

Оценка IPO Ozon

16 ноября, 2020

Краткое описание компании

1998 год

— дата рождения Ozon. Компания начиналась как книжный интернет-магазин, но затем стала крупным маркетплейсом.

С мая **2019** года

Ozon продает товары иностранных продавцов.

5-25%

составляет комиссия Ozon за выполненный заказ. Это главный источник выручки компании.

Продукт Ozon

Рынок присутствия — Россия. Основной бизнес компании — маркетплейс, который соединяет покупателей с продавцами. Маркетплейс предусматривает две схемы работы:

1. Продажа со склада Ozon (FBO)
2. Продажа с собственного склада (FBS)

В обоих случаях Ozon обеспечивает логистику товаров. В случае, если товар хранится на складе Ozon, компания получает дополнительную комиссию, которая зависит от размера продукции.

Кроме того, Ozon покупает товары со скидкой напрямую у производителей и реализует их через маркетплейс. Недавно Ozon запустил рассрочку без привлечения банков партнеров (и получил дополнительные 7% наценки), а также услугу бронирования Ж/Д и авиа-билетов.

Ключевые показатели



40%

населения России
получает доставку на
следующий день



95%

посылок доставляется
вовремя



11.4 млн

уникальных
пользователей
приложения в месяц

Income Statement

(LTM, billions)

Revenue	87.5 ₺
YoY Growth	68%
EBITDA	-13.0 ₺
Net Income	-19.2 ₺

Balance Sheet

(october 2020, billions)

Cash	5.0 ₺
Assets	49.0 ₺
Debt	10.6 ₺
Equity	-5.6 ₺

Shareholders

(с учетом опционов)

Sistema VC	45.2%
Baring Vostok	45.1%
Index Ventures	6.0%
Princeville Global	5.6%

Venture Capital & Valuation

(october 2020)

Total Raised	\$687M
Last Round Valuation	N/A
Valuation at IPO	N/A

Целевой рынок

46 трлн ₹

достигнет объем розничного рынка РФ к 2025 году.

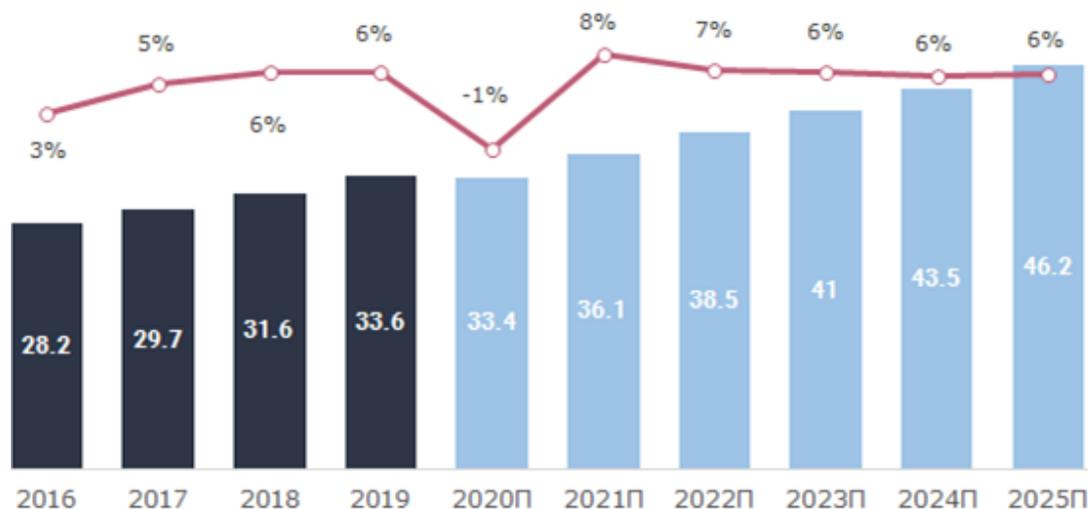
6%

составляет доля e-commerce от общего розничного рынка РФ. В западных странах проникновение e-commerce в розницу превышает 10%.

25%

составит среднегодовой темп роста (CAGR) рынка e-commerce до 2025 года.

Розничный рынок России (2016-2025, trillions ₹)



Риски

Существенный риск для Ozon, как и для прочих российских компаний — страна присутствия. В проспекте эмиссии Ozon неоднократно ссылался на политические и санкционные риски, несовершенную систему законодательства, сложившуюся практику рейдерских захватов.

1 млрд ₽

исковые претензии Сбера к Ozon. Это составляет 20% от текущего кэша компании. Если дело дойдет до суда, и компания проиграет, то это будет неприятный удар по операционной деятельности.



