

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

XP Inc. (XP)

 Потенциал роста: **33%**

 Целевая цена: **\$33,2**

 Диапазон размещения: **\$22-25**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Бразилия | Финансовые услуги

оценка перед IPO

IPO XP Inc: инвестиционный 'disruptor' из Бразилии



Выручка, 2019 (млн BRL)	3 695
EBIT, 2019 (млн BRL)	—
Прибыль, 2019 (млн BRL)	698
Чистый долг, 9M19 (млн BRL)	1 411

P/E, 2019 (x)	—
P/S, 2019 (x)	—
EV/S, 2019 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	5,9
Маржа чистой прибыли (%)	16

Капитализация IPO (млрд USD)	12,96
Акции после IPO (млн шт)	562,7
Акции к размещению (млн шт)	72,5
Объем IPO (млн USD)	1 704
Минимальная цена IPO (USD)	22
Максимальная цена IPO (USD)	25
Целевая цена (USD)	33,2
Дата IPO	10 декабря

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

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

10 декабря состоится IPO XP Inc., ведущей технологической платформы для финансовых услуг в Бразилии. Платформа компании, которая выросла на 66% за 9 месяцев этого года, обслуживает уже 1,5 млн клиентов, предоставляя им доступ к целой экосистеме финансовых услуг, начиная от брокериджа и заканчивая страхованием. В числе акционеров XP - крупнейший бразильский кредитор Itau Unibanco SA и инвестиционная компания General Atlantic.

Бизнес-модель XP Inc. Бизнес-модель компании заключается в обслуживании разнообразной группы розничных и институциональных инвесторов на местном и международных финансовых рынках. Офисы компании находятся в Бразилии, Нью-Йорке, Майами, Лондоне и Женеве. Компания генерирует доходы за счет (1) предоставления своим клиентам финансовых продуктов и услуг, в которые можно инвестировать активы клиентов на платформе XP, (2) привлечения дополнительных денег от текущих клиентов и (3) привлечения новых клиентов. На текущий момент база пользователей в платформе насчитывает 1,5 млн розничных клиентов со средними активами на 1 клиента в 230 тысяч бразильских реалов. Основанная в 2001 году XP заняла нишу поставщика недорогих брокерских, инвестиционных и консультационных услуг по управлению активами в Бразилии. Компания стала крупнейшей независимой инвестиционной платформой и ведущей альтернативой банкам.

Основные функции платформы XP Inc. Через платформу пользователи могут получить доступ к интересующим продуктам по низкой стоимости, также более 400 институциональных и корпоративных клиентов-эмитентов (управляющие активами, частные банки, корпоративные казначейские и страховые компании) предоставляют дополнительную ликвидность в платформе.

Большой потенциальный рынок и устойчивая индустрия.

Бразилия является одним из крупнейших и привлекательных рынков для финансовых услуг. Страна занимает 5 место по численности населения (206 млн человек) и 6 место по ВВП в мире (\$1,9 трлн). При этом несмотря на то, что рост ВВП Бразилии замедлился с 2014 по 2018 годы, показатель АУС (рыночная стоимость клиентских активов, инвестированных через платформу XP) компании вырос в среднем на 92% за тот же период.

Мы видим апсайд в 33% по модели EVA. С учетом среднего уровня консерватизма предположений модель EVA проецирует оценку собственного капитала в 77,3 млрд BRL, или \$18,6 млрд, при целевой цене в \$33,2 на 1 простую акцию с потенциалом роста 33%.

