



## Fix Price: драйверы после IPO

За почти неделю торгов на Мосбирже с 10 марта (GDR на LSE начали торговаться ранее) стоимость Fix Price снизилась с цены IPO на 1,5%. Бумаге предстоит стать новой голубой фишкой компаний ретейла. Мы видим следующие драйверы роста:

- начало широкого покрытия акции банками-андеррайтерами (апрель - май);
- публикация квартальных финансовых результатов (1K21 в апреле-мае);
- комментарии о темпе географического расширения сети (1K21 в апреле - мае);
- дивиденды за 2021 г. (по итогам года, хотя не исключены промежуточные выплаты);
- статистика по инфляции (растущая, поддержит средний чек в ретейле);
- рост нефти и рубля, снижение стоимости импортных товаров Fix Price (в течение года);
- возвращение интереса инвесторов к ретейл-сектору (повышательная динамика марта);
- включение Fix Price в индексы от Мосбиржи до MSCI (в течение года).

Основываясь на оценке на основе мультипликаторов, мы видим потенциал роста в 13%.

### АКЦИЯ ТОРГУЕТСЯ ЧУТЬ НИЖЕ ЦЕНЫ РАЗМЕЩЕНИЯ

С 10 марта GDR Fix Price подешевела на 1,5%. Для сравнения, котировки двух крупнейших ретейлеров, Магнита, X5 выросли: +5,8%, +4,2%, а М.Видео и Детского мира - снизились на 9,6% и 4,3% соответственно. Стоит отметить, что бумаги традиционных ретейлеров находились под давлением на протяжении нескольких месяцев и начали возвращаться на радары инвесторов с марта. После IPO Ozon и ряда технологичных компаний на американском рынке инвесторы привыкли к резко повышательной динамике после размещения. Мы рассмотрели результаты IPO и факторы, влияющие на бумагу в среднесрочной перспективе.

### ХОРОШИЙ ЗНАК - ВЫСОКИЙ СПРОС В ХОДЕ IPO...

Объем размещения на фоне высокого спроса был увеличен примерно на 5%, с 170 млн до 178,37 млн GDR. При условии реализации опциона (26,75 млн GDR) сумма привлеченных в ходе IPO средств составит \$2 млрд, при free-float около 24,1%. Книга была подписана в первый же день, что предопределило размещение по верхней границе (\$9,75/акция), по данным Интерфакса. Спрос на акции Fix Price сделал IPO рекордным по объему привлечения с размещения Русала в 2010 г. На инвесторов из США пришлось 40% спроса (в силу того, что им хорошо знакома бизнес-модель магазинов фиксированных цен), из Великобритании - 33%, из России - не более 10% по данным Интерфакса.

Компания, акционеры взяли на себя обязательство полугодичного lock-up, а топ-менеджмент обязуется не продавать акции в течение года.

#### ...ПРИ НАЛИЧИИ ЗНАЧИМЫХ ЯКОРНЫХ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ

Объем вложений якорных институциональных инвесторов - суверенного фонда Катара, QIA, BlackRock, GIC и APG - составил \$0,5 млрд. Список якорных инвесторов, на наш взгляд, характеризует и саму бумагу Fix Price, как средне- и долгосрочную инвестицию.

#### НОВОЙ ГОЛУБОЙ ФИШКЕ РЕТЕЙЛА - БЫТЬ!

Характеристики акции стоимости (value stock) при высоких темпах роста (growth story) Учитывая высокие показатели прибыльности компании (выше рынка), низкий уровень долга, нацеленность на выплату дивидендов, бумаге присущи характеристики value stock, при этом темпы роста компании сопоставимы с акциями роста, что и делает ее уникальным активом, который, на наш взгляд, будет пользоваться спросом, прежде всего, у институциональных инвесторов на протяжении следующих нескольких лет.

Признание инвесторами уникальных характеристик может быть постепенным Публикация финансовых результатов, объявление дивидендов будет постепенно повышать интерес к бумаге. Можно напомнить, что результаты за 2020 г. оказались в числе самых впечатляющих в российском ретейле, и есть все основания полагать, что тренд продолжится еще в следующие два-три года. У компании есть все шансы стать голубой фишкой российского ретейла.

