



АФК Система: IPO Ozon, что уже в цене, а что — нет?

Вероятный диапазон IPO Ozon, портфельной инвестиции АФК Система, составляет \$4-12 млрд. Оценка ближе к середине нового диапазона на \$6,7,8 млрд, на наш взгляд, может подразумевать потенциал роста Системы еще на 9%, 20%, 31% , соответственно, относительно цены \$8,17/ГДР Системы. Первым днем торговли может стать 25 ноября.

По нашему мнению, рынок сейчас закладывает оценку Ozon в \$5 млрд, т.е. по верхней границе первого объявленного СМИ (в начале октября) диапазона (\$3-5 млрд).

Стоимость пакета Системы в МТС может сравняться со стоимостью пакета в Ozon при капитализации последнего в \$8,4 млрд.

Значительный рост спекулятивного интереса к сектору электронной торговли вызвал многократную переоценку актива в ходе подготовки компании. На наш взгляд, теоретические оценки стоимости Ozon от sell-side аналитиков едва успевают за новостями об изменяющихся диапазонах оценки Ozon. Постараемся разобраться, что уже в цене Системы, а что - нет.

АРИФМЕТИКА ПОКУПКИ OZON ЧЕРЕЗ СИСТЕМУ. ПРЕДПОЛОЖЕНИЯ:

- Система на данный момент владеет 43% в ретейлере Ozon - портфельной инвестиции АФК Система;
- В 1П20 основной владелец Системы Владимир Евтушенков исключал возможность проведения IPO Ozon. Поэтому основной рост, связанный с возможностью проведения IPO, пришелся на октябрь-ноябрь, на наш взгляд;
- SPO Детского мира прошло в начале сентября. С этого времени компании Системы (помимо Ozon) не сообщали о значительных корпоративных событиях, способных значительно повлиять на котировки Системы;
- Факторов, которые могли бы кардинально повлиять на восприятие дисконта Системы к сумме частей (SOTP), не было, на наш взгляд;
- Капитализация Системы на 1 октября, до появления в СМИ первой потенциальной оценки, составляла \$2 575 млн;
- На конец 3К, начало 4К теоретические оценки sell-side аналитиками стоимости Ozon составляли около \$2 млрд;
- Объявленный в начале октября первый диапазон для IPO составил \$3-5 млрд;
- 12 ноября Forbes опубликовал новый вероятный диапазон IPO в \$4-12 млрд.

ЗАВИСИМОСТЬ РОСТА GDR СИСТЕМЫ ОТ PRE-MONEY ОЦЕНКИ OZON

Оценка Ozon, \$ млн	Система, \$/ГДР	Потенциал роста, %
4000	7,1	-13%
5000	8,0	-2%
6000	8,9	9%
7000	9,8	20%
8000	10,7	31%
9000	11,6	42%
10000	12,5	53%
11000	13,4	63%
12000	14,2	74%

Источник: ITI Capital

Таким образом, можно получить индикатив роста оценки Ozon рынком через рост стоимости акций Системы.

ВЫВОДЫ:

По нашему мнению, рынок сейчас закладывает оценку Ozon в **\$5 млрд**, т.е. по верхней границе первого объявленного (в начале октября) диапазона.

Потенциал роста Системы с текущего уровня капитализации (\$3 942 млн; SSA \$8,17; AFKS RUB32,38) в зависимости от оценки Ozon составит:

- -13% по нижней границе нового диапазона Ozon в \$4 млрд;
- -2% при оценке нового Ozon в \$5 млрд;
- **+9% при оценке нового Ozon в \$6 млрд;**
- **+20% при оценке нового Ozon в \$7 млрд;**
- **+31% при оценке нового Ozon в \$8 млрд;**
- +42% при оценке нового Ozon в \$9 млрд;
- +53% при оценке нового Ozon в \$10 млрд;
- +63% при оценке нового Ozon в \$11 млрд;
- +74% по верхней границе нового диапазона в \$12 млрд.

Есть смысл рассматривать варианты ближе к середине нового диапазона, подразумевающие потенциал роста в 9%, 20%, 31% при оценке Ozon в \$6, \$7, \$8 млрд соответственно.

РИСКИ ДЛЯ СИСТЕМЫ. ПОДДЕРЖКУ ЛОКАЛЬНОГО ЛИСТИНГА НЕ СТОИТ НЕДООЦЕНИВАТЬ

Сбор заявок на IPO Ozon может начаться 18 ноября и продлиться до 24 ноября,

25 ноября может стать первым днем торгов и на Nasdaq, и на Московской бирже.

С одной стороны, нельзя исключать, что часть инвесторов предпочтет переложиться из акций Системы в акции Ozon, что может оказать давление на акции холдинга. С другой стороны, размещение сразу на двух торговых площадках может вызвать особенный интерес и оказать поддержку котировкам Ozon со стороны отечественных ретейл-инвесторов.

Можно вспомнить впечатляющую динамику котировок Mail.Ru Group, которая провела локальный листинг после размещения акций на зарубежных площадках. Ретроспективный анализ и других эмитентов позволяет сказать, что акции эмитента имеют тенденцию показывать динамику, скорее, лучше рынка после листинга на локальной бирже. Рост сопровождается увеличением объемов торговли. Кроме того, локальный листинг - важный параметр для включения в индекс MSCI Russia, что стимулирует приток дополнительных средств не только пассивных, но и активных инвесторов. Система, скорее всего, не будет продавать свой пакет в Ozon в ходе IPO, и в случае роста котировок Ozon ее акции также получат поддержку.

МТС МОЖЕТ ПЕРЕСТАТЬ БЫТЬ ДОМИНИРУЮЩИМ АКТИВОМ СИСТЕМЫ?

Нельзя исключать, что IPO Ozon приведет к фактическому снижению дисконта Системы к сумме ее частей в силу восприятия инвесторами. На данный момент стоимость пакета основного публичного актива Системы, МТС, в портфеле Системы составляет \$3,6 млрд. Для получения аналогичной стоимости пакета Ozon его капитализация должна составить \$8,4 млрд, что в рамках нового потенциального диапазона IPO.

Публичная оценка столь крупного актива Системы может привести к улучшению восприятия инвесторами относительно сложной холдинговой структуры Системы. В результате на практике не исключено снижение как самого дисконта акций Системы к сумме его частей (SOTP), так и диапазона его колебаний, который исторически особенно велик в кризисные периоды.

КОНТАКТЫ

Торговые операции

Михаил Дуров | Трейдер по инструментам с фиксированной доходностью | Mikhail.Durov@iticapital.com

Продажи

Александр Панфилов | Руководитель отдела продаж инструментов с фиксированной доходностью | Aleksandr.Panfilov@iticapital.com

Аналитика

Искандер Луцко | Руководитель аналитического отдела, главный инвестиционный стратег | Iskander.Lutsko@iticapital.com

Ольга Николаева | Старший аналитик по инструментам с фиксированной доходностью | Olga.Nikolaeva@iticapital.com

Станислав Юдин | Старший аналитик рынка акций | Stanislav.Yudin@iticapital.com

Ирина Фомкина | Аналитик | Irina.Fomkina@iticapital.com

Елизавета Хёрн | Аналитик | Elizaveta.Herne@iticapital.com

Олег Макаров | Главный редактор | 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/>