XP Inc: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2017	2018	9M19	Балансовый отчет, млн USD	2018	9M19
Валовый доход и прибыль	2065	3216	3695	Наличность	68	70
Налог с продаж	-158	-258	-259	Финансовые активы	16583	37632
Общая выручка и прибыль	1907	2958	3436	Отложенный налог на активы	152	181
Операционные расходы	580	941	1119	Прочие активы	317	631
Продажи	33	96	82	ОС	99	120
Административные расходы	650	1177	1294	НМА	505	521
Прочие операционные доходы/расходы	8	31	-118	Активы	17724	39156
Процентные расходы по долгу	61	72	63	Справедливая стоимость через прибыль/убытки	2251	5667
Доналоговая прибыль	575	641	996	Амортизированная стоимость	12965	28514
Налог	152	175	298	Другие обязательства	404	2166
Чистая прибыль	423	466	698	Отсроченные налоговые обязательства	12	27
				Всего обязательства	15633	36374
				Капитал	2092	2782
				Всего обязательства и капитал	17724	39156
Рост и маржа (%)	2017	2018	9M19	Поэлементный анализ ROIC	2018	9M19
Темпы роста выручки	-	55%	66%	Маржа NOPLAT, %	-	-
Темпы роста EBITDA	-	-	-	ICSTO, x	-	-
Темпы роста EBIT	-	-	-	AICSTO, x	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	ROIC, %	-	-
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	Себестоимость/выручка, %	-	-
Валовая маржа	-	-	-	Операционные издержки/выручка, %	-	-
EBITDA маржа	-	-	-	WCSTO, x	-	-
EBIT маржа	-	-	-	FATTO, x	-	-
NOPLAT маржа	-	-	-			
Маржа чистой прибыли	22%	16%	20%			
Cash Flow, млн USD	2017	2018	9M19	Ликвидность и структура капитала	2018	9M19
CFO	262	(457)	18	EBIT/процентные платежи, x	-	-
D&A	27	53	62	Текущая ликвидность, x	-	-
CFI	(456)	(147)	(84)	Долг/общая капитализация, %	-	-
CapEx	(51)	(137)	(84)	Долг/активы, %	-	-
CFF	585	380	289	Долг/собственные средства, x	-	-
Денежный поток	395	(209)	219	Долг/IC, %	-	-
Наличность на начало года	440	835	627	Собственные средства/активы, %	-	-
Наличность на конец года	835	627	846	Активы/собственный капитал, x	-	-
Справочные данные	2017	2018	9M19	Мультипликаторы	2018	9M19
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	P/B, x	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	P/E, x	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	P/S, x	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	EV/EBITDA, x	-	-
EV, USD	-	-	-	EV/S, x	-	-
Капитальные инвестиции, USD	51	137	84			
Рабочий капитал, USD	-	-	-			
Реинвестиции, USD	-	-	-			
BV, USD	-	-	-			
Инвестированный капитал	-	-	-			
EPS, USD на акцию	-	-	-			

