



Российский акции / Потребительский сектор

Внимание: данный обзор предназначен только для квалифицированных инвесторов

Fix Price – зафиксируй цену

2 марта 2021

IPO

Fix Price	FIXP
Риск	Умеренный
Торговая площадка	LSE, MOEX
Оценка GDR	\$8,75-9,75
Оценка капитализации	\$7,4-8,3 млрд

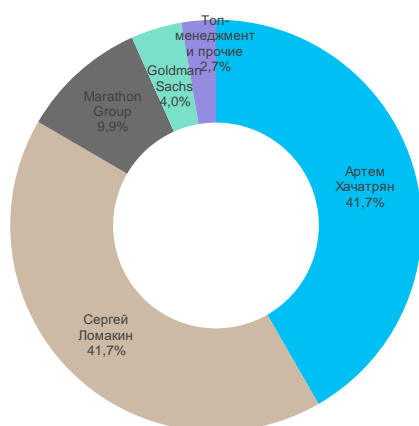
Основные финансовые показатели (МСФО-16)

Отчетный год	2018	2019	2020
Финансовые показатели			
Выручка, млрд руб.	108,72	142,88	190,06
Выручка, г/г	34,2%	31,4%	33,0%
EBITDA, млрд руб.	14,19	27,15	36,79
EBITDA, г/г	н/д	91,3%	35,5%
Чистая прибыль, млрд руб.	9,13	13,15	17,58
Чистая прибыль, г/г	64,1%	44,3%	33,5%
Кэффициенты и мультипликаторы			
Рентабельность EBITDA	13,1%	19,0%	19,4%
Чистый долг / EBITDA	-0,4x	0,2x	0,6x
P/E (по нижней границе)	60,0x	41,6x	31,2x
EV/EBITDA (по ниж. гран.)	37,8x	19,8x	14,6x

Источники: Bloomberg, данные компании, расчеты Открытие Research

- Fix Price – крупнейшая в России сеть магазинов фиксированных цен, которая начала свою деятельность в 2007 году и успешно нарастила бизнес. На конец 2020 года сеть ритейлера насчитывала около 4,2 тыс. магазинов.
- Предельно низкая цена на все товарные позиции является краеугольным камнем концепции Fix Price, что сделало магазины компании, особенно привлекательным в глазах покупателей в условиях низких темпов роста реальных располагаемых доходов в последние годы.
- Fix Price удалось реализовать успешную бизнес-модель не капиталоемкого и быстрого роста. При этом доминирование в товарной матрице недорогих товаров обеспечивает на них высокую маржинальность.
- В 2018-2020гг рост выручки Fix Price составлял более 30% ежегодно, что существенно выше результатов других публичных ритейлеров.
- Оценка Fix Price даже по нижней границе превышает рыночную капитализацию «Магнита», показатель EBITDA которого в прошедшем году была почти в 5 раз больше. Мультипликаторы, по которым размещаются ГДР Fix Price, высоки для российского фондового рынка и компаний традиционной розничной торговли, представленных на нём.

Диаграмма 1. Структура акционеров Fix Price



Источники: Данные компании, расчеты Открытие Research

О компании

Fix Price – крупнейшая в России сеть магазинов розничной торговли по фиксированным ценам, которая начала свою деятельность в 2007 году. На конец 2020 года сеть ритейлера насчитывала около 4,2 тыс. магазинов с магазинами, работающими по франшизе. Причем помимо РФ (3 891 магазинов с учетом франшизы) Fix Price уже начала работать в Белоруссии (152 магазина), Казахстане (89 магазина) и Узбекистане (15 магазина), а также посредством франшизы начал экспансию в Латвию (14 магазинов), Грузию (4 магазинов) и Киргизию (2 магазина).

Fix Price специализируется на продаже недорогих товаров повседневного спроса. На полках магазинов сети можно найти практически все, начиная от продуктов питания и средств личной гигиены, и заканчивая одеждой и игрушками (см. диаграмму 2). При этом в Fix Price нет товаров дороже 250 руб. Поэтому целевой аудиторией сети являются граждане с уровнем дохода ниже среднего, которые составляют примерно 3/4 населения России.

