



14 июля 2023 г.

Fix Price (FIXP)

Цель: 437 руб. / «Покупать»

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Артем Михайлин
AMykhailin@veles-capital.ru

Трудный период

На фоне эффекта высокой базы сравнения и все еще слабого спроса на непродовольственные товары результаты Fix Price в этом году могут находиться под давлением. Мы ожидаем, что ситуация улучшится во второй половине года и компания продемонстрирует некоторое восстановление темпов роста и рентабельности. Наш общий взгляд на Fix Price не изменился. Ритейлер имеет высокий потенциал масштабирования бизнеса и по-прежнему остается практически единственным игроком в своем сегменте. Мы ожидаем сохранения темпов открытий в ближайшие годы, выравнивания динамики сопоставимых продаж и постепенного улучшения рентабельности на уровне EBITDA. Ситуация с дивидендами остается непростой, но, вероятно, компания будет искать пути распределения прибыли. Новой информации о смене юрисдикции или листинге на дополнительной площадке нет, так что торговля бумагами группы все еще сопряжена с прежними ограничениями и рисками. Наша рекомендация для расписок Fix Price остается «Покупать», а целевая цена снижена до **437 руб.** на фоне корректировки прогнозов и роста WACC.

По нашим оценкам, выручка Fix Price в текущем году составит 299 млрд руб., что примерно на 8% больше показателя прошлого года. Результаты компании остаются под давлением на фоне высокой базы сравнения и относительно слабого спроса на непродовольственный ассортимент. В 1К сопоставимые продажи ритейлера снизились более чем на 5%, что во многом было связано с очень высокой базой сравнения в марте. Подобное влияние могло иметь место в апреле и мае, а также первой половине июня. Мы полагаем, что результаты Fix Price начнут выравниваться во второй половине года, но тем не менее общий показатель роста в 2023 г. будет невысоким. Компания планирует открыть 750 магазинов net, что включает как собственные торговые точки, так и работающие по франшизе. Мы полагаем, что число открытых магазинов может быть по итогу незначительно больше плана и торговая площадь в 2023 г. вырастет на 13,5% г/г. Даже несмотря на замедление инфляции, основным источником роста сопоставимых продаж остается средний чек. Валовую маржу мы ожидаем по итогам года на уровне 32,8%, что несколько ниже результата прошлого года. Динамика тут в основном обусловлена изменением валютного курса, который отражается на рентабельности импортируемых товаров. Компания продолжает успешно переносить инфляцию на полку за счет ротации ассортимента и перевода товаров в новые ценовые категории, благодаря чему не оказывается давления на валовую маржу. Рентабельность EBITDA в 2023 г. может снизиться на 2,5 п.п. г/г и, по нашим оценкам, составит 17%. Падение связано с негативным влиянием постоянных расходов при снижении темпов роста выручки, а также давлением со стороны расходов на персонал. Капитальные затраты в текущем году, как мы полагаем, составят около 8 млрд руб., где порядка 3 млрд руб. пойдет на строительство складской инфраструктуры, а еще 3,7 млрд руб. на открытие магазинов.

По нашим оценкам, темпы роста выручки вновь ускорятся с 2024 г. Мы полагаем, что в течение ближайших 5 лет среднегодовой показатель роста продаж группы будет на уровне 13,9%. Начиная с 2024 г. Fix Price может начать открывать по 800 торговых точек net ежегодно, что обеспечит прирост торговой площади за 5 лет с CAGR 11,2%. Средний чек может расти на уровне инфляции в ближайшие годы, а динамика трафика, как мы полагаем, постепенно улучшится, со следующего года. На наш взгляд, даже с учетом восстановления спроса на непродовольственный ассортимент и роста доли подобных товаров в выручке, средний показатель валовой маржи Fix Price будет оставаться на уровне 32% в 2024-2027 гг. Рентабельность EBITDA ометжет заметно улучшиться уже в следующем году

Динамика индексов и GDR Fix Price

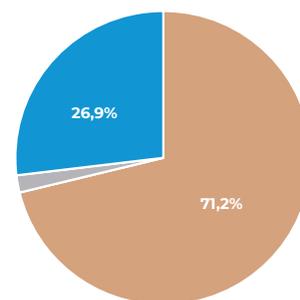


Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Информация об акциях компании

FIXP	437
Тикер на МосБирже	Справедливая цена
384	13,8%
Текущая цена, руб.	Потенциал
284/399	Покупать
Мин/макс цена, 12м	Рекомендация

Структура капитала Fix Price (на 30.03.2023 г.)