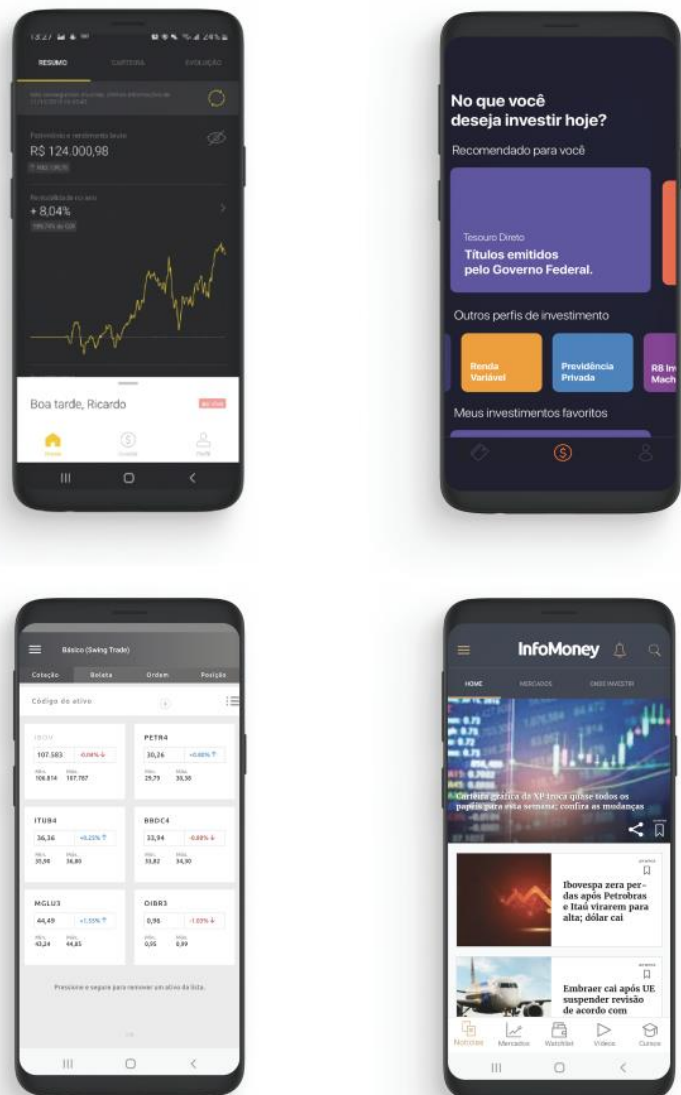
XP Inc.: ключевые факты

Компания XP Inc. была основана в 2001 году и является ведущей технологической платформой для финансовых услуг в Бразилии.

Платформа компании нацелена на избавление от модели работы традиционных финансовых институтов, привлечение и обучение новых классов инвесторов путем предоставления доступа к более широкому спектру финансовых услуг. XP Inc. зарекомендовала себя как альтернатива традиционным банкам, и на данный момент база клиентов составляет 1,5 млн человек.

В число акционеров XP входят крупнейший бразильский кредитор Itau Unibanco SA и инвестиционная компания General Atlantic.

Иллюстрация 1. Платформа XP Inc.



Источник: на основе данных компании

Бизнес-модель XP Inc. Бизнес-модель компании заключается в обслуживании разнообразных групп розничных и институциональных инвесторов на местном и международных рынках. Офисы компании находятся в Бразилии, Нью-Йорке, Майами, Лондоне и Женеве.

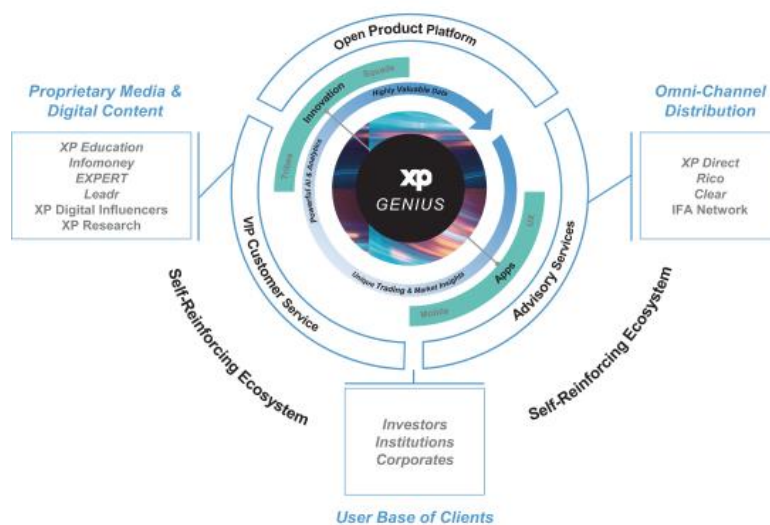
Компания генерирует доходы за счет (1) предоставления своим клиентам широкого ассортимента финансовых продуктов и услуг, в которые можно инвестировать активы на платформе XP, (2) привлечения дополнительных денег от текущих клиентов и (3) привлечения новых клиентов.

Основные функции платформы XP Inc. На текущий момент база пользователей в платформе насчитывает 1,5 млн розничных клиентов. Через платформу пользователи могут получить доступ к интересующим продуктам по низкой стоимости. Более 400 институциональных и корпоративных клиентов-эмитентов (управляющие активами, частные банки, корпоративные казначейские и страховые компании) предоставляют дополнительную ликвидность в платформе.

Спектр услуг и сервисов для клиентов платформы.

