

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Vinci Partners (VINP)

 Потенциал роста: **30%**

 Целевая цена: **\$23,4**

 Диапазон размещения: **\$16-\$18**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Бразилия | Финансовые услуги

оценка перед IPO

IPO VINP: бразильская платформа для инвестиций



Выручка, 9M2020 (млн BRL)	235
EBIT, 9M2020 (млн BRL)	151
Прибыль, 9M2020 (млн BRL)	117
Чистый долг, 9M2020 (млн BRL)	0

P/E, 2020 (x)	—
P/S, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	64

Капитализация IPO (млн USD)	944
Акции после IPO (млн шт)	55,1
Акции к размещению (млн шт)	13,9
Объем IPO (млн USD)	235,8
Минимальная цена IPO (USD)	16
Максимальная цена IPO (USD)	18
Целевая цена (USD)	23,4
Дата IPO	27 января

 Динамика акций | биржа/тикер **NASDAQ/VINP**

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	—	—	—
vs S&P 500	—	—	—

Абдикаримов Ерлан
 Директор Департамента финансового анализа
 (+7) 727 311 10 64 (614) | abdikarimov@ffin.kz

Бектемиров Алем
 Младший инвестиционный аналитик
 (+7) 727 311 10 64 (932) | bektemirov@ffin.kz

27 января состоится IPO компании Vinci Partners Investments Ltd. Компания является инвестиционной платформой в Бразилии, которая была основана в 2009 году. Андеррайтерами размещения выступают J.P. Morgan, Goldman Sachs и BTG Pactual.

Vinci Partners Investments Ltd: о компании. Основные сегменты бизнеса компании включают рынок частного капитала, акции публичных компаний, недвижимость, хедж-фонды и инвестиционные продукты. Компания также предоставляет услуги финансового консалтинга, сосредоточенного в основном на консультационных услугах перед IPO и M&A для бразильских компаний среднего рынка (выручка от 100 до 600 млн реалов), также компания была ведущим инвестором при IPO Vitru в сентябре 2020 года. С момента основания активы под управлением компании выросли в 23 раза, с 1,9 млрд бразильских реалов до 46,1 млрд бразильских реалов, на 30 сентября 2020 года.

История компании. Vinci Partners начала свою историю в 2000-х годах, когда группа нынешних партнеров начала инвестировать путем создания первого фонда прямых инвестиций. В последующие годы данная группа продолжила свой путь, добавив несколько дополнительных классов активов, таких как хедж-фонды и акции публичных компаний. В 2009 году группа основала компанию Vinci Partners и с момента создания непрерывно инвестирует и развивает свои внутренние модели, инвестиционные процессы, операции, технологии, человеческие ресурсы, культуру и отношения с инвесторами для поддержки и использования того, что сейчас является многопродуктовой платформой.

Бизнес-сегменты. Частный акционерный капитал. Основным стратегическим направлением сегмента прямых инвестиций является создание стоимости путем стимулирования роста доходов, производительности и прибыльности посредством значительных операционных и управленческих изменений в портфельных компаниях с помощью патентованного процесса «Value from the Core». **Акции публичных компаний.** Стратегия инвестирования в акции публичных компаний предусматривает 3 ключевые подстратегии: фундаментальный анализ, дивиденды и доход. **Недвижимость.** Сегмент недвижимости Vinci Partners является седьмым по величине REIT в Бразилии, известных как Fundos de Investimento Imobiliário. **Хедж-фонды.** На текущий момент компания управляет капиталом в 2,4 млрд бразильских реалов, а сама стратегия предусматривает инвестирование в 5 основных субстратегий: номинальные проценты, инфляция, товары, валюты и стратегии акций.

Мы видим апсайд в 30% по модели EVA. С учетом средних вводных модель по модели EVA проецирует оценку собственного капитала в \$1,347 млрд при целевой цене в \$23,4 на 1 простую акцию с потенциалом роста 30%.

