

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

# Buy

VTEX (VTEX)

 Потенциал роста: **31%**

 Целевая цена: **\$22,3**

 Диапазон размещения: **\$15–17**

## РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Кайманы | ПО

Оценка перед IPO

## IPO VTEX: платформа корпоративной цифровой коммерции



Выручка, 1Q21 (млн USD)	26
EBIT, 1Q21 (млн USD)	-12
Прибыль, 1Q21 (млн USD)	-14
Чистый долг, 1Q21 (млн USD)	0

P/E, 2021 (x)	—
P/S, 2021 (x)	—
EV/S, 2021 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-46

Капитализация IPO (млрд USD)	2,996
Акции после IPO (млн шт.)	187,3
Акции к размещению (млн шт.)	19
Объем IPO (млн USD)	304
Минимальная цена IPO (USD)	15
Максимальная цена IPO (USD)	17
Целевая цена (USD)	22,3
Дата IPO	20 июля

 Динамика акций | биржа/тикер **NYSE/VTEX**

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

20 июля состоится IPO компании VTEX. Компания предоставляет ПО для цифровой коммерции для корпоративных брендов и розничных продавцов. Андеррайтеры размещения – J.P. Morgan, Goldman Sachs, BofA Securities, KeyBanc Capital Markets, Morgan Stanley и Itau BBA.

**О компании.** Платформа компании позволяет клиентам реализовать свою коммерческую стратегию, включая создание интернет-магазинов, интеграцию и управление заказами по каналам, а также создание торговых площадок для продажи продуктов сторонних поставщиков. У компании более 2000 клиентов с более чем 2500 активными интернет-магазинами в 32 странах. Партнерская экосистема включает более 1000 интегрированных решений, 200 системных интеграторов, 100 торговых площадок, 80 платежных решений и 50 логистических компаний. Компания начала свою деятельность в Бразилии в 2000 году, открыла свой первый зарубежный офис в 2013 году и расширилась в США в 2017 году. Всего компания привлекла \$365 млн. Акционеры компании – Tiger Global, LA Holdings (Cayman) Ltd и Riverwood Managed.

**Решения компании.** Решение VTEX полностью интегрирует решения для торговли, рынка и OMS, которые позволяют клиентам управлять каталогами продуктов, оптимизировать запасы, обрабатывать заказы и платежи. Основные преимущества платформы: объединение клиентов по всем каналам продаж и экосистема решений (платформа предоставляет CRM, обеспечивает интеграцию с различными цифровыми рынками и платежными решениями).

**Бизнес-модель компании.** Компания предоставляет свою платформу через модель доходов от подписки, которая включает как фиксированные, так и переменные компоненты на основе GMV. В 2019 году GMV составил \$3,8 млрд, в 2020 году – \$7,5 млрд и в первом квартале 2021 года – \$2 млрд.

**Потенциальный рынок.** По данным Insider Intelligence, электронная торговля в Латинской Америке выросла до \$85 млрд в 2020 году, что на 37% больше, чем в 2019 году, что делает ее самым быстрорастущим регионом среди всех основных регионов мира. К 2025 году ожидается рост рынка до \$130 млрд.

**Апсайд в 31% от верхней границы размещения.** С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$4,178 млрд при целевой цене \$22,3 на одну простую акцию с потенциалом роста 31%.