Предельно низкая цена на все позиции является краеугольным камнем всей концепции Fix Price. Добиться ее помогает развитие продаж собственных товарных марок, масштаб закупок, а также собственная система ранжирования и дробления фиксированных цен.

Магазины сети стандартизированы по размеру (торговая площадь 200 – 220 кв. м), внешнему виду и ассортименту (порядка 1 800 артикулов). Они традиционно располагаются в торговых центрах, либо на первой линии домов, заметные для прохожих и расположенные в людных местах.

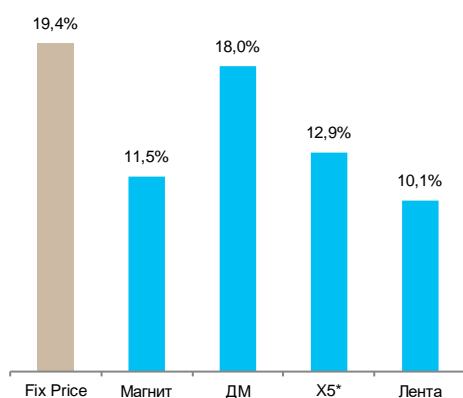
Мажоритарными акционерами Fix Price являются основатели сети Сергей Ломакин и Артем Хачатрян, которым принадлежит по 41,7% акций ритейлера (см. диаграмму 1). На рынке они известны давно как основатели сети «Копейка», которая впоследствии была продана X5 Retail Group.

Диаграмма 2. Структура продаж по типам товаров



Источники: данные компании, расчеты Открытие Research

Диаграмма 3. Рентабельность EBITDA российских ритейлеров (за 2020 год)



* для X5 показатель за 9 месяцев 2020 года

Источники: данные компании, расчеты Открытие Research

Финансовые показатели и перспективы

Fix Price удалось реализовать успешную бизнес-модель не капиталоемкого и быстрого роста (нечто похожее мы наблюдаем и у «Детского мира», но последнему несколько сложнее подбирать помещения, а также требуются более значительные инвестиции в оборотный капитал из-за масштабов магазинов). По данным самой компании, для открытия новой торговой точки необходимо всего порядка 4 млн руб. При этом в случае успешного развития магазин окупается менее, чем за год. Учитывая относительно скромные размеры требуемого под торговую точку помещения, увеличивается вариативность выбора что, в конечном итоге, позитивно сказывается и на арендной стоимости. В то же время доминирование в товарной матрице недорогих товаров в принципе позволяет зарабатывать на них большую маржинальность (см. диаграмму 3). В продовольственном сегменте Fix Price практически не работает со скоропортящейся продукцией, что существенно улучшает экономику этой части бизнеса. Удачный товарный ассортимент, по всей видимости, является причиной того, что находясь в тесном соседстве с различными форматами продуктовых магазинов у дома, торговые точки Fix Price не конкурируют, а скорее дополняют их. Что и позволяет сети быстро развиваться на уже, казалось бы, освоенной территории.

В 2018-2020 гг. рост выручки Fix Price составлял более 30% ежегодно, что существенно выше результатов других публичных ритейлеров и рынка в целом. Агрессивный рост поддерживался увеличением числа торговых точек и размером среднего чека покупателя.

За последние 5 лет Fix Price удвоил число магазинов. Аналогичные темпы роста демонстрировал «Детский мир». X5 Retail Group за указанный период увеличила число торговых точек в 2,5 раза. Отметим, что в планах сети на 2021 и 2022 годы открыть около 700 и 750 новых точек соответственно. А в следующие три года увеличить темпы роста до 800 новых магазинов в год. Таким образом, к концу 2025 года Fix Price может увеличиться вдвое по количеству торговой площади.