Vinci Partners Investments Ltd: финансовые показатели

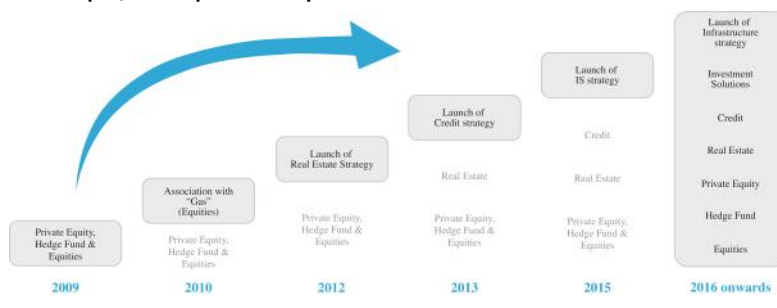
Отчет о прибыли, млн BRL	2018	2019	9M2020	Балансовый отчет, млн BRL	2018	2019	9M20
Общая выручка	172	297	235	Наличность	12	4	95
Расходы на персонал	44	63	51	Финансовые инструменты	38	86	21
G&A	47	51	34	Торговая кредиторская задолженность	21	59	33
EBITDA	81	201	163	Аренда	3	3	3
Амортизация	0	18	12	Налог	0	1	1
EBIT	81	183	151	Прочая дебиторская задолженность	1	5	7
Доход от инвестиции	7	20	5	Текущие активы	75	157	160
Прочие финансовые доходы	1	1	1	Финансовые инструменты	14	24	27
Финансовые расходы	(12)	(12)	(10)	Торговая кредиторская задолженность	0	16	22
Доналоговая прибыль	78	192	147	Аренда	5	3	1
Налог	21	36	30	Налог	1	1	0
Чистая прибыль	57	156	117	Отложенный налог	1	2	5
				Прочая дебиторская задолженность	1	1	1
				ОС	19	16	16
				Аренда	82	88	84
				НМА	4	3	2
				Активы	202	312	319
				Торговая кредиторская задолженность	0	0	0
				Отложенный доход	0	0	20
				Аренда	16	18	18
				Кредиторская задолженность	3	38	2
				Обязательства по труду	18	31	29
				Налог	8	16	18
				Текущие обязательства	45	103	89
				Кредиторская задолженность	2	0	0
				Аренда	77	85	81
				Кредиторская задолженность связ-х сторон	9	0	2
				Отложенный налог	2	9	11
				Увеличение капитала	1	0	0
				Всего обязательства	134	197	182
				Конвертируемые акции	0	0	0
				Общий капитал	68	115	137
				Всего обязательства и капитал	202	312	319
				Позлементный анализ ROIC	2018	2019	9M20
				Маржа NOPLAT, %	-	-	-
				ICFO, x	-	-	-
				AICFO, x	-	-	-
				ROIC, %	-	-	-
				Себестоимость/выручка, %	-	-	-
				Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
				WCTO, x	-	-	-
				FATO, x	-	-	-
				Ликвидность и структура капитала	2018	2019	9M20
				EBIT/процентные платежи, x	-	-	-
				Текущая ликвидность, x	-	-	-
				Долг/общая капитализация, %	-	-	-
				Долг/активы, %	1%	12%	1%
				Долг/собственные средства, x	0,22	9,67	0,02
				Долг/IC, %	-	-	-
				Собственные средства/активы, %	6%	1%	30%
				Активы/собственный капитал, x	-	-	-
				Мультипликаторы	2018	2018	9M20
				P/B, x	-	-	-
				P/E, x	-	-	-
				P/S, x	-	-	-
				EV/EBITDA, x	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-
Справочные данные	2018	2019	9M2020				
Акции в обращении, млн штук	-	-	-				
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-				
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-				
Рыночная капитализация, USD	-	-	-				
EV, USD	-	-	-				
Капитальные инвестиции, BRL	1	2	2				
Рабочий капитал, BRL	-	-	-				
Реинвестиции, BRL	-	-	-				
BV, USD	-	-	-				
Инвестированный капитал	-	-	-				
EPS, USD на акцию	-	-	-				

Vinci Partners Investments Ltd: ключевые факты

Vinci Partners Investments Ltd: о компании. Компания является инвестиционной платформой в Бразилии, которая была основана в 2009 году. Основные сегменты бизнеса компании включают рынок частного капитала, акции публичных компаний, недвижимость, хедж-фонды и инвестиционные продукты. Компания также предоставляет услуги финансового консалтинга, сосредоточенного в основном на консультационных услугах перед IPO и M&A для бразильских компаний среднего рынка (выручка от 100 до 600 млн реалов), также компания была ведущим инвестором при IPO Vitru в сентябре 2020 года.