■ Основатели компании ■ Менеджмент ■ Free-Float

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Операционные результаты компании за 1К 2023 г.

Магазины, шт.	1К 2022	1К 2023	±/.
Суммарно	5 083	5 848	15,1%
Собственные	4 523	5 206	15,1%
Открыто (net)	155	167	7,7%
По франшизе	560	642	14,6%
Открыто (net)	24	18	-25,0%
Торговая площадь, тыс. кв. м	1 097	1 266	15,5%
Удельная выручка, тыс. руб./кв. м	51	46	-9,1%

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](#)



и, как мы ожидаем, будет расти в течение прогнозного периода. Основной потенциал улучшения рентабельности заложен в области оптимизации SG&A и усиления положительного эффекта операционного рычага. Мы ожидаем, что компания постарается обеспечить стабильный уровень рентабельности EBITDA более 19% в перспективе нескольких лет. Капитальные затраты в процентах от выручки будут постепенно сокращаться и могут снизиться более чем в 2 раза к 2027 г., достигнув 1,3%. Согласно инвестиционному плану по строительству распределительных центров в абсолютном выражении, наиболее крупный CAPEX ожидается в 2025 г.

Компания ранее отменила отложенные дивиденды за 2021 г. в связи с невозможностью довести средства до инвесторов. За 2022 г. рекомендации пока не было. Большинство прежних проблем с движением средств и их зачислением инвесторам сохраняются, так что мы не рассчитываем на выплату дивидендов компанией в этом году. Вероятно, Fix Price ищет пути для решения существующих проблем, но пока ни о каких конкретных успехах нам не известно. В нашей модели сейчас заложено возобновление выплат с 2024 г., но это полностью зависит от внешних событий и решений компании. Согласно нашей оценке, при выплате по итогам 2024 г. в размере 75% чистой прибыли объем дивидендов составит более 22 млрд руб., что при текущей цене обеспечивает доходность на уровне 7%. Группа не сообщала о каких-либо успехах или решениях в области смены юрисдикции головной компании или листинга на дополнительных площадках. Ликвидность торгов расписками компании остается ограниченной, так как большая часть бумаг все еще заблокирована. Мы не исключаем, что в какой-то момент LSE и британский регулятор могут принять решение о делистинге бумаг компаний с российскими активами, как это ранее сделали NASDAQ и NYSE. В таком случае, Fix Price, вероятно, также подпадет под делистинг с площадки и сохранит торги только на Мосбирже.

Мы оценивали GDR Fix Price при помощи 5-летней DCF-модели с WACC 22,9% и ставкой постпрогнозного роста 4%. С момента нашего последнего пересмотра размер WACC вырос примерно на 2 п.п. в связи с ростом безрисковой ставки в России, что негативно сказалось на целевой цене. В расчетах мы как и прежде учли дополнительную премию к стоимости капитала, которая отражает текущие повышенные требования инвесторов к плате за риск.

По мультипликаторам Fix Price по-прежнему торгуется дороже российских продовольственных ритейлеров, что нормально с учетом более высокой рентабельности и перспектив роста у компании. Мы ранее писали, что разрыв в мультипликаторах с другими отечественными ритейлерами существенно сократился в сравнении с показателем 2021 г., и это остается актуально сейчас. Мультипликаторы Fix Price несколько восстановились относительно уровня IPO, но все еще более чем на 30% ниже. Например, EV/EBITDA 2023 г. составляет сейчас 6,7x против 10,7x при первичном размещении.

Путь к восстановлению

Макро

Ситуация в российской экономике постепенно стабилизировалась и начала улучшаться после провала в прошлом году. В апреле-мае динамика ВВП была ярко положительной, чему способствовал эффект низкой базы. За счет восстановления обрабатывающих производств, оптовой торговли и строительного сектора в мае удалось превзойти показатель ВВП двухлетней давности на 0,6%, а прошлого года на 5,4%. Согласно прогнозу Минэкономразвития, рост ВВП в текущем году составит немного более 1% г/г после просадки около 2% в 2022 г. Полностью отыграть прошлогоднее падение ВВП должен в следующем году. Инфляция в 1К 2023 г. составила 8,6%, включая 7,6% в непродовольственном сегменте. В апреле инфляция опустилась до значений немного больше 2% в силу эффекта высокой базы сравнения. Текущий прогноз ЦБ РФ подразумевает инфляцию в этом году на уровне 4,5-6,5% и 4% начиная с 2024 г. Консенсус аналитиков сходится на показателе инфляции ниже 6% в текущем году. Согласно данным за июнь, инфляционные ожидания, как и наблюдаемая населением инфляция, снижаются от месяца к месяцу более полугода. Безработица

