году не гарантирована, но с высокой вероятностью продолжится в среднесрочной перспективе

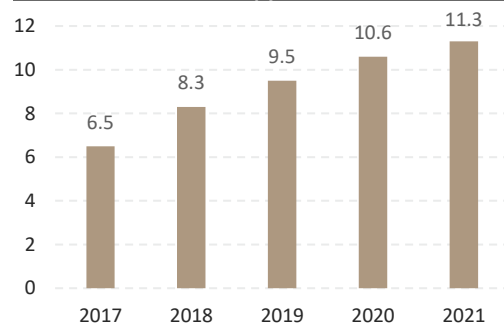
В прежние времена бизнес-модель, не отягощенная активами, и высокие показатели доходности капитала позволяли выплачивать привлекательные дивиденды. Однако компания пока не сообщала о планах делиться прибылью с акционерами по итогам 2021 г. Даже если она не выплатит дивиденды в этом году, нам такое решение представлялось бы оправданным в свете сегодняшней непростой ситуации, когда потребности в оборотном капитале, скорее всего, возрастут в период адаптации и самой компании, и экономики к новым реалиям. Отказ от выплаты дивидендов снизил бы, конечно, привлекательность

Динамика продаж LfL Детского мира в России

	2017	2018	2019	2020	2021	1К21
Продажи	7,2%	4,3%	6,8%	4,0%	4,9%	-3,0%
Кол-во покупок	12,2%	6,9%	7,9%	-1,4%	3,4%	-14,3%
Средний чек	-4,4%	-2,4%	-1,0%	5,4%	1,5%	13,1%

Источник: данные компании

Выплата дивидендов, руб./акцию



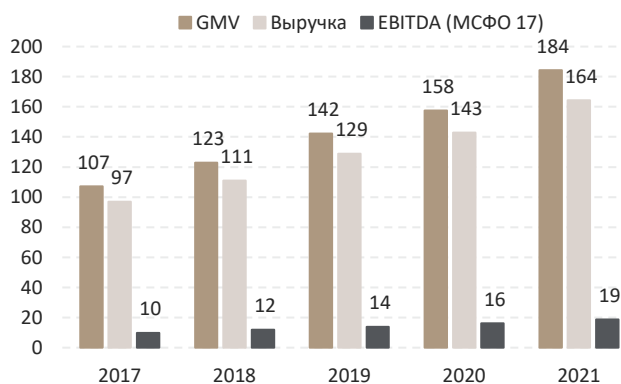
Источник: данные компании

акций Детского мира в глазах потенциальных инвесторов, но мы полагаем, что компания в любом случае вернется к практике выплаты, хотя пока сложно говорить о сроках. Если судить по структуре акционеров, у Детского мира нет контролирующего акционера, а в свободном обращении на конец прошлого года находилось 70% всех размещенных акций. Более того, эта доля могла с тех пор увеличиться, так как свое участие в капитале сократили по крайней мере два крупных акционера — Altus Capital и Storale Investments. Очень значительная доля акций в свободном обращении, хорошие денежные потоки и сильный баланс создают, по нашему мнению, крепкую базу для получения приличных доходов от инвестиций в бумаги компании за счет дивидендных выплат или выкупа компанией собственных акций, однако возобновление выплаты дивидендов возможно только после прояснения ситуации на рынке и в экономике. Действующая дивидендная политика предполагает выплату по меньшей мере 50% чистой прибыли, хотя на самом деле компания в последние годы выплачивала больше (84–94% чистой прибыли по МСФО 17 за 2017–2020 гг.). Кроме того, в феврале она объявила о программе выкупа акций на сумму до 3,3 млрд руб. (~7% рыночной стоимости бумаг в свободном обращении на тот момент), что должно оказать поддержку котировкам ее акций.