## VTEX: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2019	2020	1Q20	Балансовый отчет, млн USD	2019	2020	1Q20
<b>Выручка</b>	<b>61</b>	<b>99</b>	<b>26</b>	Наличность	30	59	40
Себестоимость	20	35	11	Наличность с ограничением	3	1	1
<b>Валовая прибыль</b>	<b>41</b>	<b>64</b>	<b>15</b>	ЦБ	14	17	16
G&A	11	14	7	Дебиторская задолженность	15	24	26
S&M	20	24	11	Возмещаемые налоги	2	4	4
R&D	13	19	8	Отложенные комиссии	0	0	0
Прочие доходы/расходы	-1	0	0	Предоплачиваемые затраты	2	2	3
<b>EBITDA</b>	<b>1</b>	<b>9</b>	<b>(11)</b>	Производные финансовые инструменты	0	0	0
Амортизация	3	2	1	Прочие активы	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>(2)</b>	<b>7</b>	<b>(12)</b>	<b>Текущие активы</b>	<b>66</b>	<b>109</b>	<b>91</b>
Финансовый доход	1	4	1	Отложенный налог	1	2	3
Финансовый расход	(3)	(7)	(2)	Отложенные расходы	0	3	2
<b>Доналоговая прибыль</b>	<b>(4)</b>	<b>3</b>	<b>(13)</b>	Возмещаемые налоги	0	1	1
Налог	(1)	(4)	1	Отложенные комиссии	0	0	1
<b>Чистая прибыль</b>	<b>(3)</b>	<b>8</b>	<b>(14)</b>	Прочие активы	0	0	0
				Активы в аренду	7	5	5
				ОС	5	5	5
				НМА	18	15	31
				Инвестиции	0	0	0
				<b>Долгосрочные активы</b>	<b>32</b>	<b>31</b>	<b>48</b>
				<b>Активы</b>	<b>98</b>	<b>140</b>	<b>139</b>
				Кредиторская задолженность	10	21	21
				Ссуда	3	2	1
				Налог	2	7	6
				Аренда	1	1	1
				Отложенный доход	8	14	15
				Кредиторская задолженность от приоб-х компаний	4	3	10
				Прочие обязательства	1	0	0
				<b>Текущие обязательства</b>	<b>29</b>	<b>47</b>	<b>54</b>
				Ссуда	8	5	3
				Аренда	6	5	5
				Кредиторская задолженность от приоб-х компаний	5	1	0
				Отложенный доход	1	5	8
				Отложенный налог	0	1	2
				Прочие обязательства	0	0	0
				<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>21</b>	<b>17</b>	<b>19</b>
				<b>Всего обязательства</b>	<b>51</b>	<b>64</b>	<b>73</b>
				Конвертируемые акции	0	0	0
				<b>Капитал</b>	<b>47</b>	<b>76</b>	<b>66</b>
				<b>Обязательства и собственный капитал</b>	<b>98</b>	<b>140</b>	<b>139</b>
				<b>Поэлементный анализ ROIC</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>1Q20</b>
				Маржа NOPLAT, %	-	-	-
				ICTO, x	-	-	-
				AICTO, x	-	-	-
				ROIC, %	-	-	-
				Себестоимость/выручка, %	-	-	-
				Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
				WCTO, x	-	-	-
				FATO, x	-	-	-
				<b>Ликвидность и структура капитала</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>1Q20</b>
				EBIT/процентные платежи, x	-	-	-
				Текущая ликвидность, x	2,25	2,31	1,67
				Долг/общая капитализация, %	-	-	-
				Долг/активы, %	-	-	-
				Долг/собственные средства, x	-	-	-
				Долг/IC, %	-	-	-
				Собственные средства/активы, %	30	42	29
				Активы/собственный капитал, x	-	-	-
				<b>Мультипликаторы</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>1Q20</b>
				P/B, x	-	-	-
				P/E, x	-	-	-
				P/S, x	-	-	-
				EV/EBITDA, x	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-

Рост и маржа (%)	2019	2020	1Q20
Темпы роста выручки	-	61	56
Темпы роста EBITDA	-	-	-
Темпы роста EBIT	-	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-
Валовая маржа	67	65	58
EBITDA-маржа	1	9	-43
EBIT-маржа	-3	7	-46
NOPLAT-маржа	-	-	-
Маржа чистой прибыли	-5	8	-55

Cash Flow, млн USD	2019	2020	1Q20
<b>CFO</b>	<b>2</b>	<b>11</b>	<b>(7)</b>
D&A	3	2	1
<b>CFI</b>	<b>(19)</b>	<b>(6)</b>	<b>0</b>
CapEx	(2)	(2)	(1)
<b>CFF</b>	<b>44</b>	<b>24</b>	<b>(10)</b>
<b>Денежный поток</b>	<b>24</b>	<b>28</b>	<b>(18)</b>
Наличность на начало года	6	30	58
Наличность на конец года	30	58	40

