

Навигатор прагматичного инвестора. Весна 2021 (17/03/21)

Не стоит смешивать Ozon и Fix Price, потому что они работают в разных сегментах: Ozon – это электронная коммерция, Fix Price в сегменте офлайн-торговли, причем в определенном ценовом сегменте так называемых низкомаржинальных товаров повседневного спроса. Этот формат в отличие от, например, зарубежных рынков в России развит довольно слабо. В общем-то, если оценивать рынок и конкурентные позиции участников этого рынка, то мне в голову приходят два игрока. Это, собственно, Fix Price с долей рынка почти 90% и Home Market с долей рынка примерно 4,5%.

Все остальное – это сегмент хозтоваров у дома, либо формат дрогери крупных ритейлеров, например, «Магнита», «Ленты» или X5. Но это все-таки немножко другая философия ценовой политики. Именно поэтому мы выделяем Fix Price как компанию с очень сильными конкурентными позициями.

Когда ассортиментный ряд делится четко на ценовые категории с фиксированной ценой: условно 59 рублей, 109 рублей, 159 рублей, 199 рублей и так далее, то любому конкуренту крайне сложно по уровню маржи зайти в этот сегмент и в эту нишу. Даже тот же Home Market не является магазином фиксированной цены.

Понятно, что с Fix Price с Ozon сравнить абсолютно не стоит. Да, у Fix Price есть с 2018 года онлайн-направление. Я, кстати, считаю, что это особенно в эпоху пост-пандемийного развития может стать одним из конкурентных преимуществ компании. Но не надо думать, что это конкурент для Ozon.

Это две абсолютно разные ниши. Скорее, конкурентом Fix Price может стать экспансия со стороны крупных ритейлеров, которые могут пытаться открывать в сегменте так называемых лоукостеров магазины товаров широкого потребления. В частности, насколько я помню, «Лента» открыла сеть «Чижик», которая является таковым.

Но с учетом того, что этот рынок в отличие от развивающихся стран в России крайне сжат и по прогнозам к 2027 году он должен вырасти чуть ли не втрое, здесь есть, где развернуться и куда выходить. Поэтому я оцениваю перспективы Fix Price достаточно позитивно.

Единственное, как обычно бывает с IPO в России, я не рекомендовал нашим клиентам участвовать в IPO, потому что понимал, что инвестиционные меморандумы эмитентов часто содержат немножко преувеличенную и приукрашенную информацию. Надо посмотреть, что происходит в первые дни после начала торгов.

Если говорить про то, что сейчас происходит с Ozon, то он стал жертвой панических продаж после обвала на рынке криптовалют, когда на прошлой неделе инвесторы по всему миру активно продавали бумаги ИТ-сегмента. Здесь под раздачу попал не только Ozon. Под раздачу попали все крупнейшие ИТ-компании, в числе которых «Яндекс», Qiwi, Mail.ru. За рубежом попала пятерка FAANG, то есть Facebook, Amazon, Apple, Netflix и Google. Попали телеком-компании типа AT&T и Verizon.

Как говорили раньше: «Говорим – партия, подразумеваем – Ленин», а сейчас: «Говорим – криптовалюта, подразумеваем – ИТ». Но на американских рынках уже начался отскок. Индекс Nasdaq вырос почти на 4%. Очевидно, что падение было связано с паническими продажами. Хотим мы этого или нет, цифровизация нашей жизни продолжает идти. Вот, например, новость, о том, что «Сбер» совместно с X5 запускают буквально с 1 апреля в магазинах X5 опцию оплаты товаров на кассе по сетчатке глаза. Вот цифровизация в чистом виде. Спрос на производителей ПО будет расти. Поэтому для Ozon который практически превратился в гиганта электронной коммерции, есть потенциал для роста.

На азиатских рынках основные индексы региона преимущественно снижаются, поскольку инвесторы ожидают итогов заседания Федеральной резервной системы (ФРС) США и новых экономических прогнозов регулятора.