- **Omni-Channel Distribution Network** – связь с клиентами и предоставление услуг через ряд различных брендов: (1) XP Direct – полный спектр услуг для массовых клиентов, (2) Rico – онлайн-решение для самостоятельных клиентов, (3) Clear our digital portal для активных трейдеров и (4) сеть независимых консультантов (5900 партнеров IFA – 620 офисов в 132 городах Бразилии).
- **Медиа и цифровой контент:** (1) Infomoney - крупнейший инвестиционный портал в Латинской Америке с примерно 9 миллионами уникальных посетителей в месяц, (2) XP Educação - ведущий онлайн-портал финансового образования в Бразилии, (3) XP Research с более чем 500 000 уникальных посетителей в месяц, (4) EXPERT - крупнейшее инвестиционное мероприятие в Латинской Америке с приблизительно 30 000 посетителей в 2019 году и (5) Leadr - социальная сеть, ориентированная на инвестиции, с более чем 465 тысячами загрузок и более 150 тысячами активных пользователей в месяц.
- **Набор консультационных услуг XP** состоит из нескольких услуг: (1) XP Investimentos для розничных клиентов в Бразилии, (2) XP Private для клиентов с высоким доходом, (3) XP Investments для международных клиентов и (4) XP Issuer для корпоративных и институциональных клиентов.
- **Open Product Platform** - доступ к более 600 инвестиционным продуктам без ограничений.

Иллюстрация 2. Платформа XP Inc.

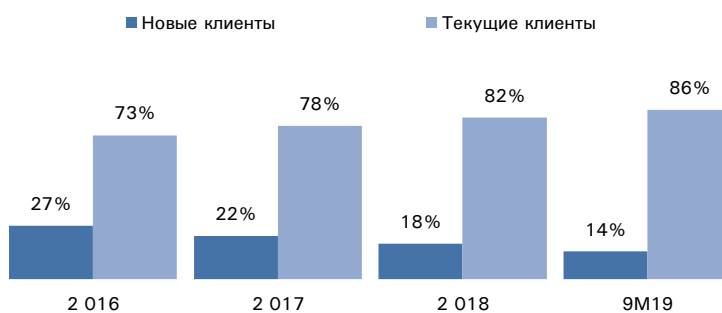


Источник: на основе данных компании

Клиентская база компании. На текущий момент база пользователей в платформе насчитывает 1,5 млн розничных клиентов со средними активами на 1 клиента в 230 тысяч бразильских реалов.

При этом доходы компании формируются за счет уже обслуживаемых клиентов, а 70% клиентов обслуживаются самостоятельно.

График 1. Процент дохода от новых и текущих клиентов, %

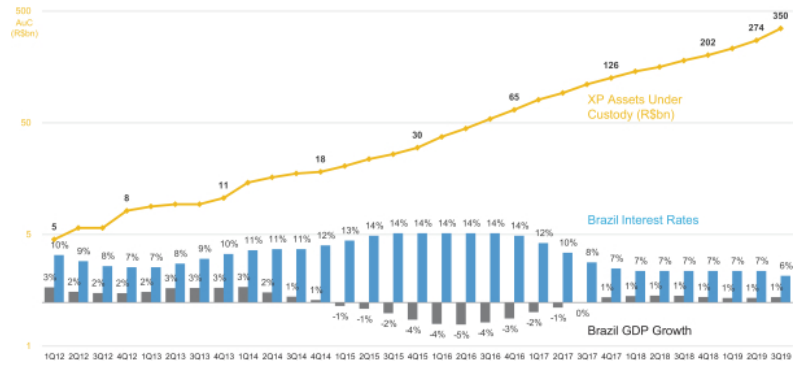


Источник: на основе данных компании

Потенциальный рынок. Бразилия является одним из крупнейших и привлекательных рынков для финансовых услуг. Страна занимает 5 место по численности населения (206 млн человек) и 6 место по ВВП в мире (\$1,9 трлн).

Рост ВВП Бразилии существенно замедлился с 2014 по 2018 годы в результате одной из самых серьезных рецессий в истории Бразилии, но в то же время общий AUC XP вырос в среднем на 92% за тот же период.

Иллюстрация 3. Динамика ВВП Бразилии и активов XP Inc.