Помимо развития сети существенный вклад в рост выручки дают LfL-продажи. Действительно, в 2020 году они выросли на 15,8% у Fix Price, тогда как у X5 аналогичный рост составил 5,5%, а у Магнита — 7,4%. Впрочем, тонкость в презентации статистики заключается в том, какие магазины сети считать «зрелыми» (напомним, что рост LfL-выручки – это рост выручки у «зрелых», т.е. работающих уже продолжительное время магазинов). К примеру, сеть O'Key недавно отапортовала о росте LfL-продажи дискаунтеров «ДА!» на 27,8% в 2020 году.

В проспекте к размещению ГДР со ссылкой на Oliver Wyman Fix Price отмечает, что рынок товаров по фиксированным низким ценам сейчас занимает всего 0,5% в розничных продажах России. И за ближайшие 7 лет эта доля должна удвоиться, что, естественно, создает благоприятные возможности и для Fix Price как лидера данного рынка. Впрочем, здесь возникает естественный вопрос, существует ли рынок товаров по фиксированным низким ценам как таковой и корректны ли данные прогнозы?

Fix Price, как и большинство компаний отрасли, пытается развивать и онлайн-формат. Однако ввиду дешевизны товаров, невысокого среднего чека и заметной на его фоне стоимости доставки товаров, успешность данного направления не представляется нам очевидной. Стоит отметить, что в данном сегменте уже очень сильны позиции ряда компаний электронной коммерции, например, Ozon.

Как мы уже отмечали выше, бизнес-модель Fix Price не требует огромных средств для развития. В результате, несмотря на то что компания стабильно растет и платит дивиденды, чистый долг ритейлера (без учета лизинга) в последние годы стабильно был отрицательным. Впрочем, накануне IPO акционеры приняли решение о выплате солидных дивидендов в размере 32 млрд руб. (при чистой прибыли за год 17,5 млрд руб.), что вернуло чистый долг в положительную территорию. После проведения IPO компания собирается выплачивать дивиденды раз в полгода в размере не менее 50% от чистой прибыли по МСФО, что по нижней границе размещения предполагает дивидендную доходность около 2,2-2,4%.

IPO и оценка стоимости

Fix Price планирует разместить глобальные депозитарные расписки (ГДР) на Лондонской фондовой бирже и уже получила листинг для расписок на «Московской бирже». Ожидается, что формирование книги заявок, начавшееся 1 марта, завершится 4 марта. Итоги размещению планируется объявить 5 марта, начало торгов запланировано на 10 марта.

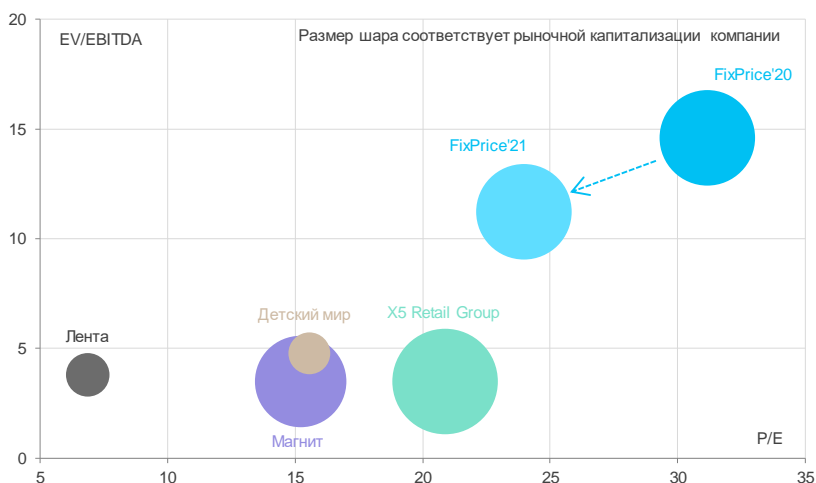
Ритейлер установил диапазон цены размещения в рамках IPO на уровне \$8,75-9,75 за ГДР, что соответствует капитализации в \$7,4-8,3 млрд. Объем сделки с учетом этих параметров, как ожидается, составит \$1,5-1,7 млрд.