С момента основания активы под управлением компании выросли в 23 раза, с 1,9 млрд бразильских реалов до 46,1 млрд бразильских реалов, на 30 сентября 2020 года.

Иллюстрация 1. Хронология развития компании



Источник: по данным компании

История компании. Vinci Partners начала свою историю в 2000-х годах, когда группа нынешних партнеров начала инвестировать путем создания первого фонда прямых инвестиций. В последующие годы данная группа продолжила свой путь, добавив несколько дополнительных классов активов, таких как хедж-фонды и акции публичных компаний.

В 2009 году группа основала компанию Vinci Partners и с момента создания непрерывно инвестирует и развивает свои внутренние модели, инвестиционные процессы, операции, технологии, человеческие ресурсы, культуру и отношения с инвесторами для поддержки и использования того, что сейчас является многопродуктовой платформой.

Бизнес-сегменты.

Частный акционерный капитал. Стратегия прямых инвестиций компании основана на отраслевом подходе. Основным стратегическим направлением сегмента прямых инвестиций является создание стоимости путем стимулирования роста доходов, производительности и прибыльности посредством значительных операционных и управленческих изменений в портфельных компаниях с помощью патентованного процесса «Value from the Core».

Акции публичных компаний. Стратегия инвестирования в акции публичных компаний предусматривает 3 ключевые подстратегии: фундаментальный анализ, дивиденды и доход.

Недвижимость. Сегмент недвижимости Vinci Partners является седьмым по величине REIT в Бразилии, известных как Fundos de Investimento Imobiliário. Стратегия в области недвижимости предусматривает инвестирование по 4 субстратегиям: торговые центры, промышленность и логистика, офисы и финансовые инструменты, связанные с активами недвижимости.

Хедж-фонды. На текущий момент компания управляет капиталом в 2,4 млрд бразильских реалов, а сама стратегия предусматривает инвестирование в 5 основных субстратегий: номинальные проценты, инфляция, товары, валюты и стратегии акций.

Потенциальный рынок. Согласно отчету Оливера Ваймана за 2019 год, к концу 2024 года объем активов на хранении или AUC (включая депозиты, пенсионные фонды и активы под управлением) достигнет почти 13,8 трлн бразильских реалов.

Оценка по модели EVA: огромный потенциал рынка и низкие процентные ставки проецируют потенциал в 30%

Для оценки собственного капитала Vinci Partners Investments Ltd мы использовали модель экономической добавленной стоимости (EVA) ввиду принадлежности компании к финансовой модели бизнеса.

Прогноз выручки: снижение темпов роста в 2020 году на фоне пандемии и восстановление темпов роста в 2021 году. Бразилия является одним из ведущих инвестиционных рынков Латинской Америки, и низкие процентные ставки на рынке могут стать дальнейшим драйвером роста выручки компании. Также у компании довольно большой потенциальный рынок, который оценивается в 13,8 трлн бразильских реалов.

Прогноз по прибыли: стабилизация маржи чистой прибыли на уровне 60%, что выше среднеотраслевого уровня в 40% на фоне сильных показателей за последний год и за 9М 2020 года. С учетом текущей маржи чистой прибыли в 52% и ее роста до 60% к 2029 году мы ожидаем постепенного роста чистой прибыли до 2,429 млрд бразильских реалов.

Cost of Equity = 14,1%. Затраты на собственный капитал равны 14,1% исходя из коэффициента бета в 1,19, безрисковой ставки Бразилии в 7% и премии за риск инвестирования в 6%.

ROE в постпрогнозном периоде на 2,7% ниже уровня последнего года прогнозного периода. Терминальные темпы роста чистой прибыли были спрогнозированы нами на уровень отраслевых значений.