Динамика сопоставимых продаж Fix Price

LFL	1К 2022	2К 2022	3К 2022	4К 2022	1К 2023
Сопоставимые продажи	11,6%	15,4%	11,1%	3,9%	-5,1%
Средний чек	12,0%	16,5%	16,2%	8,3%	4,1%
Число чеков	-0,3%	-0,9%	-4,4%	-4,1%	-8,8%

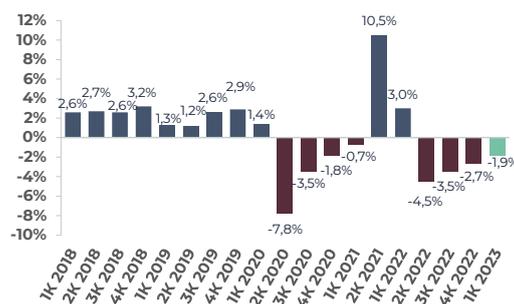
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Структура выручки компании за 1К 2023 г., млн руб.

Структура выручки, млн руб.	1К 2022	1К 2023	+/-
Выручка	62 630	65 895	5,2%
Розничная выручка	55 385	58 099	4,9%
Оптовая выручка	7 245	7 796	7,6%

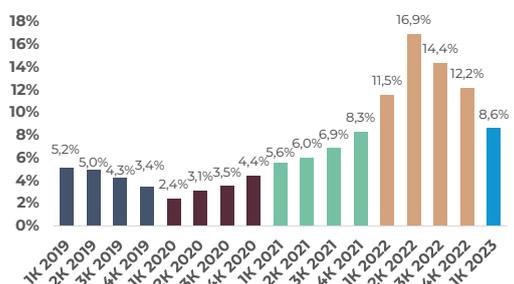
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика ВВП России по кварталам



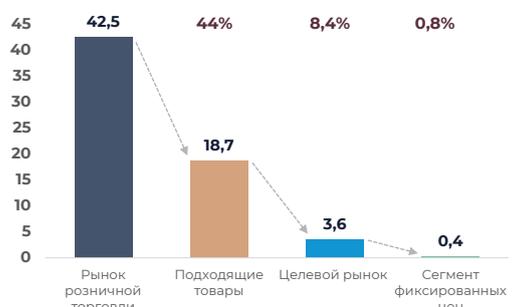
Источник: Росстат; оценка: Велес Капитал

Динамика инфляции в России по кварталам



Источник: Росстат; оценка: Велес Капитал

Целевой рынок для сегмента фиксированных цен относительно объема розничной торговли в России, 2022 г., трлн руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



остаётся на исторически низких уровнях и в мае составила всего 3,2%. Сохраняется положительный тренд на рынке труда, где зарплаты растут как в номинальном, так и реальном выражении. Реальные располагаемые денежные доходы населения в 1К 2023 г. продемонстрировали незначительный рост на уровне 0,1%. Минэкономразвития в этом году ожидает рост реальных располагаемых доходов населения в 3,4%, а реальные зарплаты должны вырасти более чем на 5%.

Потребительская активность в мае увеличивалась как относительно прошлого года, так и результата двухлетней давности. Об этом свидетельствует рост суммарного оборота в розничной торговле, общественном питании и платных услугах населению почти на 9% г/г и на 2% к маю 2021 г. Индексы ЦБ РФ, измеряющие потребительское настроение, находятся на максимумах последних двух лет. Схожие тенденции мы видим в показателях Росстата, где продолжают планомерно улучшаться оценки текущего материального положения и благоприятности для крупных покупок у респондентов. Склонность населения к накоплению, как отмечает ЦБ, также снижается, что говорит о более позитивном восприятии текущей экономической действительности. В прошлом году оборот розничной торговли снизился почти на 7% г/г, и при этом основная часть снижения пришлась на непродовольственный ассортимент, как более эластичный. Падение продаж в непродовольственном сегменте составило более 11% г/г. Минэкономразвития ожидает, что в текущем году оборот розничной торговли в России вырастет на 5,3%. В период с января по май оборот розничной торговли непродовольственными товарами оставался на 1,8% ниже показателя сопоставимого периода прошлого года. При этом с каждым месяцем результат улучшается, так как уже в апреле и мае оборот вырос более чем на 12% г/г. В Fix Price отмечают, что пока не видят восстановления спроса на свой непродовольственный ассортимент в достаточном объеме, что накладывает отпечаток на структуру продаж.