Справочные данные	2019	2020	1Q20
Акции в обращении, млн шт.	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-
EV, USD	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	2	2	1
Рабочий капитал, USD	-	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	-
BV, USD	-	-	-
Инвестированный капитал	-	-	-
EPS, USD на акцию	-	-	-

## VTEX: ключевые факты

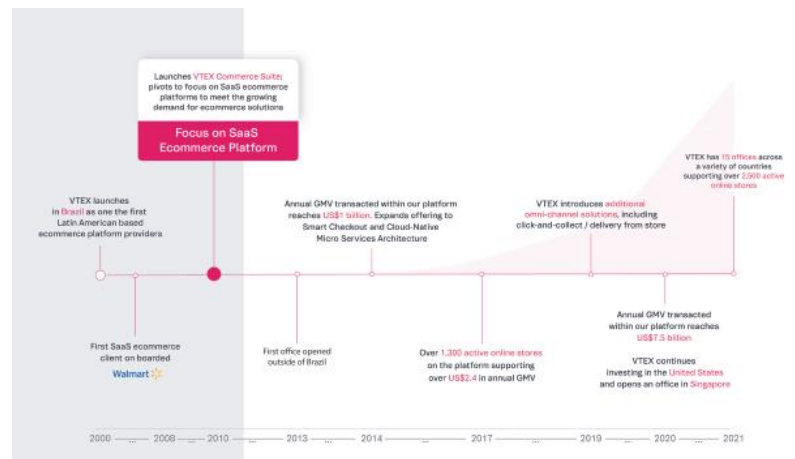
**VTEX (VTEX).** Компания предоставляет ПО для цифровой коммерции для корпоративных брендов и розничных продавцов.

Платформа компании позволяет клиентам реализовать свою коммерческую стратегию, включая создание интернет-магазинов, интеграцию и управление заказами по каналам, а также создание торговых площадок для продажи продуктов сторонних поставщиков.

У компании более 2000 клиентов с более чем 2500 активными интернет-магазинами в 32 странах. Партнерская экосистема включает более 1000 интегрированных решений, 200 системных интеграторов, 100 торговых площадок, 80 платежных решений и 50 логистических компаний.

Компания начала свою деятельность в Бразилии в 2000 году, открыла свой первый зарубежный офис в 2013 году и расширилась в США в 2017 году. Всего компания привлекла \$365 млн. Акционеры компании – Tiger Global, LA Holdings (Cayman) Ltd и Riverwood Managed.

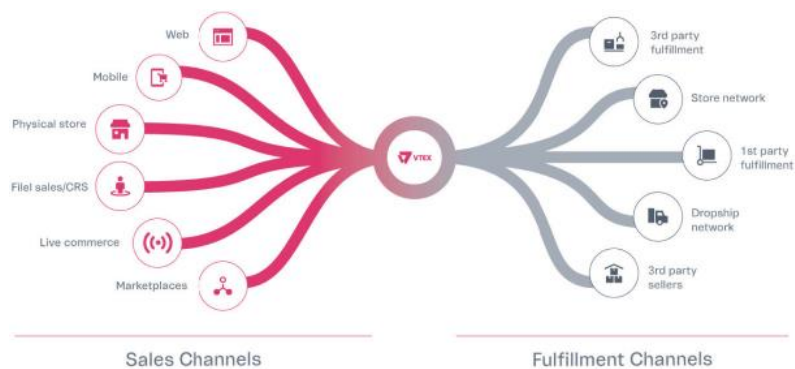
### Иллюстрация 1. Хронология компании



Источник: на основе данных компании

**Решения компании.** Решение VTEX полностью интегрирует решения для торговли, рынка и OMS, которые позволяют клиентам управлять каталогами продуктов, оптимизировать запасы, обрабатывать заказы и платежи. Основные преимущества платформы:

- Объединение клиентов по всем каналам продаж.
- Экосистема решений – платформа предоставляет CRM, обеспечивает интеграцию с различными цифровыми рынками и платежными решениями.

**Иллюстрация 2. Платформа VTEX**


Источник: на основе данных компании

**Бизнес-модель компании.** Компания предоставляет свою платформу через модель доходов от подписки, которая включает как фиксированные, так и переменные компоненты на основе GMV. В 2019 году GMV составил \$3,8 млрд, в 2020 году – \$7,5 млрд и в первом квартале 2021 года – \$2 млрд.