Убыточность

Последние 20 лет Ozon терпит убытки. Компания нацелилась на агрессивный рост, поэтому в будущем ситуация не изменится.



Конкурененты

На продажу зарубежных товаров пришлось 29% российского рынка интернет-торговли в 2019 году. В будущем возможна конкуренция с зарубежными площадками.



Доначисление налогов

Существует угроза дополнительных налогов или штрафов, если самозанятых классифицируют как сотрудников.



COVID-19

Доходы населения РФ упали на 4.3% из-за пандемии. Если тенденция сохранится, то дальнейшее падение доходов приведет к стагнации торговли.

DCF-оценка компании

- 1 Мы заложили темп роста выручки в соответствии с уровнем роста рынка e-commerce.
- 2 Мы предположили, что к 2025 году показатель EBITDA margin достигнет отраслевого значения 9%.
- 3 При расчете терминальной стоимости, долгосрочный темп роста составил 2%.
- 4 Ставка дисконтирования заложена на уровне 16.22% в соответствии с таблицами Асвата Дамодарана.

billions, ₹	2020 LTM	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	TV
Revenue	88	107	130	159	191	231	279	
Growth, % 1	46.0%	22.0%	22.0%	22.0%	20.0%	21.0%	21.0%	
EBITDA	-16	-14	-12	-7	0	21	25	
EBITDA margin % 2	-18%	-13%	-9%	-4%	0%	9%	9%	
EBIT	-19	-19	-17	-13	-7	2	16	
EBT margin %	-22%	-17%	-13%	-8%	-4%	1%	6%	
TAX	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.5	-3.1	
NOPAT	-19.3	-18.6	-16.7	-13.1	-6.9	1.8	12.5	
Amortization & Depreciation	4.3	4.8	5.2	5.5	5.2	4.2	1.6	
CAPEX	-7.4	-7.6	-7.5	-7.1	-6.0	-4.2	-1.4	
Change in Working Capital	4.0	2.9	1.3	1.1	0.5	0.2	-0.5	3
FCFF	-18.3 ₹	-18.5 ₹	-17.7 ₹	-13.5 ₹	-7.1 ₹	2.0 ₹	12.2 ₹	87.5 ₹
Discount rate 4	0.98	0.84	0.72	0.62	0.54	0.46	0.40	0.40
Discounted FCF	-2.51	-15.56	-12.84	-8.45	-3.83	0.92	4.85	34.77
Implied EV/EBITDA	0.0x	0.0x	0.0x	0.0x	0.0x	0.0x	0.0x	
Enterprise Value	-2.65							DCF opinion: Miss

Multiple-оценка компании

- 1 В качестве конкурентов мы взяли крупных интернет-ритейлеров, которые котируются на американских биржах.
- 2 Поскольку Ozon является убыточной компаний, мы использовали EV/Revenue в качестве мультипликатора.
- 3 Полученные мультипликаторы мы скорректировали на страновой риск.
- 4 Для расчета нейтральной, оптимистичной и пессимистичной оценки мы использовали медиану, верхний и нижний квартили.

Company	Country	EV, \$	LTM Revenue, \$	YoY Quarterly Revenue Growth	EV / Revenue	Adjusted EV / Revenue*
Amazon.com, Inc.	USA	1525.0B	347.9B	37%	x4.4	x0.7
Alibaba Group Holding Limited	China	689.8B	83.4B	32%	x8.3	x4.5
Pinduoduo Inc.	China	155.0B	5.3B	61%	x29.5	x15.9
JD.com, Inc.	China	121.5B	92.7B	29%	x1.3	x0.7
eBay Inc.	USA	36.2B	12.2B	25%	x3.0	x0.5
Chewy, Inc.	USA	26.0B	5.9B	47%	x4.4	x0.7
Wayfair Inc.	USA	25.2B	13.0B	67%	x1.9	x0.3
Etsy, Inc.	USA	15.6B	1.4B	128%	x11.3	x1.8
Carvana Co.	USA	38.5B	4.9B	41%	x7.9	x1.2
Vipshop Holdings Limited	China	13.5B	13.1B	2%	x1.0	x0.6
Farfetch Limited	UK	14.5B	1.3B	71%	x10.9	x0.7
Dada Nexus Limited	China	6.6B	522.5M	86%	x12.7	x6.8
Baozun Inc.	China	3.2B	1.1B	21%	x2.8	x1.5
Qurate Retail, Inc.	USA	9.5B	13.9B	10%	x0.7	x0.1
Overstock.com, Inc.	USA	1.8B	2.2B	111%	x0.8	x0.1
Revolve Group, Inc.	USA	1.3B	590.6M	-2%	x2.3	x0.4
	Ozon LTM Revenue, P Usd/Rub	87.5B 77.50	Mean Median	48% 39%	x6.4 x3.7	x2.3 x0.7
	Ozon LTM Revenue, \$ YoY Revenue Growth	1.1B 68%	75 quantile 25 quantile	68% 24%	x8.9 x1.8	x1.6 x0.4
Ozon optimistic EV-valuation		10.1B	Ozon adjusted optimistic EV-valuation		1.8B	
Ozon neutral EV-valuation		4.1B	Ozon adjusted neutral EV-valuation		770.6M	
Ozon pessimistic EV-valuation		2.0B	Ozon adjusted pessimistic EV-valuation		488.3M	