Сегмент фиксированных цен в России, на наш взгляд, по-прежнему имеет хорошие перспективы. Оборот сегмента в прошлом году составил 353 млрд руб. против 290 млрд руб. годом ранее. Целевой рынок в 2022 г. превысил 3,6 трлн руб. и теперь составляет более 8% от общего рынка розничной торговли. Сегмент фиксированных цен сейчас занимает около 0,8% всей розничной торговли против более чем 1,5% в ЕС и 2,5% в США. С учетом общего стремления покупателей к рациональному потреблению сегмент фиксированных цен обеспечивает лучшее ценовое предложение на рынке в рамках определенного ассортимента.

Fix Price сохраняет за собой место лидера в сегменте фиксированных цен с долей около 90%. В качестве единственного конкурента группа выделяет регионального ритейлера Галамарт, у которого примерно в 10 раз меньше магазинов по итогам 2022 г. Галамарт при этом имеет частичные пересечения с Fix Price в ассортименте и не работает в чистом виде по модели фиксированных цен. Высокие барьеры для входа не способствуют появлению новых конкурентов, и мы полагаем, что положение группы в ближайшие годы останется неизменным. Развитие онлайн-сегмента имеет ограниченное влияние на сегмент фиксированных цен.

Открытия

По прогнозам компании, в этом году должно быть открыто 750 магазинов net с учетом франшизы. Такой же прогноз группа давала и для прошлого года. В ходе IPO менеджмент Fix Price называл ориентир открытий в 2023 г. на уровне 800 магазинов net, но сейчас скорректировал этот прогноз в меньшую сторону на фоне сложной макроэкономической обстановки. Мы полагаем, что Fix Price в этом году слегка превысит свой прогноз, и число открытых магазинов будет ближе к 760 net. Такое число торговых точек обеспечит прирост торговой площади на уровне 13,5% г/г против 15,9% в 2022 г. Начиная с 2024 г. и далее мы ожидаем возвращения к прежнему плану открытий, и в таком случае компания будет вводить по 800 торговых точек net ежегодно. Среднегодовой рост торговой площади за 5 лет в нашем прогнозе составляет 11,2%. Общий прогноз по емкости рынка с точки зрения открытий компания оставила неизменным, и он составляет 18,6 тыс. в России, Беларуси и Казахстане. При сохранении текущих темпов Fix Price может открывать магазины следующие 15 лет и все равно не достигнет потолка. Верхняя граница емкости рынка при этом имеет

Динамика целевого рынка Fix Price и сегмента фиксированных цен в России, млрд руб.



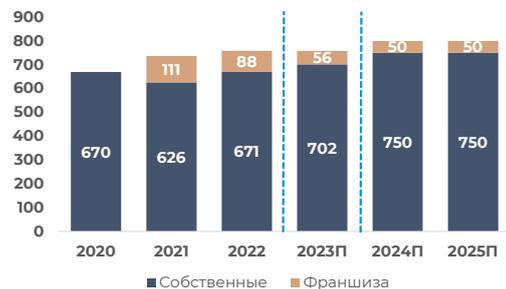
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Конкуренты Fix Price в России по итогам 2022 г.

Компания	Число магазинов	Доля рынка
Fix Price	5 098	89,6%
Галамарт	508	10,4%
Home market	Закрыт в 2021 г.	
Хозяюшка	Закрыт в 2019 г.	
Еврошоп	Закрыт в 2018 г.	
Охапка	Закрыт в 2018 г.	

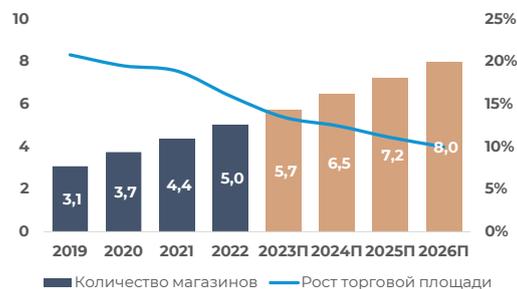
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика открытий Fix Price (net), шт.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Количество собственных магазинов Fix Price и динамика торговой площади г/г, тыс.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



пересматриваться вверх. По итогам прошлого года доля магазинов в России осталась на уровне 90% от общего числа. Компания сейчас не отдает явного приоритета открытию магазинов за рубежом или в России, стараясь сбалансированно вводить новые точки на всех целевых рынках. Франшиза активно используется для тестирования в новых регионах. За счет этого инструмента группа в текущем году начала осуществлять деятельность в Монголии и Армении.

