

# Повышение оценки справедливой стоимости акций ПАО «ОР»

## ГК «Обувь России», тикер OBUV

Мы повышаем нашу оценку справедливой стоимости акций ПАО «ОР» до 86 рублей за 1 акцию. Прежняя оценка составляла 80 рублей за 1 акцию. Оценка справедливой цены превышает цену закрытия торгов 25 февраля (48,7 р.) на 76%.

**Поводом к изменению оценки стали предварительные результаты операционной деятельности группы компаний за 2019 год:**

- Объем консолидированной неаудированной выручки Группы за 2019 год увеличился на 17,9% – до 13,622 млрд руб. по сравнению с 11,554 млрд руб. в 2018 году.

- За 12 месяцев «Обувь России» открыла более 200 магазинов, чистый прирост составил 181 магазин (с учетом релокации и закрытия некоторых торговых точек). В результате на 31.12.2019 года розничная сеть Группы насчитывала 908 магазинов (из них 172 франчайзинговые) в 370 городах России.

- Портфель по услуге рассрочки платежа в 2019 году увеличился на 8,2% по сравнению с 2018 годом – до 3,158 млрд руб., а рост портфеля по денежным займам в 2019 году составил 42,9% по сравнению с 2018 годом – до 2,502 млрд руб.

- Общая торговая площадь собственных магазинов увеличилась на 15% с 53,8 тыс. кв.м в 2018 году до 61,9 тыс. кв.м в 2019 году.

- Число участников программы лояльности, которая действует во всех розничных сетях, входящих в Группу, за 12 месяцев увеличилось на 13,9% – до 2,550 млн, по сравнению с 2,239 млн в 2018 году. 57% покупок в течение отчетного периода совершалось с использованием карт лояльности.

Отчет, объективно, сильный. Компания показала рост по всем ключевым показателям, в том числе на фоне аномально теплой зимы.

**Важно, что прирастают все направления, что увеличивает диверсификацию бизнеса, снижая кредитные риски «Обуви России». Группа остается, в нашем понимании, недооцененной.**

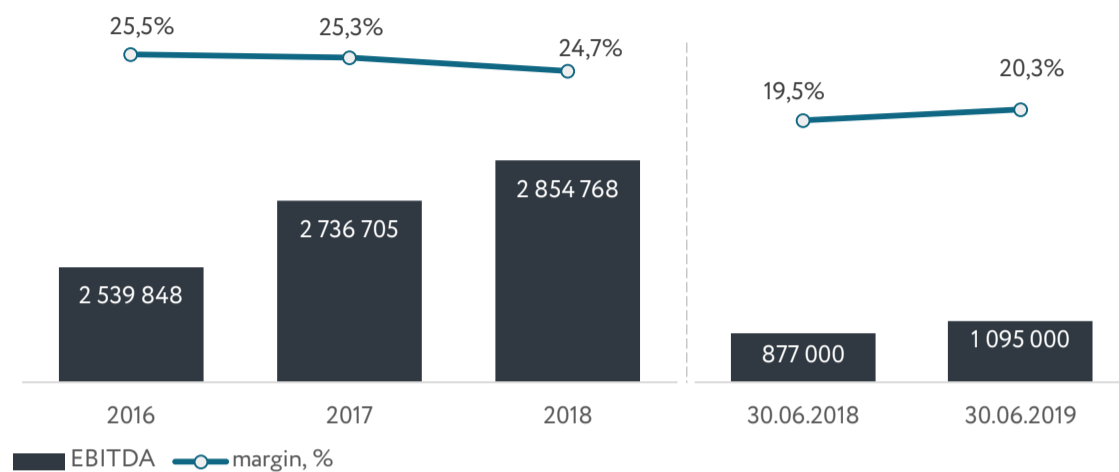
Наши ожидания по приросту EBITDA – не менее +15% к уровню 2018 года (прогноз 2019 года 3 250 – 3 300 млн руб. против факта 2 855 млн руб. в 2018 году). Есть ожидания по приросту чистой прибыли, хотя ее рост может быть более медленным в сравнении с ростом выручки и EBITDA из-за больших капитальных затрат. В то же время, с 2020 года ГК планирует свое развитие без дальнейших значимых капитальных вложений: торговая сеть сформирована, новых приобретений не планируется.

Считаем оправданным для «Обуви России» соотношение капитализации к прибыли на уровне не ниже 7, что незначительно превышает среднее значение P/E для российского рынка акций (6,26 по состоянию на 25 февраля). Ожидаем повышения чистой прибыли в 2019 году в сравнении с 2018 годом не менее чем на 5% (до 1,4 млрд руб. против 1 332 млн руб. в 2018 году).