**Потенциальный рынок.** По данным Insider Intelligence, электронная торговля в Латинской Америке выросла до \$85 млрд в 2020 году, что на 37% больше, чем в 2019 году, что делает ее самым быстрорастущим регионом среди всех основных регионов мира. К 2025 году ожидается рост рынка до \$130 млрд.

## Оценка VTEX: консервативный прогноз и текущие вводные данные проецируют потенциал в 31%

**1. Прогноз выручки.** Для построения модели мы использовали данные компании по выручке от подписки и выручке от услуг.

**Доход от подписки.** В 2020 году темпы роста выручки от подписки составили 60%, в первом квартале 2021 года – 59,7%. Мы ожидаем, что в 2021 году темпы роста составят 55% с дальнейшим замедлением до 15% к 2030-му прогнозируемому году. Выручка от подписки вырастет с \$93 млн до \$1,329 млрд. Основным драйвером роста выручки от подписки является сильный рост GMV компании, который в 2019 году GMV составил \$3,8 млрд, в 2020 году – \$7,5 млрд и в первом квартале 2021 года – \$2 млрд.

**Доход от услуг.** В 2020 году выручка от услуг выросла на 77%, в первом квартале 2021 года рост составил 5,5%. Мы ожидаем, что в 2021 году темпы роста составят 29% с дальнейшим замедлением до 7% к 2030-му прогнозируемому году. Выручка от услуг вырастет с \$5 млн до \$22 млн.

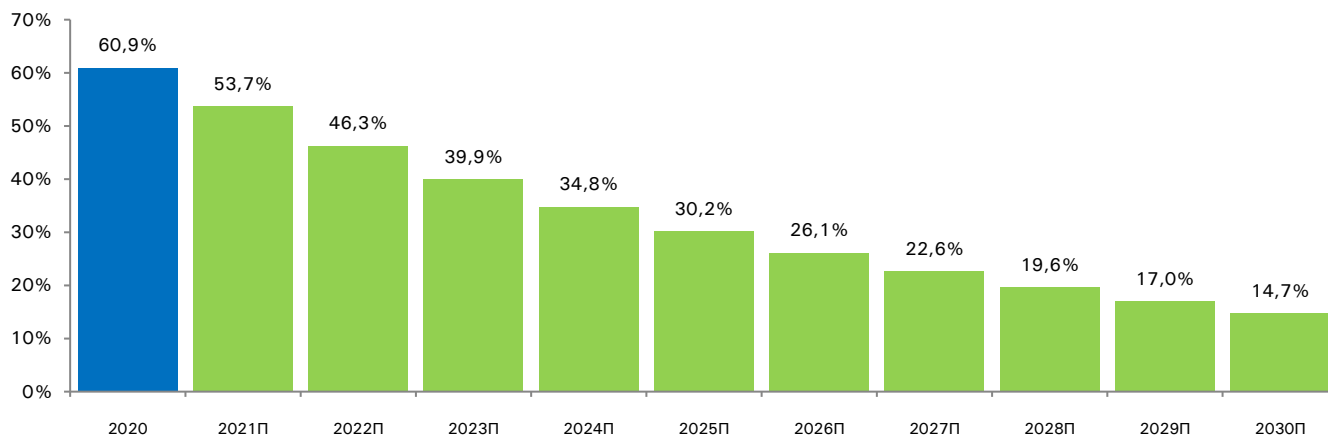
С учетом всех вводных данных мы прогнозируем замедление темпов роста с 60,9% в 2020 году до 53,7% в 2021-м прогнозируемом году с дальнейшим замедлением до 14,7% к 2030-му прогнозируемому году. Общая выручка компании вырастет с \$99 млн в 2020 году до \$1,351 млрд к 2030-му прогнозируемому году. Драйверы роста выручки компании – это большой потенциальный рынок, оцениваемый в \$130 млрд, и лидерство компании на рынке Латинской Америки.