Продажи

Согласно нашим оценкам, в текущем году выручка Fix Price увеличится на 7,8% г/г и составит порядка 300 млрд руб. Это означает падение темпов роста относительно 2022 г. более чем в 2 раза, что во многом связано с эффектом высокой базы сравнения прошлого года (особенно периода с марта по июль). Пока не наблюдается достаточно быстрого восстановления спроса на непродовольственный ассортимент, который является основой товарного ряда Fix Price. Инфляция значительно снизилась, что не дает возможности повышать средний чек так же динамично, как в прошлом году. Сложная макроэкономическая обстановка сохраняется на рынках Беларуси и Казахстана, оказывая дополнительное давление на финансовые результаты. В целом мы ожидаем, что показатели улучшатся во второй половине года, так как давление со стороны базы сравнения будет меньше. Сопоставимые продажи были в минусе по итогам 1К, что главным образом связано с динамикой трафика и, вероятно, данный фактор продолжит оказывать давление на общие результаты как минимум во 2К. Средний чек, как мы ожидаем, будет лишь отчасти компенсировать этот эффект. Соотношение розничных и оптовых продаж, на наш взгляд, останется схожим с прошлым годом.

Начиная с 2024 г. мы ожидаем восстановления темпов роста и их увеличение примерно в 2 раза от уровней текущего года. В основном это связано с уходом эффекта высокой базы, а также улучшением в динамике сопоставимых продаж и в особенности трафика. Такое улучшение может быть вызвано общим выравниванием ситуации в экономике России, что будет дополнительно стимулировать спрос на непродовольственные товары. На горизонте 5 лет мы оцениваем среднегодовой рост выручки Fix Price в 13,9% г/г. Источниками этого роста в основном будет увеличение торговой площади и среднего чека.

За прошлый год Fix Price еще раз продемонстрировал, что несмотря на модель фиксированных цен, способен эффективно переносить инфляцию на полку. Средний чек в магазинах компании вырос на 13% г/г, что примерно сопоставимо с уровнем инфляции в России. Компания сохраняет прежние темпы ротации и вводит в среднем по 40-60 товаров в неделю. Почти 70% ассортимента обновляется на регулярной основе до 6 раз в год. По итогам 1К доля товаров стоимостью выше 200 руб. в обороте достигла 14%, хотя товары в этой категории начали вводить только в 2021 г. Товары с ценой выше 100 руб. по последним данным занимали в продажах более 40% против 29% годом ранее. Мы полагаем, что в данный момент группа не рассматривает ввод новых более высоких ценовых категорий и может эффективно действовать в рамках уже существующих. Темпы роста среднего чека, по нашим оценкам, останутся примерно на уровне инфляции в ближайшие годы. Структура продаж с точки зрения ассортимента изменилась под влиянием динамики спроса, и пока обратного движения не наблюдается. Товары из категорий еда и дрогери в 1К занимали 27% и 29% соответственно, при том что на конец 2020 г. доля дрогери была всего 20%, а продуктов питания — 25%. Мы полагаем, что при улучшении ситуации в экономике будет постепенно возвращаться спрос на непродовольственный ассортимент, что приведет к соответствующим изменениям в структуре продаж. Доля дрогери вряд ли вернется к прежним 20%, так как Fix Price серьезно поработал над ассортиментом в этой категории и улучшил предложение. В целом компания готова подстраиваться под спрос и демонстрирует гибкость в этом вопросе, предоставляя покупателю те товары, которые ему необходимы. Группа планомерно снижает объем импортных товаров в розничных продажах, и по итогам 1К показатель достиг 23%, хотя в 2021 г. составил 32%. Это объясняется появлением возможностей для закупки произведенных в России товаров с сопоставимой выгодой и качеством. Большая часть импортных товаров как и ранее закупается в Китае.

Распределение собственных магазинов Fix Price по странам на 1К 2023 г.