* Показатель скорректирован на страновой риск

Положительные факторы

Основное преимущество Ozon заключается в рынке, на котором он находится.

Е-commerce в России развивается быстрее розницы, а низкий уровень его проникновения оставляет место для роста.

Таким образом, если Ozon сохранит лидерство, то ежегодный рост выручки составит как минимум 20-25%.

При этом сейчас Ozon растет быстрее рынка — за 9 месяцев 2020 года рост выручки составил 68%.

Привлекательный рынок. Темп роста e-commerce составляет 25%, что в 4 раза превышает темп роста розничного рынка. Низкий уровень проникновения e-commerce в розницу оставляет пространство для дальнейшей экспансии.

Протекционизм государства. Россия ужесточает лимит беспошлинного ввоза товаров из-за границы — лимит снизится до 200 евро в месяц. Это повысит число покупателей у местных игроков, в том числе у Ozon.

Консолидация рынка. Текущий рынок фрагментирован — на трех лидеров приходится 18% продаж. В будущем рынок консолидируется, и Ozon сможет получить преимущество.

Цель IPO. Привлеченные средства пойдут на развитие бизнеса — улучшение IT-систем и логистики. Деньги, полученные на венчурных раундах, Ozon использовал для аналогичных задач и таким образом увеличивал оценку компании.

Отрицательные факторы

Мажоритарные акционеры Ozon — финансовая корпорация АФК “Система” и фонд прямых инвестиций Baring Vostok.

Обе структуры подверглись судебным преследованиям, в результате которых потеряли активы. Так, АФК “Система” проиграла иск Роснефти и выплатила $\text{R}100$ млрд, а Baring Vostok потерял банк “Восточный” (кроме того, руководитель фонда Майкл Калви недавно находился под следствием).

Мы не знаем, повторится ли ситуация в будущем. В любом случае существует ряд рисков, которые лежат в неторговой плоскости.

Стагнация торговли. Если падение доходов россиян продолжится, то это приведет к стагнации торговли. Рост розничного рынка замедлится, рост маркетплейсов — тоже. Предположения, сделанные в оценочных моделях потребуют пересмотра.

Убытки и отсутствие дивидендов. Ozon имеет отрицательные FCF и EBITDA. Компания планирует рост и не планирует выплату дивидендов в обозримом будущем. Кроме того, маркетплейсу придется улучшить условия для партнеров, чтобы остаться лидером рынка — это отрицательно повлияет на маржинальность бизнеса.

Неизвестные цели акционеров. Мажоритарные акционеры не сообщили о своих планах на IPO. Если они захотят выйти из бизнеса (что вероятно), то рынок воспримет это как негативный сигнал.

Неторговые риски. Существует ряд налоговых, юридических и политических рисков, связанных с ведением бизнеса в России. Эти риски включают несовершенную систему законодательства и международные санкции.

Вывод

Точные характеристики IPO на момент составления отчета не появились. Но если верить источникам СМИ, то Ozon [планирует](#) размещение по оценке компании от \$4b до \$12b. Этот диапазон коррелирует с нашими расчетами, которые мы предоставили на слайде multiple-valuation.

Однако, такая стоимость не учитывает страновой риск. Также она не учитывает ряд специфических рисков, присущих Ozon. Мы считаем, что справедливая оценка компании значительно меньше, и находится в диапазоне от \$771m до \$1.8b.

Кроме того, мы допускаем, что текущие акционеры будут продавать доли и выходить из бизнеса. Если это случится, то дополнительное предложение крупных пакетов акций негативно повлияет на динамику цен.

Наше частное мнение — Ozon переоценен. IPO лучше пропустить.

Quantile Consulting

Делаем независимую аналитику IPO

quantile.consulting

info@quantile.consulting

Дисклеймер: любую аналитику мы публикуем на правах частного мнения. Мы НЕ даем инвестиционных рекомендаций и НЕ гарантируем получение дохода. Мы можем быть правы, а можем ошибаться. Полагаться на наши предположения или нет — решать вам.