Иллюстрация 3. Модель выручки VTEX

Модель выручки из целевого рынка	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Доход от подписки, млн USD	58	93	145	213	300	406	530	671	825	988	1157	1329
Темпы роста, %		60%	55%	47%	41%	35%	31%	26%	23%	20%	17%	15%
Доход от услуг, млн USD	3	5	7	9	10	12	14	16	18	19	21	22
Темпы роста, %		77%	29%	25%	21%	18%	15%	13%	11%	9%	8%	7%
Всего выручки, млн USD	61	99	152	222	310	418	545	687	842	1007	1178	1351
Темпы роста, %		60,9%	53,7%	46,3%	39,9%	34,8%	30,2%	26,1%	22,6%	19,6%	17,0%	14,7%

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

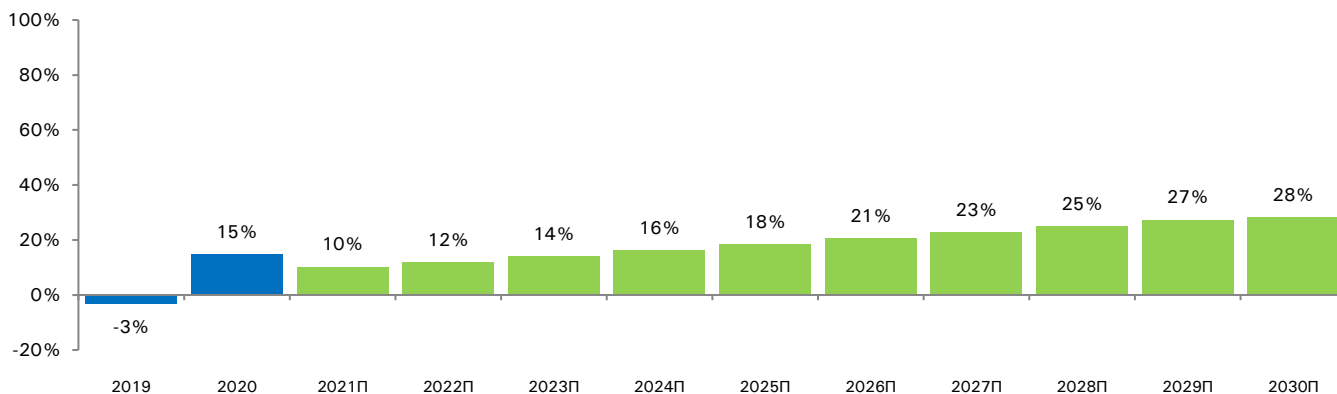
График 1. Прогноз темпов роста VTEX



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

**2. Рост показателей маржи до значений в 28%.** В 2020 году показатели EBIT-маржи были равны 7% и в первом квартале 2021 года были равны -46%. После амортизации расходов на технологии и операционной аренды показатели маржи составили 14,7%. Мы сделали консервативный прогноз маржи на уровне 28% с учетом среднеотраслевых значений и амортизации R&D. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 12,7% до среднеотраслевых 4%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$434 млн.

График 2. Прогноз EBIT-маржи



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

**3. Предположения для зрелого периода.** В зрелом возрасте мы заложили 3% роста. ROIC в зрелом периоде мы консервативно приравнивали к затратам на капитал в 4,9%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 61% от NOPLAT.

**4. Финальный расчет стоимости и потенциала.** EV, или сумма стоимости прогнозного (\$517 млн) и зрелого (\$3,304 млрд) периодов, составит \$3,935 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды в \$8 млн, наличность на счетах в \$58 млн, поступления от IPO в \$222 млн и стоимость опционов в \$29 млн, собственный капитал VTEX можно оценить в \$4,178 млрд.

Учитывая 187,3 млн акций после IPO, целевая цена на одну акцию равна \$22,3. Потенциал к верхней границе IPO в \$17 составляет 31%.

Компания продает 13,87 млн акций, акционеры продают 5,12 млн акций.