На ближайшие годы прогнозируем умеренный рост сети

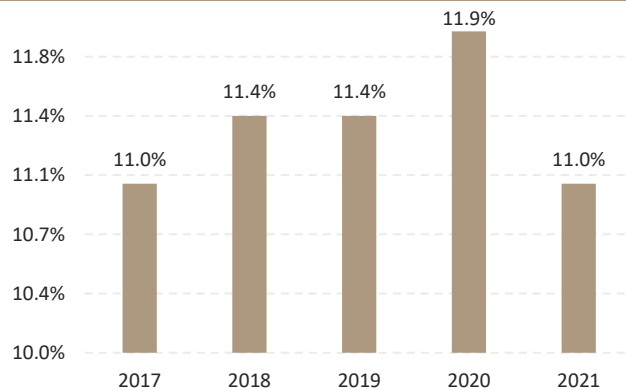
Мы прогнозируем, что в этом году Детский мир покажет относительно слабые результаты, поставив по большому счету на паузу открытие новых магазинов, а далее, в среднесрочной перспективе, расширение сети, скорее всего, пойдет умеренными темпами. Наши прогнозы предполагают падение ВВП в этом году на 8% и только очень скромный восстановительный рост в последующие годы, что негативно скажется на спросе на товары для детей, тогда как возросшая стоимость финансирования сделает доходность вложений не такой привлекательной, как раньше. Еще одним фактором, сдерживающим рост, станет ужесточение конкуренции с онлайн-игроками и так называемым параллельным импортом. Мы, в частности, на период до 2025 г. прогнозируем рост сети до 1194 магазинов (+7%), общая торговая площадь которых достигнет 1 046 000 м². По нашим расчетам, темп роста выручки (CAGR 2022–2025) составит 13%, по большому счету повторяя динамику инфляции, а выручка к концу указанного периода достигнет 269 млрд руб., что соответствует доле рынка в 22% против 24% в прошлом году. Рентабельность по EBITDA, как мы предполагаем, в условиях ужесточения конкуренции снизится с нынешних уровней, но останется довольно неплохой по отраслевым стандартам. На 2022–2025 гг. мы прогнозируем среднюю рентабельность Детского мира по EBITDA на уровне 7,9% при EBITDA в 2025 г. в размере 21 млрд руб. (+18% к 2021 г.). В своих расчетах мы исходим из допущения, что капитальные затраты за тот же период составят в среднем 3,5% выручки от реализации.

Основные финансовые показатели, млрд руб.



Источник: данные компании

Рентабельность по скорректированной EBITDA



Источник: данные компании

Финансовая отчетность						
Отчет о прибылях и убытках, млрд руб.	2021	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Чистая выручка от реализации	164	172	214	250	269	285
Валовая прибыль	53	52	66	78	83	88
Общие, коммерческие и административные расходы	(34)	(43)	(53)	(62)	(67)	(71)
Прочие операционные расходы	2	-	-	-	-	-
ЕВИТДА (МСФО 17)	18	13	18	20	22	23
Износ и амортизация (МСФО 17)	3	4	4	4	6	6
ЕВИТ	21	16	22	25	27	29
Процентные расходы	(4)	(2)	(3)	(3)	(4)	(4)
Прибыль до налогообложения	13	7	11	13	13	13
Налоги на прибыль	(2)	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
Расходы на долю меньшинства						
Чистая прибыль акционерам	11	6	9	11	10	10

Балансовый отчет, млрд руб.						
	2021	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Всего оборотные активы	64	65	80	93	100	108
Денежные средства и краткосрочные вложения	4	3	2	2	2	4
Чистые основные средства	12	13	17	21	25	29
Всего активы	118	129	159	186	203	219
Всего текущие обязательства	70	65	77	89	96	102
Краткосрочный долг и текущая часть долгосрочного долга	14	6	5	4	5	6
Долгосрочный долг	15	19	23	27	32	38
Всего капитал акционеров	0,09	6	10	12	13	14
Доля меньшинства						
Всего обязательства и капитал акционеров	118	129	159	186	203	219
Чистый долг	25	23	26	30	35	40
Корректировки EV		65	80	93	100	108

Отчет о движении денежных средств, млн руб.						
	2021	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Денежные средства от основной деятельности	20	12	14	18	20	21
Чрезвычайные статьи						
Изменение оборотного капитала	(10)	(1)	(3)	(3)	(1)	(1)
Чистый операционный денежный поток	14	9	10	12	14	15
Капитальные затраты	(4)	(6)	(8)	(9)	(9)	(10)
Свободный денежный поток	10	2	2	4	5	5
Чистые денежные средства от инвестиционной деятельности	(5)	(6)	(8)	(9)	(9)	(10)
Дивиденды выплаченные	(8)	-	(5)	(8)	(10)	(9)
Изменение долга	10	(4)	3	4	5	6
Чистые денежные средства от финансовой деятельности	(6)	(4)	(3)	(4)	(4)	(3)

Источник ИБ Синара

Модель оценки стоимости по методу DCF									
млрд руб.	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
ЕВИТ	16	22	25	27	29	30	30	31	33
ЕВИТ после уплаты налогов	17	13	17	20	22	23	24	24	25
(+) Износ и амортизация	4	4	4	6	6	6	6	7	8
(-) Изменение оборотного капитала	-1	-3	-3	-1	-1	-1	-1	-1	-1
(-) Капзатраты	-6	-8	-9	-9	-10	-12	-13	-14	-15
FCFF	10	10	13	16	17	18	17	17	18
Дисконтированный FCFF	8	7	7	8	7	6	5	4	26
Терминальная стоимость (PV)	26								
Справедливая стоимость (EV)	78								
Справедливая рыночная капитализация	53								
Целевая рыночная капитализация через 12 месяцев	65								
Целевая цена через 12 месяцев, руб./акцию	88								
Потенциал роста	27%								
								«Бета» с учетом заемных средств	1,1
								WACC	20,1%
								Темп роста в постпрогнозный период	6%