■ Россия ■ Беларусь ■ Казахстан

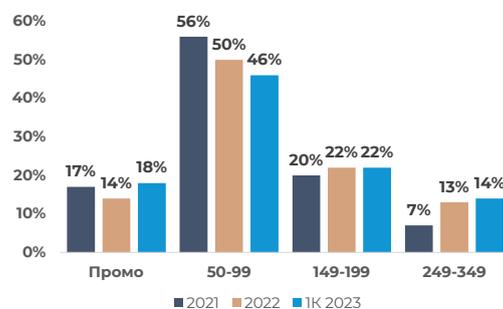
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

LFL-продажи Fix Price по кварталам



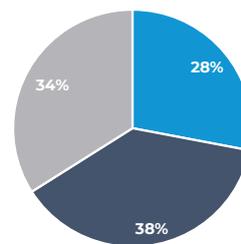
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Структура продаж по ценовым категориям товаров в динамике



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Структура продаж по производителю товара в 2022 г.



■ CTM ■ Брендированные ■ Неизвестные

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



Рентабельность

Мы сейчас закладываем, что валовая маржа по итогам года будет на 0,3 п.п. ниже результата 2022 г. Во многом это связано с динамикой валютного курса, который при падении рубля начинает давить на рентабельность. Непродовольственный ассортимент традиционно обеспечивает более высокую маржу, но его доля в продажах сейчас снижена. Логистика остается довольно дорогой, а компания продолжает поиск новых более выгодных маршрутов поставки. В прошлом году примерно 2/3 всех поставок осуществлялись железнодорожным транспортом, хотя ранее его доля была совсем небольшой. В долгосрочной перспективе мы ожидаем, что валовая маржа Fix Price будет находиться на более оправданном историческом уровне около 32%. Здесь наш прогноз не претерпел существенных изменений. Некоторое положительное влияние возможно со стороны структуры продаж, но, вероятно, оно будет ограниченным.

На уровне EBITDA мы более существенно пересмотрели наши прогнозы и сместили оценки вниз. В этом году мы ожидаем падения рентабельности относительно уровня 2022 г. и снижения маржи EBITDA на 2,5 п.п. г/г. Это происходит на фоне падения темпов роста продаж и соответственно ухода эффекта операционного рычага, а также опережающего роста ряда затратных статей. Особенно сильное влияние наблюдается в расходах на персонал, которые, по нашим расчетам, вырастут почти на 1,7 п.п. г/г в процентах от выручки. В период 2024-2027 гг. мы ожидаем улучшения рентабельности EBITDA за счет оптимизации расходов и усиления положительного эффекта операционного рычага. Согласно нашей модели, в 2027 г. рентабельность EBITDA приблизится к 20%, хотя останется ниже этого уровня. Ранее мы полагали, что компании удастся в долгосрочной перспективе обеспечить маржу выше 20%. Изменение произошло по причине переоценки ряда статей SG&A и прежде всего расходов на персонал. Компания запустила программу долгосрочной мотивации (LTI), которая рассчитана на 3 года и в рамках которой сумма выплат будет увеличиваться с каждым годом действия. Программа окажет негативное влияние на общую маржинальность EBITDA около 0,3-0,4 п.п. в год.

Капитальные затраты

По нашим оценкам, в текущем году капитальные затраты группы составят около 8 млрд руб. против 12 млрд руб. в 2022 г. Снижение капитальных затрат объясняется меньшими расходами на строительство распределительных центров, которые могут снизиться с 6,6 до 3 млрд руб. Компания строит новый РЦ в Екатеринбурге с ожидаемым сроком готовности до конца года, но часть расходов по нему уже была понесена в прошлом году. У компании с 2021 г. действует программа расширения складской инфраструктуры, согласно которой за 5 лет должно быть инвестировано 17 млрд руб. По итогам текущего года объем инвестиций уже должен превысить 11 млрд руб. Мы полагаем, что в следующем году компания возьмет небольшую паузу в строительстве и оно более активно продолжится в 2025 г. По итогам выполнения программы группа будет с запасом обеспечена инфраструктурой, но, скорее всего, продолжит строительство в некотором объеме. В конце прошлого года у компании было 10 РЦ общей площадью 343 тыс. кв. м. из которых 6 непосредственно принадлежали Fix Price и еще 4 были в аренде. За 2022 г. компания запустила 2 РЦ, расположенные в Самаре и Домодедово, с площадью 40 тыс. и 68 тыс. кв. м. Стоимость открытия магазина у Fix Price остается неизменной и составляет около 4,7 млн руб. Согласно оценке, капитальные затраты будут сокращаться в процентах от выручки на прогнозном горизонте, и в 2027 г. составят всего 1,3% против 2,7% в 2023 г. Средний объем ежегодных капитальных затрат в наших оценках составляет 7,5 млрд руб., что сравнительно мало для крупного ритейлера.