## Иллюстрация 4. Модель оценки VTEX методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	зрелый
темпа роста выручки, %		61%	54%	46%	40%	35%	30%	26%	23%	20%	17%	15%	3,0%
(+) Выручка	61	99	152	222	310	418	545	687	842	1 007	1 178	1 351	1 214
(х) Операционная маржа	-3%	15%	10%	12%	14%	16%	18%	21%	23%	25%	27%	28%	28%
(=) EBIT	-2	14	15	26	43	68	100	142	192	252	321	378	340
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	3	3	5	9	14	20	28	38	50	64	76	68
(=) NOPLAT	-2	12	12	21	35	54	80	113	154	202	257	303	272
(-) чистые реинвестиции	12	13	18	24	31	39	45	51	56	58	57	54	165
(=) FCFF	(14)	(1)	(6)	(3)	3	16	35	62	98	144	199	249	106
FCFF маржа, %	-22%	-1%	-4%	-2%	1%	4%	6%	9%	12%	14%	17%	18%	
(х) фактор дисконтирования			0,95x	0,90x	0,85x	0,81x	0,77x	0,73x	0,69x	0,66x	0,63x	0,60x	
PV FCF			(5)	(3)	3	13	27	45	68	95	125	149	
Терминальная стоимость													5 514
PV Терминальной стоимости													3 304
<b>Имплицированные переменные модели</b>		<b>2020</b>	<b>2021П</b>	<b>2022П</b>	<b>2023П</b>	<b>2024П</b>	<b>2025П</b>	<b>2026П</b>	<b>2027П</b>	<b>2028П</b>	<b>2029П</b>	<b>2030П</b>	
Выручка/капитал, x		2,39x	2,56x	2,66x	2,70x	2,73x	2,74x	2,75x	2,75x	2,77x	2,80x	2,84x	
Инвестированный капитал		41	59	83	115	153	199	250	306	364	421	475	
Чистое реинвестирование, %		108%	146%	116%	90%	71%	57%	45%	36%	29%	22%	18%	61%
Реинвестирование к выручке, %		12,7%	11,8%	11,0%	10,1%	9,2%	8,3%	7,5%	6,6%	5,7%	4,9%	4,0%	
ROIC, %		28%	21%	25%	30%	35%	40%	45%	50%	55%	61%	64%	4,9%
Маржа NOPLAT, %		12%	8%	9%	11%	13%	15%	16%	18%	20%	22%	22%	
<b>Расчет WACC</b>		<b>2021П</b>	<b>2022П</b>	<b>2023П</b>	<b>2024П</b>	<b>2025П</b>	<b>2026П</b>	<b>2027П</b>	<b>2028П</b>	<b>2029П</b>	<b>2030П</b>		
Безрисковая ставка		-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	
Бета послерыноговая		1,11	1,10	1,09	1,07	1,06	1,05	1,04	1,03	1,02	1,00		
Премия за риск инвестирования		5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	
Стоимость собственного капитала		5,5%	5,5%	5,4%	5,4%	5,3%	5,2%	5,2%	5,1%	5,1%	4,9%		
Ставка долга, до налогов		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Ставка долга, после налогов		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
СК/Стоимость компании		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
Долг/Стоимость компании		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Средневзвешенная стоимость капитала		5,5%	5,5%	5,4%	5,4%	5,3%	5,2%	5,2%	5,1%	5,1%	4,9%		
Кумулятивная стоимость капитала		0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x		
<b>Оценка капитала, млн USD</b>													
(=) Стоимость в прогнозном периоде		517											
(+) Стоимость в терминальном периоде		3 304											
(х) Коэффициент на дату оценки		1,03x											
(=) EV		3 935											
(-) Долг (вкл. операционную аренду)		8											
(+) Наличность		58											
(+) Поступления от IPO		222											
(-) Стоимость выпущенных опционов		29											
(=) Оценка собственного капитала		4 178											
Рыночная капитализация		3 183											
Целевая цена на акцию, USD		22,3											
Максимум диапазона на IPO, USD		17											
Потенциал роста, %		31%											

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

## Риски: персонал и конкуренция

---

**Персонал.** Если компания не сможет удерживать или привлекать квалифицированный персонал, то это способно повлиять на дальнейший рост компании.

**Конкуренция.** Среди конкурентов компании можно отметить: SAP Hybris, Oracle Commerce, Magento (компания Adobe), Salesforce Commerce Cloud (ранее известная как Demandware) и Shopify Plus.



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.

---