В рамках IPO планируется разместить до 170 млн ГДР, также у организаторов есть опцион на доразмещение в стандартных пределах - 15% от объема сделки. Структура IPO предусматривает продажу ГДР на акции Fix Price нынешними акционерами компании (Артем Хачатрян, Сергей Ломакин, Marathon Group и Goldman Sachs). Компания и продающие акционеры берут на себя обязательство дополнительно не размещать акции в течение полугода (lock up), а топ-менеджмент обязуется не продавать акции в течение года.

Как сообщил эмитент, в размещении будет участвовать несколько якорных инвесторов: суверенный фонд Катара QIA, фонды под управлением BlackRock, GIC и APG. Данные инвесторы купят акции Fix Price по цене размещения на \$150 млн, \$150 млн, \$100 млн и \$75 млн соответственно (в сумме - \$475 млн).

Оценка Fix Price даже по нижней границе в размере \$7,4 млрд превышает, к примеру, рыночную капитализацию «Магнита», выручка которого в прошлом году превосходила Fix Price в 8 раз, а показатель EBITDA - почти в 5 раз. Мультипликаторы, по которым размещаются ГДР Fix Price высоки как для российского фондового рынка в целом, так и для компаний традиционной розничной торговли в России (см. диаграмму 4). Даже если по итогам текущего года компания, как и планировала, нарастит финансовые результаты на треть, она все равно стоит существенно дороже условных аналогов. Предложенная цена размещения предполагает опережающий конкурентов на 15-20% на протяжении 3-4 лет. Учитывая рост размеров бизнеса компании, на наш взгляд, будет уже не так легко продемонстрировать столь сильную опережающую динамику. Также стоит учитывать, что и отмеченные на диаграмме конкуренты также способны в ближайшие годы расти темпами 10%+, а компании электронной коммерции составляют всё большую конкуренцию классическим форматам розничной торговли.

Диаграмма 4. Сравнительная оценка стоимости российских ритейлеров



Источники: Данные компаний, расчеты Открытие Research

Вместе с тем, мы хотим отметить, что наличие мощных якорных инвесторов и ограничения на продажу акций со стороны существующих акционеров в течение как минимум полугода являются факторами способными поддержать успешность размещения в текущих условиях повышенного внимания к первичным размещениям со стороны частных инвесторов.

Риски

- Относительно высокая оценка компании на IPO ограничивает среднесрочный потенциал роста ГДР Fix Price.
- Низкий порог входа на рынок может привести в перспективе к появлению конкурентов, работающих по сходной с Fix Price бизнес-модели фиксированных цен.
- Возобновление роста располагаемых денежных доходов населения может снизить привлекательность формата магазинов Fix Price в глазах покупателей.
- Позиции Fix price не выглядят сильными в сегменте онлайн-продаж, и в дальнейшем ситуация может только усугубиться.

МЕТОДИКА ПРИСВОЕНИЯ РЕКОМЕНДАЦИЙ ПО АКЦИЯМ

АКТИВНО ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании составляет 15% годовых и более. У акции есть факторы, способствующие ускоренной реализации потенциала роста в краткосрочном периоде. Акция характеризуется ярко выраженным положительным ожидаемым сочетанием риска и доходности.

ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 10-15% годовых. На динамику цен акций воздействуют долгосрочные факторы роста на фоне положительного сочетания риска и доходности.

НА УРОВНЕ РЫНКА

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 5-10% годовых. Отсутствуют значительные положительные и отрицательные факторы, воздействующие на динамику цен акций эмитента.

ЗАКРЫТИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ИДЕИ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне ниже 5% годовых, в том числе по причине достижения акциями целевой цены. На динамику цен акций компании могут воздействовать негативные факторы.