Оборотный капитал

В 2022 г. мы не увидели существенных изменений коэффициентов оборачиваемости. Запасы оставались на повышенном уровне, заметно превышающем показатели до 2021 г. Мы полагаем, что Fix Price будет постепенно работать над улучшением оборачиваемости запасов и может снизить коэффициент в этом году и далее в течение прогнозного периода. Вероятно, коэффициент останется выше уровня 2020 г., но приблизится к нему. Также мы ожидаем некоторого улучшения в кредиторской

Структура продаж по категории товара в динамике



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика доли импорта в процентах от стоимости реализованного товара



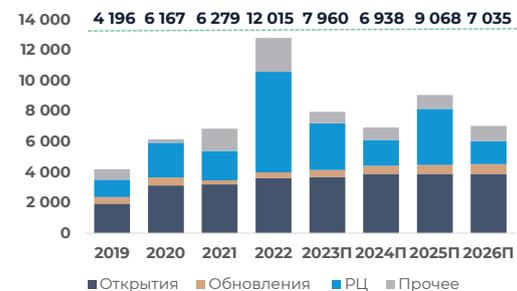
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика рентабельности Fix Price на разных уровнях



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика и структура капитальных затрат Fix Price, млн руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



задолженности, так как компания продолжает активную работу со своими поставщиками. Изменения должны положительно отразиться на денежном потоке ритейлера.

Денежные потоки и дивиденды

Компания отменила ранее отложенные дивиденды за 2021 г. и пока не предоставляла новых рекомендаций. Мы не закладываем выплату дивидендов в текущем году, так как полагаем, что все прежние трудности с переводом средств и доведением их до акционеров сохраняются. Вероятно, компания ищет пути для выплаты дивидендов, но в текущих условиях гарантировать что-либо сложно. Fix Price не переходил в новую юрисдикцию и не объявлял о подобных действиях после получения регистрации на Кипре. В нашей модели сейчас заложено возобновление выплат со следующего года. При выплате дивидендов с коэффициентом в 75% от чистой прибыли компания может обеспечить доходность около 7% годовых. В условиях отсутствия выплат дивидендов Fix Price продолжает накапливать денежные средства на балансе, которые по итогам прошлого года составили более 23,6 млрд руб. Компания не спешит сильно сокращать и без того крайне небольшой долг, так что накопление средств, скорее всего, продолжится. Также мы по-прежнему не видим у компании склонности к проведению M&A в силу особенностей стратегии и отсутствия подходящих целей на рынке. Денежные потоки, по нашим оценкам, продолжают расти как в абсолютном размере, так и с точки зрения их доходности в течение всего прогнозного периода. Этому будет способствовать рост бизнеса при относительно небольших объемах капитальных затрат.

Оборотный капитал Fix Price, млрд руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



Финансовая модель Fix Price

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.	2022	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
Выручка, в т.ч.:	277 644	299 404	349 301	405 841
Розничные продажи	246 212	265 295	311 951	365 534
Оптовые продажи	31 432	34 109	37 350	40 307
Себестоимость продаж	(185 650)	(201 085)	(237 524)	(275 566)
Валовая прибыль	91 994	98 319	111 776	130 275
SG&A	(52 287)	(63 576)	(68 113)	(76 561)
EBITDA	54 198	50 991	62 403	75 046
Амортизация и корректировки	(13 138)	(15 182)	(17 496)	(19 887)
EBIT	41 060	35 809	44 907	55 159
Прочие доходы/расходы	(3 235)	(1 491)	(1 754)	(1 710)
Прибыль до налогообложения	37 825	34 318	43 153	53 449
Налог на прибыль	(16 414)	(10 176)	(13 289)	(16 460)
Чистая прибыль	21 411	24 143	29 864	36 989