Источник: ИБ Синара

Аналитический департамент

Sinara_Research@sinara-finance.ru

Директор департамента

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Макроэкономика

Сергей Коныгин

KonyginSS@sinara-finance.ru

Рынок облигаций

Александр Афонин

AfoninAK@sinara-finance.ru

Александр Гайда

GaidaAS@sinara-finance.ru

Рынок акций США

Сергей Вахрамеев

VahrameevSS@sinara-finance.ru

Ирина Фомкина

FomkinaIA@sinara-finance.ru

Нефть и газ

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Кирилл Бахтин

BakhtinKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Металлургия

Дмитрий Смолин

SmolinDV@sinara-finance.ru

Технологии, телекоммуникации, ретейл

Константин Белов

BelovKA@sinara-finance.ru

Девелопмент, удобрения, транспорт, электроэнергетика

Анастасия Егазарян

EgazaryanAA@sinara-finance.ru

Стратегия

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Группа выпуска

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Станислав Захаров

ZakharovSV@sinara-finance.ru

Инна Драч

DrachIG@sinara-finance.ru

Трой МакГраф

McGrathTD@sinara-finance.ru

Финансовый сектор

Ольга Найдёнова

NaidenovaOA@sinara-finance.ru

© 2022, ПАО Банк Синара. Настоящий материал является собственностью ПАО Банк Синара (Банк) и не может быть использован в каких-либо целях (в т. ч. посредством цитирования или ссылки в средствах массовой информации) без письменного согласия Банка. Использование информации из настоящего материала полностью или частично, в т. ч. копирование, заимствование, компиляция, цитирование в коммерческих целях, возможно только на договорной основе с Банком. Любые ссылки на настоящий материал или его часть, а также упоминание факта проведения Банком того или иного аналитического исследования запрещены без согласия Банка.

Настоящий материал подготовлен ПАО Банк Синара исключительно в информационных целях и только для его получателя. Передача третьим лицам без письменного согласия ПАО Банк Синара запрещена.

Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) получателя материала. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является задачей получателя настоящего материала. ПАО Банк Синара не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения либо невозможности совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, и не рекомендует использовать настоящий материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Суждения о ценных бумагах и производных финансовых инструментах, содержащиеся в настоящем материале, носят предположительный характер и не могут рассматриваться или быть использованы в качестве предложения или побуждения сделать заявку на покупку или продажу либо вложение в ценные бумаги или другие финансовые инструменты, выражены с учетом рыночной ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событий на дату выхода материала без обязательства их последующего обновления. Иностранные финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, могут быть не квалифицированы в качестве ценных бумаг в соответствии с законодательством РФ. Информация об иностранных финансовых инструментах, содержащаяся в настоящем материале, не может использоваться получателями, не соответствующими критериям для признания квалифицированным инвестором в соответствии с законодательством РФ. ПАО Банк Синара не несет ответственности за достоверность, точность и полноту содержащейся в настоящем материале информации, полученной из публичных источников.

Операции с финансовыми инструментами связаны с риском. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем. Настоящий материал не является офертой, предложением делать оферты. Не является рекламой ценных бумаг, иных товаров и (или) услуг.

Настоящий материал подлежит распространению исключительно на территории РФ. Распространение и копирование материалов разрешено при условии указания ссылки на источник. Изменение материала и (или) его части не допускается без получения предварительного письменного согласия ПАО Банк Синара. Дополнительная информация предоставляется на основании адресного запроса. Распространение без согласия ПАО Банк Синара в любой форме является нарушением условий получения материала и влечет ответственность, предусмотренную законодательством РФ.

До выхода настоящего материала его содержание не раскрывалось эмитентам ценных бумаг, упомянутым в материале.

При оценке финансовых инструментов и эмитентов ценных бумаг в настоящем материале были использованы следующие методы и предпосылки для оценки: метод дисконтированных денежных потоков, сравнительно-сопоставительный анализ и (или) дисконтированная дивидендная либо купонная модель. В случае использования в настоящем материале рейтинговых оценок такие оценки предполагают следующее возможное отклонение прогнозной цены ценной бумаги от цены, использованной при оценке, на горизонте 12 месяцев: «Покупать» > 5% + расчетная стоимость собственного капитала эмитента, 5% + расчетная стоимость собственного капитала эмитента > «Держать» > расчетная стоимость собственного капитала эмитента, «Продать» < расчетная стоимость собственного капитала эмитента.

Инвестиционный Банк Синара (ИБ Синара) — зарегистрированный товарный знак, под которым ПАО Банк Синара оказывает инвестиционные услуги на фондовом и денежном рынках.

ПАО Банк Синара

Генеральная лицензия ЦБ РФ №705 от 28 февраля 2022 года на осуществление банковских операций.

Лицензия ЦБ РФ №705 от 28 февраля 2022 года на осуществление операций с драгоценными металлами.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №065-08840-100000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России. Без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №065-08844-010000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России. Без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №065-14099-000100 от 19 августа 2021 г. Выдана Банком России. Без ограничения срока действия.