#### FIX PRICE VS РЕТЕЙЛ-КОМПАНИИ РОССИИ

	Капитализация, \$ млрд	Капитализация free-float, \$ млрд	Среднедневной объем торгов, \$ млн
Fix Price	8,2	2,0	29,9
Магнит	7,7	5,2	30,1
X5	9,6	3,9	22,3
Детский Мир	1,3	1,0	6,7
М.Видео	1,8	0,4	14,7

Источник: ITI Capital

#### УЖЕ ЗНАЧИТЕЛЬНЫЙ ОБЪЕМ ТОРГОВ

Исключая первые дни торговли на Лондонской бирже (LSE), средний объем торгов с 10 марта составил \$30 млн против \$30 млн и \$22 млн у Магнита и X5 и против, соответственно, \$15 млн и \$7 млн - у М.Видео и Детского мира.

## КАПИТАЛИЗАЦИЯ НА УРОВНЕ МАГНИТА И X5

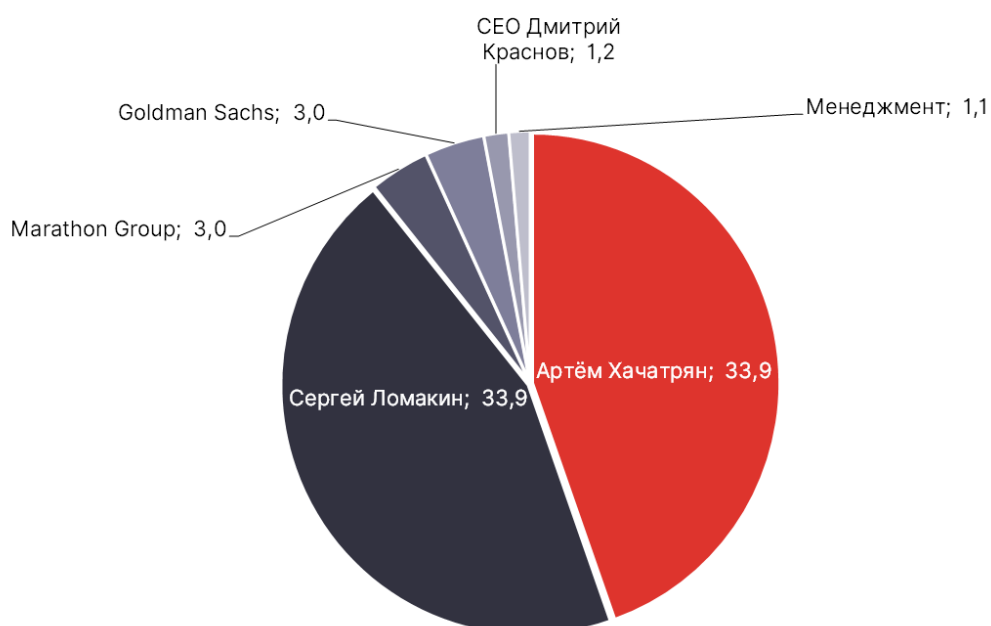
Fix Price (\$8,2 млрд, free-float 24%) сравнима с капитализацией Магнита (\$7,6 млрд, 68%), X5 (\$9,6 млрд, 41%) и значительно превосходит капитализацию М.Видео (\$1,8 млрд, 20%), Детского Мира (\$1,4 млрд, 75%).

## FREE-FLOAT, ВЕРОЯТНО, БУДЕТ РАСТИ

После истечения периода lock-up в сентябре 2021 г. доразмещение акций ретейлера вполне возможно, учитывая, что продающими акционерами в ходе IPO были основатели компании, что может оказать негативное влияние на динамику акций. С другой стороны, увеличение free-float, при прочих равных, должно позитивно сказываться на весе в индексе и уровне ликвидности бумаги.

Основатели сети Артем Хачатрян и Сергей Ломакин в ходе IPO сократили свои пакеты до 33,9% с 41,7% каждый, гендиректор Дмитрий Краснов - до 1,22% с 1,52% Goldman Sachs Group - до 2,95% с 4%, Marathon Group - до 2,98% с 9,94%, по данным Интерфакса.

## СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ FIX PRICE



Источник: ITI Capital

## НЕПЛОХИЕ ПЕРСПЕКТИВЫ ВКЛЮЧЕНИЯ В ИНДЕКС MSCI

В перспективе полугода можно начать говорить о включении акции в индекс MSCI Russia с ноября 2021 г. Учитывая капитализацию \$8,2 млрд,

потенциальный free-float 24%, можно говорить о весе в индексе в 0,7%, что сопоставимо с такими компаниями, как Московская биржа, ВТБ, Фосагро, Mail, Сургутнефтегаз и НЛМК. Общий объем дополнительных средств может составить около \$100 млн против среднего оборота на LSE около \$12 млн и \$18 млн на Мосбирже.

## ДИВИДЕНДЫ БУДУТ ПОСТЕПЕННО РАСТИ

Целевой коэффициент выплат компании - минимум 50% чистой прибыли по МСФО. Учитывая достаточность свободного денежного потока для финансирования географической экспансии и быструю оборачиваемость инвестированных средств в новые магазины, компания продолжит придерживаться политики низкой долговой нагрузки, ориентируясь на уровень долга ниже 1x чистый долг/EBITDA по МСФО 17. Совет директоров намерен регулярно рассматривать вопрос по дивидендам. Fix Price объявил дивиденды в 2020 г. - 32,6 млрд руб., в 2019 г. - 13,7 млрд руб., в 2018 г. - 6,6 млрд руб. Чистая прибыль выросла на 33,4% г/г в 2020 г., до 17,5 млрд. Основные акционеры по-прежнему владеют значительными пакетами и заинтересованы в росте капитализации компании, в том числе за счет ее позиционирования как дивидендной истории.

## ШИРОКОЕ АНАЛИТИЧЕСКОЕ ПОКРЫТИЕ УВЕЛИЧИТ ИНТЕРЕС К БУМАГЕ

Экономика дискаунтера не так хорошо знакома европейским инвесторам. Этот пробел будет постепенно устраняться с ростом освещения деятельности компании. Значительная капитализация, ожидание дополнительных размещений акций будут только подстегивать интерес со стороны инвестиционных компаний. Организаторами IPO выступили BofA Securities, Citigroup, J.P. Morgan, Morgan Stanley и ВТБ Капитал. Практика показывает, что аналитического покрытия от банков-андеррайтеров можно ожидать в течение месяца-двух после IPO.

## УДАЧНЫЙ МОМЕНТ ДЛЯ БИЗНЕСА

### СВОЕВРЕМЕННАЯ СТАВКА НА МОДЕЛЬ НИШЕВОГО ДИСКАУНТЕРА...

На успех бизнеса компании благоприятно влияет текущий экономический кризис и структурный сдвиг в поведении потребителей в сторону экономного ретейла. Стоимость около 80% товаров в ассортименте составляла менее 100 руб. Бизнес-модель компании, ориентированная на низкие цены, основана на двух базовых принципах: (i) эффективная сегментация рынка, включая "умный" подход к предложению клиентам товаров и цен, ставка на целевую аудиторию (женщины, пенсионеры, малообеспеченные потребители) и (ii) эффективность операций с высокой степенью стандартизации и автоматизации для контроля затрат, минимизация оборотного капитала.

## ...И "УВЛЕКАТЕЛЬНЫЙ ШОППИНГ"

Стратегия компании в отношении ассортимента основана на постоянном обновлении предложения. Ассортимент компании призван удивлять покупателей и поощрять повторные посещения магазинов, что и стимулирует рост сопоставимых продаж (lfl) ретейлера, который в 2020 г. составил более 15% по сравнению с в разы более медленным ростом продаж сопоставимых российских ретейлеров.

- **Дешевые товары первой необходимости и трафик якорных потребителей**  
Исторически сложилось так, что потребительские/обычные товары выступают драйверами трафика, так как это продукты, в которых люди нуждаются постоянно. На такие продукты также делают ставку классические ретейлеры-дискаунтеры.
- **Продажи непродовольственных товаров - основной драйвер рентабельности.**  
Непродовольственные "сопутствующие" товары и определяют более высокую валовую рентабельность.