Баланс, млн руб.	2022	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
Внеоборотные активы	40 532	49 162	54 776	62 554
Основные средства и НМА	21 592	26 018	28 762	32 931
Прочие внеоборотные активы	18 940	23 144	26 013	29 623
Оборотные активы	72 494	92 663	115 988	131 375
Оборотные активы	43 551	41 097	45 796	53 043
Краткосрочные инвестиции и прочие	5 359	3 569	3 569	3 569
Денежные средства и эквиваленты	23 584	47 997	66 623	74 763
Итого активы	113 026	141 825	170 764	193 929
Средства акционеров	29 267	53 410	73 867	85 437
Акционерный капитал	29 267	53 410	73 867	85 437
Доля миноритариев	0	0	0	0
Долгосрочные обязательства	9 388	10 417	11 601	12 962
Долгосрочные кредиты и займы	4 352	4 352	4 352	4 352
Прочие долгосрочные обязательства	5 036	6 065	7 249	8 610
Краткосрочные обязательства	74 371	77 998	85 297	95 531
Краткосрочные кредиты и займы	17 576	17 576	17 576	17 576
Оборотные обязательства	34 476	36 319	41 568	49 443
Прочие КО	22 319	24 102	26 153	28 512
Итого обязательства и средства	113 026	141 825	170 764	193 929

Движение денежных средств, млн	2022	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
Операционная деятельность	36 782	43 623	47 909	57 504
Прибыль до налогообложения	37 825	34 318	43 153	53 449
Налоги и проценты	(18 419)	(10 176)	(13 289)	(16 460)
Корректировки	19 064	15 182	17 496	19 887
Изменение оборотного капитала	(1 688)	4 297	549	628
Инвестиционная деятельность	(11 880)	(7 960)	(6 938)	(9 068)
Приобретение внеоборотных активов	(11 210)	(7 511)	(6 414)	(8 459)
Покупка/продажа НМА и фин. активов	(805)	(449)	(524)	(609)
Прочее	135	0	0	0
Финансовая деятельность	(10 097)	(11 250)	(22 344)	(40 297)
Изменение долга	110	0	0	0
Обратный выкуп акций	0	0	0	0
Выплата дивидендов	0	0	(9 407)	(25 419)
Прочее	(10 207)	(11 250)	(12 937)	(14 878)
Изменение денежных средств	14 805	24 413	18 627	8 140

WACC	
Безрисковая ставка	11,0%
Премия рынка за риск	7,0%
Риск ликвидности и корп. упр.	6,0%
Стоимость СК	24,0%
Beta	1,0
Стоимость долга	8,4%
Доля СК	94%
Доля долга	6%

WACC	
	22,9%

Свободный денежный поток	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)	2026 (П)
EBIT	35 809	44 907	55 159	66 247
NOPAT	25 191	31 078	38 173	45 846
Амортизация	15 182	17 496	19 887	22 147
Кап. затраты	7 960	6 938	9 068	7 035
Изменение ОК	(4 297)	(549)	(628)	(1 770)
Свободный денежный поток (FCFF)	36 711	42 185	49 620	62 728

Оценка стоимости акций, млн руб.			
Рост в ПП период	4,0%		
Сумма ДДП (+)	138 182		
Терминальная стоимость (+)	387 238		
Справедливая стоимость бизнеса	276 451		
Чистый долг (-)	10 956		
Доля миноритарных акционеров (-)	0		
	01.01.2023	14.07.2023	12mo
Справедливая стоимость акц.	265 495	299 537	371 426
Количество акций			850
Справедливая стоимость акции, руб.			437

Рыночные мультипликаторы, x	2022	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
EV/Sales	1,2	1,1	0,9	0,7
EV/EBITDA	5,9	6,2	4,8	3,9
EV/EBIT	7,8	8,8	6,7	5,4
P/E	14,4	13,5	10,9	8,8
P/BV	2,7	2,3	1,9	1,7
FCF Yield	8%	11%	13%	15%
EPS, руб.	25	28	35	44

Коэффициенты	2022	2023 (П)	2024 (П)	2025 (П)
Рентабельность валовой прибыли	33,1%	32,8%	32,0%	32,1%
Рентабельность EBITDA	19,5%	17,0%	17,9%	18,5%
Рентабельность EBIT	14,8%	12,0%	12,9%	13,6%
Рентабельность чистой прибыли	7,7%	8,1%	8,5%	9,1%
ROE	115,4%	58,4%	46,9%	46,4%
ROA	21,7%	18,9%	19,1%	20,3%
ROIC	57,8%	58,9%	65,0%	69,4%
Чистый долг/EBITDA (IAS 17), x	0,0	-0,5	-0,7	-0,7



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 2023 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

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 Данилов
Металлы и добыча, Глобальные рынки
VDanilov@veles-capital.ru

Елена Кожухова
Рынок акций, Драгоценные металлы
EKozhukhova@veles-capital.ru

Сергей Жителев
Металлы и добыча
SZhitelev@veles-capital.ru

Эльза Газизова
Металлы и добыча
EGazizova@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