В среду ФРС США примет решение по ставке и опубликует макроэкономические прогнозы. Эксперты ожидают, что регулятор сохранит базовую ставку на уровне 0-0,25% годовых, а также оставит без изменений программу выкупа активов. Аналитики, мнение которых приводит агентство Ассошиэйтед Пресс, считают, что глава ФРС Джером Пауэлл попытается убедить рынки в том, что регулятор сможет продолжать оказывать поддержку экономике, не провоцируя рост инфляции.

Новости от ФРС могут "либо ослабить, либо усилить некоторые из недавних опасений рынка в отношении стремительного роста доходности облигаций. Более активное снижение южнокорейского индекса обусловлено корпоративными новостями. Акции южнокорейской Samsung SDI, занимающейся производством дисплеев, батарей и аккумуляторов, которая является, в частности, поставщиком компонентов для Volkswagen и других автоконцернов, падают на 6%. Поводом послужили сообщения о том, что Volkswagen планирует строительство дополнительных заводов по производству аккумуляторов для электромобилей.

Индекс Shanghai Composite снижался на 0,31% — до 3435,96 пункта, Shenzhen Composite — рос на 0,59%, до 2209,49 пункта, гонконгский Hang Seng Index опускался на 0,09% — до 29000,18 пункта. Южнокорейский KOSPI снижался на 1,27% — до 3028,09 пункта, австралийский S&P/ASX 200 — на 0,51%, до 6792,4 пункта, японский Nikkei 225 — на 0,2%, до 29862,07 пункта.

Теперь к российскому рынку акций:

В лидерах снижения были бумаги "Норникеля" (-4,2%), попавшие под давление после новостей о том, что компания из-за подтопления рудников снизила прогноз по производству на 2021 год на 35 тысяч тонн никеля, 65 тысяч тонн меди и 22 тонны металлов платиновой группы. Ранее "Норникель" планировал произвести в 2021 году из собственного сырья 220-230 тысяч тонн никеля, 390-410 тысяч тонн меди, 2,715-2,843 миллиона унций палладия и 647-711 тысяч унций платины. Также подешевели акции ТМК (-3,3%), "Татнефти" (-2,2% префы, —2% "обычка"), "Распадской" (-1,9%).

В лидерах роста цены на российской площадке оказались опять выросшие акции "Белуги" (+40%), акции "Яндекса" (+2,5%), "ПИКа" (+2%), "Полюса" (+0,8%).

MAIL GROUP

Сегодня стало известно о том, что выручка "Mail.ru Цифровых технологий" - оператора облачной платформы Mail.ru Cloud Solutions и разработчика программных решений для бизнеса в прошлом году выросла в два раза по сравнению с предшествующим годом и превысила 2,3 миллиарда рублей.

- При этом выручка платформы Mail.ru Cloud Solutions обеспечила более 40% общего объема продаж всего направления, приблизившись к 1 миллиарду рублей.
- **Рост был достигнут благодаря расширению базы подписчиков и повышению числа платформенных сервисов, объем продаж которых увеличился в 3,4 раза, ежемесячно облачными сервисами компании пользуются более 16 тысяч заказчиков, из них 3 тысячи тратят на облачные сервисы более 100 тысяч рублей в месяц.**
- Кроме того, выручка от продаж платформы корпоративной социализации Digital Insider увеличилась на 70% год к году, а количество компаний, использующих решения на базе платформы "Налоговый мониторинг".
- **Выручка Mail.ru Group по итогам 2020 года выросла на 21,2%, до 107,428 миллиарда рублей. Показатель EBITDA снизился на 7,3% и составил 26,975 миллиарда рублей. Совокупная чистая прибыль компании снизилась на 32,1%, до 10,014 миллиарда рублей.**

- Мы считаем данную новость позитивной для бумаг MAIL, поскольку мы ожидаем кратного роста выручки от лицензий на программное обеспечение и от облачных сервисов. **Кроме того, планируется запуск всех функциональных продуктов в виде сервисов SaaS для пользователей облачной платформы.**
- **Целевая цена: 1884 руб. в среднесрочной перспективе.**

FIX PRICE

На прошлой неделе на Московской бирже стартовали торги бумагами Fix Price.