## ГЕОГРАФИЧЕСКАЯ ЭКСПАНСИЯ - ФАКТОР РОСТА. ДОЛЖНА УСКОРИТЬСЯ

Число магазинов Fix Price, включая магазины, работающие по франшизе, увеличилось с 2477 в 2017 г. до 4167 в конце 2020 г. В 2020 г. было открыто 655 магазинов (включая магазины, работающие по франшизе), что является рекордом - в среднем за год открывалось 563 магазина. Учитывая замедление роста экономики, у компании есть все возможности для дальнейшего расширения. Потенциал VVR-рынка (дискаунтеров с фиксированными ценами) в России исчисляется 11,7 тыс. магазинов и 3,8 тыс. магазинов на рынках стран бывшего СССР. Ситуация на рынке аренды помещений благоприятна для Fix Price в силу продолжающегося экономического кризиса и большого количества потенциальных площадей формата магазинов Fix Price.

## НЕ САМЫЙ УДАЧНЫЙ МОМЕНТ ДЛЯ АКЦИИ?

### АКЦИИ РЕТЕЙЛЕРОВ ПОКА "НЕ В МОДЕ" У МАССОВОГО СЕГМЕНТА РЫНКА

С ноября 2020 инвесторы переключились с IT-акций и ретейлеров на циклические бумаги (производителей сырьевых товаров, металлургические и горнодобывающие компании). Как и ожидалось, в ходе IPO Fix Price мы не увидели ажиотажа среди частных инвесторов. Судя по динамике акций, не исключено, что интерес к акциям ретейл-компаний начал возвращаться с начала марта.

### FIX PRICE - ЛИДЕР ПО ТЕМПАМ РОСТА И ЭФФЕКТИВНОСТИ

Продажи выросли на 31% в 2019 г. и на 33% - в 2020 г. CAGR продаж в 2020-2023 гг. прогнозируется на уровне 24% по сравнению со средними 10% у сопоставимых международных VVR-компаний и у российских ретейлеров. Рентабельность по EBITDA в соответствии с МСФО 17 в 2020 г. составила 15%

по сравнению с рентабельностью международных VVR-ритейлеров в 10,5%. Рентабельность по EBITDA в соответствии с МСФО 16 в 2020 г. составила 19,4% по сравнению с рентабельностью отечественных ритейлеров в 10,9%. Средняя капиталоотдача на один новый магазин составила 160% в течение 2020 г.

## ОЦЕНКА FIX PRICE

	2021П	2022П	CAGR 2020-2023 гг.
<b>Финансовые показатели Fixed Price (₽ млрд)</b>			
Продажи	241	300	24%
EBITDA IAS 17	37	48	32%
EBITDA МСФО 16	47	60	24%
Чистая прибыль	25	31	31%
<b>Мультипликаторы сопоставимых VVR-компаний</b>			
EV/продажи	2,3	2,0	10%
EV/EBITDA	19,4	15,4	13%
P/E	19,2	25,6	13%
<b>Акциионная стоимость Fixed Price (₽ млрд)</b>			
по EV/продажи	597	657	
по EV/EBITDA	757	800	
по P/E	471	805	
<b>Средняя акционерная стоимость (₽ млрд)</b>	<b>681</b>		
<b>Средняя акционерная стоимость (\$ млрд)</b>	<b>9,2</b>		

Источник: ITI Capital

## РЫНОК ЕЩЕ ДОЛЖЕН АДАПТИРОВАТЬСЯ К БОЛЕЕ ВЫСОКИМ МУЛЬТИПЛИКАТОРАМ РЕТЕЙЛ-КОМПАНИИ: ВЫСОКИЕ ТЕМПЫ РОСТА И ДОХОДНОСТЬ ЗАСЛУЖИВАЮТ БОЛЕЕ ВЫСОКОЙ ОЦЕНКИ

Финансовый мультипликатор есть функция от темпов роста и доходности инвестиций - показатели, по которым у Fix Price мало конкурентов не только в России, но в мире. Мы применили соответствующие мультипликаторы EV/продажи, EV/EBITDA и P/E международных VVR-компаний, средние показатели МСФО 17 для 2021П и 2022П, и пришли к усредненной оценке акционерного капитала в размере **₽681 млрд, или \$9,2 млрд**, что подразумевает 13% роста к текущей оценке. Мы рассматриваем данную оценку как консервативную, поскольку Fix Price заслуживает премию к мультипликаторам сопоставимых компаний, так как по росту и прибыльности российский ритейлер их опережает.