Стоимость собственного капитала составила 7,366 млрд бразильских реалов, учитывая инвестированный капитал в 115 млн бразильских реалов, избыточные доходы в стадии быстрого роста в 3,1 млрд бразильских реалов и 4,152 млрд бразильских реалов в стадии зрелого роста.

Наша целевая цена, таким образом, составила \$23,4 за акцию, потенциал к верхней границе в \$18 составляет 30%.

Соотношение USD/BRL на момент оценки составляло 5,4666.

Иллюстрация 2. Оценка по модели EVA компании Vinci Partners Investments Ltd.

Модель прогнозного периода, млн USD	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
# года			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Inputs:	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Выручка	172	297	356	566	844	1 190	1 596	2 049	2 534	3 034	3 532	4 015
темпа роста, %		72%	20%	59%	49%	41%	34%	28%	24%	20%	16%	14%
Маржа чистой прибыли	33%	52%	51%	52%	53%	54%	55%	56%	57%	58%	59%	60%
Активы на конец года	202	312	319	577	991	1 633	2 614	4 127	6 547	10 767	19 582	48 572
Equity начало периода		68	115	295	587	1 033	1 674	2 551	3 700	5 149	6 917	9 015
Чистая прибыль	57	156	180	292	446	641	877	1 149	1 449	1 768	2 097	2 429
темпа роста, %		175%	16%	62%	52%	44%	37%	31%	26%	22%	19%	16%
ROE, %		229%	157%	99%	76%	62%	52%	45%	39%	34%	30%	27%
ROA, %		49,9%	56,4%	50,7%	45,0%	39,3%	33,6%	27,8%	22,1%	16,4%	10,7%	5,0%
Лeverедж, ROE/ROA, x		4,6x	2,8x	2,0x	1,7x	1,6x	1,6x	1,6x	1,8x	2,1x	2,8x	5,4x
WACC:	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Безрисковая ставка (BRL)			7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Бета послерыноговая			1,19	1,17	1,15	1,13	1,11	1,09	1,06	1,04	1,02	1,00
Премия за риск инвестирования (BRL)			6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Стоимость собственного капитала			14,1%	14,0%	13,9%	13,7%	13,6%	13,5%	13,3%	13,2%	13,1%	13,0%
Коэффициент дисконтирования, x			0,9x	0,8x	0,7x	0,6x	0,5x	0,5x	0,4x	0,4x	0,3x	0,3x
Прогнозный период:			2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Собственный капитал			115	295	587	1 033	1 674	2 551	3 700	5 149	6 917	9 015
ROE, %			157%	99%	76%	62%	52%	45%	39%	34%	30%	27%
COE, %			14,1%	14,0%	13,9%	13,7%	13,6%	13,5%	13,3%	13,2%	13,1%	13,0%
EVA			164	251	364	499	650	805	955	1 087	1 192	1 260
PV EVA			144	193	246	296	339	371	388	390	378	354
Зрелый период:												
Темпы роста чистой прибыли												
ROE												
COE												
Постпрогнозная стоимость												
Приведенная заключительная стоимость												4 152
Оценка стоимости:												
Инвестированный собственный капитал												
Избыточные доходы (исключительный рост)												
Избыточные доходы (зрелый рост)												
Стоимость собственного капитала, млн BRL												7 366
Стоимость собственного капитала, млн USD												1 347
Простые акции, штук												
Стоимость на акцию, USD												23,4
Максимум диапазона на IPO, USD												
Потенциал роста (%)												30%

Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

Риски: отрасль, неликвидные активы и привлеченные средства

Отраслевые риски. На результаты Vinci Partners могут повлиять портфельные компании в зависимости от отрасли.

Неликвидные активы. Компания может инвестировать в неликвидные активы с высоким риском, что может привести к потере части или всего капитала.

Привлечение средств. Если компания не сможет привлекать дополнительные средства, это может негативно сказаться на ее бизнесе.

Настоящий отчет подготовлен аналитиками компании АО «Фридом Финанс». Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги. Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент подготовки настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации, и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной. Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица могут предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, применимых в сфере деятельности оценки стоимости.