- **Ритейлер Fix Price представляет собой класс дискаунтеров, основной ассортимент которого составляют разнообразные потребительские товары нижнего ценового сегмента. Бизнес-модель компании предполагает фиксированные низкие цены на товары (59 руб., 99 руб., 199 руб. и т.д.).** Fix Price объединяет около 4,2 тыс. магазинов средней торговой площадью 200-210 кв. м, которые присутствуют в большинстве регионов России (78 из 85).
- Важно отметить, что для развития в удаленных и неприоритетных регионах компания использует франчайзинговую модель.
- **По итогам 2020-го года почти 90% выручки пришлось на розницу и еще около 10% на оптовые поставки. Это стало возможно благодаря запуску с 2018-го года сервиса онлайн-заказов.** Мы считаем, что перспективы этого направления, особенно в свете пандемии и роста спроса со стороны потребителей, остаются крайне оптимистичными. **Кроме того, заметим, что пока в России остается крайне проникновение онлайн в сегмент магазинов фиксированных цен, что открывает для компании широкие возможности на этом направлении, поэтому мы ожидаем роста доли онлайн-продаж опережающими темпами в ближайшие годы.**
- Из рисков компании стоит выделить растущую конкуренцию в сегменте низких цен со стороны действующих крупных ритейлеров и продовольственных сетей (X5 Retail и Магнит), которые в период пандемии стали активно развивать направление дискаунтеров в сегменте дрогери, что усиливает конкуренцию с Fix Price и усиливает переход конкурентов из онлайн-ритейла в сегмент низких цен.
- **Мы считаем данные позиции позитивными для бумаг Fix Price, поскольку компания обладает рядом конкурентных преимуществ; среди последних стоит отметить отсутствие долговой нагрузки вкупе с сильными рыночными позициями – доля Fix Price на рынке составляет 93%, тогда как доля ближайшего конкурента – Home Market – составляет около 4,5%.** Дело в том, что новым компаниям сложно войти на этот рынок из-за цены, которая является важнейшим элементом бизнес-модели Fix Price. Важно отметить и рост возможностей компании в онлайн-сегменте, где сеть торговых точек позволяет использовать их компанией в качестве центров выдачи заказов, сохраняя низкую отпускную цену за счет отсутствия затрат на доставку.
- **Да и сам российский рынок магазинов фиксированных цен за последние несколько лет вырос почти в 2 раза, но его удельный вес остается ниже, чем в других странах. Прогноз компании предполагает рост рынка в 3 раза до 2027-го года.**
- **Целевая цена: 765 руб. в среднесрочной перспективе.**

В сложившихся условиях наибольшую эффективность будут иметь следующие стратегии:

а) сокращать бумаги Аэрофлота

На прошлой неделе Аэрофлот обнародовал отчетность за IV квартал 2020-го года.

- **Чистый убыток по МСФО вырос в отчетном периоде в 6,4 раза до 43,8 млрд. руб. по сравнению с 6,79 млрд. руб. в октябре-декабре 2019 года.**
- **Прогноз по рынку предполагал квартальный чистый убыток группы в диапазоне от 28 млрд. до 41,5 млрд. руб. Скорректированный чистый убыток (без учета обесценения гудвила авиакомпании "Россия", выбытия дочерних компаний, прочих единоразовых эффектов) вырос отчетном периоде в 3,9 раза до 32,9 млрд. руб.**
- По итогам всего 2020-го года Аэрофлот получил 123,2 млрд. руб. чистого убытка против 13,5 млрд. руб. прибыли годом ранее, а квартальная выручка в IV квартале упала на 56% до 68 млрд. руб.
- **Ясно, что на фоне ограничения полетов из-за COVID-19 операционные расходы группы сократились на 33% до 103,4 млрд. руб., причем только на топливо - почти на 66%, до 15,5 млрд. руб., поскольку снизился и пассажиропоток: в IV квартале он упал на 49% год к году (до 7,1 млн. человек). Пассажирооборот снизился на 60% до 14,3 млрд. пассажиро-километров, а загрузка кресел – на 4,5% до 75%.**
- В принципе, подобные результаты были ожидаемы, поскольку компания продолжает переживать низкий зимний сезон первого квартала. С одной стороны, компания отмечает точечные улучшения по операционным показателям, загрузке и бронированию, но в целом ситуация пока остается крайне тяжелой.
- **Мы считаем данные отчетности негативными для бумаг Аэрофлота, поскольку результаты оказались хуже прогноза по рынку, но на позитив настраивает стартовавшая трансформация группы в виде открытия рейсов дочерними компаниями группы по новым маршрутам. В летнем сезоне авиакомпания "Победа" уже должна начать полеты из главного хаба группы – московского аэропорта "Шереметьево". Все эти действия направлены на долгосрочное повышение эффективности группы "Аэрофлот", и мы надеемся, что данные шаги окажут положительное влияние и на показатели текущего года.**
- **Целевая цена: 74,15 руб. в среднесрочной перспективе.**