Хедж при снижении покупательной способности населения Поскольку розничные расходы как правило определяются уровнем располагаемого дохода, плохие экономические условия обычно привлекают потребителей в магазины низких фиксированных цен, что увеличивает число покупателей. С этой точки зрения инвестиции в Fix Price можно рассматривать как естественное хеджирование.

## КОНТАКТЫ

### Торговые операции

Михаил Дуров | Трейдер по инструментам с фиксированной доходностью | [Mikhail.Durov@iticapital.com](mailto:Mikhail.Durov@iticapital.com)

### Продажи

Александр Панфилов | Руководитель отдела продаж инструментов с фиксированной доходностью | [Aleksandr.Panfilov@iticapital.com](mailto:Aleksandr.Panfilov@iticapital.com)

### Аналитика

Искандер Луцко | Руководитель аналитического отдела, главный инвестиционный стратег | [Iskander.Lutsko@iticapital.com](mailto:Iskander.Lutsko@iticapital.com)

Ольга Николаева | Старший аналитик по инструментам с фиксированной доходностью | [Olga.Nikolaeva@iticapital.com](mailto:Olga.Nikolaeva@iticapital.com)

Станислав Юдин | Старший аналитик рынка акций | [Stanislav.Yudin@iticapital.com](mailto:Stanislav.Yudin@iticapital.com)

Ирина Фомкина | Аналитик | [Irina.Fomkina@iticapital.com](mailto:Irina.Fomkina@iticapital.com)

Елизавета Хёрн | Аналитик | [Elizaveta.Herne@iticapital.com](mailto:Elizaveta.Herne@iticapital.com)

Олег Макаров | Главный редактор | [Oleg.Makarov@iticapital.ru](mailto:Oleg.Makarov@iticapital.ru)

Представленная в настоящем документе информация подготовлена АО «ИК «Ай Ти Инвест» (далее — Компания, лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг № 045-07514-100000 от 17.03.2004 на осуществление брокерской деятельности предоставлена Центральным Банком Российской Федерации (Банком России)) и предназначена исключительно для ознакомления. Материалы, предоставленные Компанией, основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются Компанией как надежные. Компания не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность материалов, предоставленных Компанией. При принятии инвестиционных решений инвестор должен провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Материалы и сведения, предоставленные Компанией, носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Настоящий документ, включая любые его части и отдельные положения настоящего документа, не могут рассматриваться в качестве оферты (включая публичную

оферту), приглашения делать оферты, коммерческого намерения Компании заключить сделку на условиях, изложенных в документе, а также гарантий Компании в отношении последствий заключения какой-либо сделки и/или использования какого-либо инструмента. Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является формой выражения мнения Компании и/или ее сотрудников о том, отвечает ли конкретная ценная бумага или финансовый инструмент вашим финансовым и/или иным интересам. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Компания не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данных материалах. Настоящий документ, включая любые его части и положения, а также любые комментарии Компании и ее работников в отношении данного документа не могут рассматриваться в качестве консультации, совета, разъяснений Компании в отношении рассматриваемого или любых других финансовых инструментов и сделок. Любое использование информации, представленной в данном документе, включая любые части/разделы документа, допускается только на собственный страх и риск пользователя. Любое копирование и воспроизведение информации, представленной в данном документе, как в устной, так и в письменной форме, допускается только при условии предварительного разрешения (согласия) Компании. Представленная информация и мнения подлежат изменению без уведомления получателей данной информации и мнений.

### РЕКВИЗИТЫ КОМПАНИИ ITI CAPITAL:

официальное юридическое наименование АО «ИК „Ай Ти Инвест“». ИНН: 7717116241, КПП 770301001, юридический адрес: 123112, г.Москва, Пресненская наб., д.10, этаж 13, пом.1, ком. 1–51

### ТЕЛЕФОН:

(495) 933-32-35 | 8 800 200-32-35

### ОФИЦИАЛЬНЫЙ САЙТ:

<https://www.iticapital.ru/>