Информация об инвестиционных идеях компании доступна клиентам брокерского обслуживания на тарифе «**Ваш финансовый аналитик**» <https://open-broker.ru/trading/your-financial-analyst/>

Дополнительные комментарии, а также индивидуальная помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания, тариф «**Личный брокер**» <http://private.open-broker.ru/>

Otkritie © 2021

АО «Открытие Брокер», лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 045-06097-100000, выдана ФКЦБ России 28.06.2002 (без ограничения срока действия).

Предоставлено исключительно для личного использования лицом, получившим настоящий материал. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности. Компания имеет право, но не обязана в любое время вносить в отчет изменения с целью актуализации указанной в ней информации.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной суммы, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения.

Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Информируем Вас о возможном наличии конфликта интересов, то есть возможной заинтересованности Брокера (аналитика Компании, составлявшего настоящий аналитический отчет, аффилированных или связанных лиц) в осуществлении Вами сделок с указанными финансовыми инструментами. При принятии инвестиционных решений Вам необходимо ознакомиться с подробной информацией о рисках, связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг, и информацией о возможном конфликте интересов, содержащейся в разделе 11 Договора на брокерское обслуживание. Дополнительные пояснения о рисках и о конфликте интересов применительно к конкретной ситуации Вы можете получить, самостоятельно обратившись в Компанию.

Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении ее содержания с требованиями нормативно-правовых актов, предъявляемых к индивидуальной инвестиционной рекомендации. Любое сходство представленной информации с индивидуальной инвестиционной рекомендацией является случайным.

Какие-либо из представленных финансовых инструментов или операций могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и не учитывать Ваши ожидания по уровню риска и/или доходности.

Упомянутые в представленной информации операции и/или финансовые инструменты, ни при каких обстоятельствах, не гарантируют доход, на который Вы, возможно, рассчитываете при условии использования предоставленной информации для принятия инвестиционных решений. Информация не является предложением или побуждением совершать операции на финансовом рынке.

Во всех случаях определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Вы самостоятельно принимаете все инвестиционные решения.

«Открытие Брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленной информации, и не гарантирует доход.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Европейском Экономическом Союзе (ЕЭС) аналитический отчет может быть адресован исключительно лицам, являющимся квалифицированными инвесторами в соответствии со статьей 2(е) Закона (EU) 2017/1129 с дополнениями (далее – «Приказ»). В Великобритании аналитический отчет может быть адресован исключительно (1) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), (2) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа, а также (3) лицам, являющимся квалифицированными инвесторами в соответствии со статьей 2(е) Закона (EU) 2017/1129 с дополнениями (далее – «Приказ») в той части, в которой он формирует внутренний Закон Великобритании в силу Закона о выходе Великобритании из ЕЭС от 2018 года. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.

Ближайший офис: <http://open-broker.ru/offices/>
+7 (495) 232-99-66
8 800 500-99-66 – бесплатный для всех городов РФ
clients@open.ru
vk.com/openbroker
fb.com/openbroker

Личные брокеры

<http://private.open-broker.ru/>
+7 (495) 777-34-87

Еврооблигации

8 800 500-99-66 – деск облигаций

Структурные продукты

<https://open-broker.ru/investing/structural-products/>

Управление анализа рынков

research@open.ru

Антон Затолокин

Начальник управления

Константин Бушуев, PhD

Главный инвестиционный стратег

Алексей Павлов, PhD

Главный аналитик, российские акции и облигации

Алексей Корнилов, CFA

Ведущий аналитик, международный рынок акций

Иван Авсейко

Ведущий аналитик, глобальные акции и облигации

Владимир Малиновский

Начальник отдела анализа долгового рынка

Николай Власов

Ведущий аналитик, долговой рынок

Тимур Хайруллин, CFA

Главный аналитик, структурные продукты

Илья Мартыненко

Технический аналитик

Михаил Шульгин

Начальник отдела глобальных исследований

Оксана Лукичева

Аналитик, товарные рынки

Андрей Кочетков, PhD

Ведущий аналитик, глобальные исследования