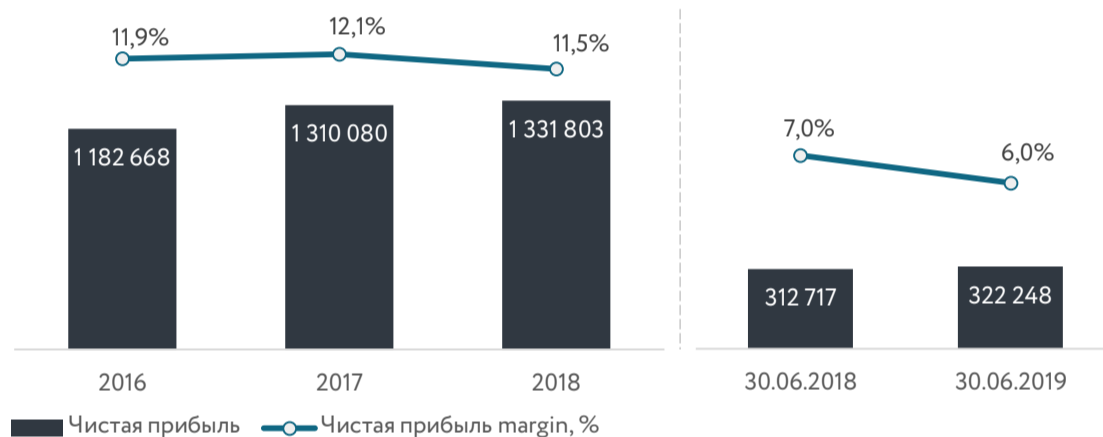
Таким образом, оцениваем справедливую стоимость ГК «Обувь России» в 9,75 – 9,8 млрд руб. Что соответствует, округленно, 86 рублям за 1 акцию. Оценка справедливой цены повышена на 8% в сравнении с нашей предыдущей оценкой.

## Основные показатели ГК по данным консолидированной отчетности по международным стандартам, тыс. руб.

### EBITDA margin



### Маржа прибыли за период, %



### Выручка



### Чистый долг / EBITDA LTM



## Какие преимущества и позитивные тренды мы наблюдаем у «Обуви России»

**Диверсификация бизнеса.** Мы позитивно оцениваем диверсификацию бизнеса Группы, которая позволяет поддерживать выручку на плановом уровне даже в неблагоприятных условиях для классического обувного бизнеса (как, например, текущая зима).

**Успешная история реализации стратегии.** ГК стабильно выполняет собственные планы: трехлетняя стратегия, озвученная на IPO, была выполнена за два года – группа нарастила свою сеть до 1 000 магазинов и стала второй по размерам во всей России.

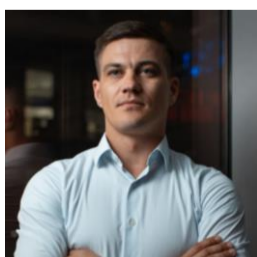
**Снижение кредитных рисков.** Также, 15 января компания изменила ставку купона по облигациям ОБУВЬРУС-07 с 13,8% до 10%. Эта доходность находится ровно на кривой рейтинга ruBBB+, что показывает бенчмарк для роста котировок других выпусков эмитента. Доходность недавно размещенных выпусков облигаций БО-01 и БО-02, в том числе и по факту данной новости, активно снижалась с начала года, достигнув, в среднем, 11,15% к погашению (доходность при размещении – 12,6%). По нашему мнению, доходность данных выпусков продолжает иметь потенциал снижения.

**Угрозы и риски. Низкая ликвидность активов.** В качестве факторов риска оцениваем низкую ликвидность активов ГК, а также их концентрацию в запасах. В то же время, концентрация в запасах объясняется спецификой бизнеса: запасы – скорее, инвестиция в магазин, нежели операционная трата.

**Работа с рисками. Завершение инвестиционной фазы.** На настоящий момент ГК завершила инвестиционную фазу и не планирует открытия новых точек продаж в 2020 году. Таким образом, дальнейший рост низколиквидных активов будет замедлен, что позволит сконцентрироваться на операционной деятельности и поднять маржинальность новых открытых точек



**Александров Дмитрий**  
Управляющий директор  
+7 (926) 919-91-00  
[aleksandrov@ivolgacap.com](mailto:aleksandrov@ivolgacap.com)



**Марков Иван**  
Начальник отдела по работе  
с состоятельными клиентами  
+7 (929) 509-65-50  
[markov@ivolgacap.com](mailto:markov@ivolgacap.com)



[ivolgacap.ru](http://ivolgacap.ru)  
+7 (495) 150-08-90  
[dcm@ivolgacap.com](mailto:dcm@ivolgacap.com)



@probonds

Ivolga Capital

---



@probonds



**Ограничение ответственности.** Информация, содержащаяся в настоящем письме, 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 «Иволга 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.

Приведенная информация и мнения составлены на основе публичных источников, которые признаны надежными, однако за достоверность предоставленной информации ООО ИК «Иволга Капитал» ответственности не несет. Приведенная информация и мнения формируются различными экспертами, в том числе независимыми, и мнение по одной и той же ситуации может кардинально различаться. Принимая во внимание вышеизложенное, не следует полагаться исключительно на представленный материал в ущерб проведению независимого анализа. ООО ИК «Иволга Капитал» и её аффилированные лица и сотрудники не несут ответственности за использование данной информации, за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной информации, а также за ее достоверность.