б) накапливать бумаги Polymetal

На прошлой неделе совет директоров Polymetal, согласно обновленной дивидендной политике, предложил выплатить итоговые дивиденды за 2020 г в размере \$0,89 на акцию.

- **Отметим, что эта сумма включает \$0,74 на акцию, что составляет 50% от скорректированной чистой прибыли за II полугодие 2020 года, и дополнительный дивиденд на усмотрение совета директоров в размере \$0,15 на акцию.** Дополнительный дивиденд увеличивает объявленный дивиденд до максимальной выплаты в размере 100% свободного денежного потока за 2020 год на фоне устойчивого финансового положения и отличных результатов деятельности компании.

- **Таким образом, сумма выплат может составить около \$420 млн.**
- Общая сумма объявленных дивидендов за 2020 г составила \$608 млн. (\$385 млн. в 2019 году), или \$1,29 на акцию, что на 57% выше по сравнению с \$0,82 на акцию в 2019 году.
- **Напомним, что до сентября 2020 года дивидендная политика Polymetal предусматривала возможность выплаты специальных дивидендов, которые в 2019 году составили \$0,2 на акцию, но потом компания решила заменить их на новый подход к выплате финальных дивидендов.**
- Теперь минимальный размер финальных дивидендов остается на уровне 50% от скорректированной чистой прибыли за II полугодие при соблюдении соотношения чистого долга к EBITDA ниже 2,5x, но в дополнение к этому совет директоров может увеличить выплату до 100% от свободного денежного потока в том случае, если FCF больше 50% от скорректированной чистой прибыли.
- **Мы считаем данную новость позитивной для акционеров компании, поскольку налицо снижение чистого долга компании до \$1,351 млрд. с \$1,479 млрд. на конец 2019 г, а соотношение к скорректированной EBITDA составило 0,8x по сравнению с 1,38x в 2019 году, что существенно ниже целевого уровня в 1,5x.**
- **Целевая цена: 1623 руб. в среднесрочной перспективе.**

Рекомендации:

Покупать бумаги Fix Price - **среднесрочно**

Держать бумаги MAIL - **среднесрочно**

Держать бумаги Polymetal – **долгосрочно**

Сокращать бумаги Аэрофлота - **краткосрочно**

Долгосрочная перспектива – от 1 года

Среднесрочная перспектива – от 6 месяцев до 1 года

Краткосрочная перспектива – до 6 месяцев.

Настоящий обзор является услугой, оказываемой в соответствии с условиями договора №И-1/15 от 05.11.15. Настоящий обзор был подготовлен аналитическим отделом АО «ИК «РИКОМ - ТРАСТ» и носит исключительно информационный характер. Данная информация не может рассматриваться как обязательство компании по заключению сделок с инвестиционными инструментами, упоминаемыми в публикации. Информация, содержащаяся в обзоре, получена из источников, признаваемых нами достоверными, однако мы не гарантируем ее полноту и точность. АО «ИК «РИКОМ - ТРАСТ», ее клиенты и сотрудники могут иметь позицию или какой-либо интерес в любых сделках и инвестициях прямо или косвенно упоминаемых в настоящей публикации. АО «ИК «РИКОМ-ТРАСТ» и ее сотрудники не несут ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования настоящей публикации или ее содержания. Мы напоминаем, что любые инвестиции в российские ценные бумаги связаны со значительным риском.

17 марта 2021 года