Источник: на основе данных компании

Оценка по модели EVA: сильные тренды и потенциал в 33%

Для оценки собственного капитала XP Inc. мы использовали модель экономической добавленной стоимости (EVA) ввиду принадлежности компании к финансовой модели бизнеса.

Прогноз выручки: консервативное замедление темпов роста до 20% через 10 лет, при этом есть долгосрочный потенциал и неохваченный рынок в Бразилии. Также с учетом того, что экономика Бразилии постепенно выходит из рецессии, это может создать положительную среду для дальнейшего роста бизнеса, так как в период 2014-2018 гг. экономика Бразилии находилась в упадке, активы клиентов XP продолжали расти.

Прогноз по прибыли: стабилизация маржи чистой прибыли на уровне 14%, что чуть выше среднеотраслевого уровня, но ниже прогноза компании по операционной марже в ~20%. С учетом текущей маржи чистой прибыли в 16% и ее снижения до 14% к 2028 году мы ожидаем постепенного роста чистой прибыли до 15,5 млрд BRL.

Cost of Equity = 11,2%. Затраты на собственный капитал рассчитаны, учитывая коэффициент бета 0,95, безрисковую ставку в бразильских реалах в 4,7% и премию за локальный риск инвестирования в бразильский рынок акций в 6,76%.

ROE в постпрогнозном периоде на 10% ниже уровня последнего года прогнозного периода. Терминальные темпы роста чистой прибыли были спроецированы нами на уровень безрисковой ставки в бразильских реалах для отражения конъюнктуры развивающейся экономики Бразилии.

Стоимость собственного капитала составила 77,2 млрд BRL, учитывая инвестированный капитал в 2,7 млрд BRL сейчас, избыточные доходы в стадии быстрого роста в 22 млрд BRL и 45,1 млрд BRL в стадии зрелого роста.

Наша целевая цена, таким образом, составила \$33,2 за акцию, потенциал к верхней границе в \$25 составляет 33%.

Иллюстрация 4. Оценка по модели EVA компании XP Inc.

Модель прогнозного периода, млн BRL	2016	2017	2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
# года				1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Inputs:	2016	2017	2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Выручка	1 252	1 907	2 958	4 885	7 846	12 248	18 566	27 307	38 931	53 745	71 771	92 604	111 125
темпа роста, %		52%	55%	65%	61%	56%	52%	47%	43%	38%	34%	29%	20%
Маржа чистой прибыли	20%	22%	16%	19%	19%	18%	18%	17%	17%	16%	16%	15%	14%
Активы на конец года		7 136	17 724	39 156	52 428	71 309	96 768	129 194	167 884	210 446	252 227	285 932	220 234
Equity начало периода			1 144	2 085	3 030	4 506	6 745	10 039	14 738	21 230	29 904	41 103	55 059
Чистая прибыль	245	423	466	945	1 476	2 239	3 294	4 699	6 491	8 674	11 200	13 955	15 557
темпа роста, %		73%	10%	103%	56%	52%	47%	43%	38%	34%	29%	25%	11%
ROE, %			41%	45%	49%	50%	49%	47%	44%	41%	37%	34%	28%
ROA, %		5,9%	2,6%	2,4%	2,8%	3,1%	3,4%	3,6%	3,9%	4,1%	4,4%	4,9%	7,1%
Лeverедж, ROE/ROA, x		0,0x	15,5x	18,8x	17,3x	15,8x	14,3x	12,9x	11,4x	9,9x	8,4x	7,0x	4,0x
WACC:	2016	2017	2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Безрисковая ставка				4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Бета послерыноговая				0,95	0,96	0,96	0,97	0,97	0,98	0,98	0,99	0,99	1,00
Премия за риск инвестирования				6,76%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Стоимость собственного капитала				11,2%	11,2%	11,2%	11,3%	11,3%	11,4%	11,4%	11,4%	11,5%	11,5%
Коэффициент дисконтирования, x				0,9x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,5x	0,5x	0,4x	0,4x	0,3x
Прогнозный период:				2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Собственный капитал				2 085	3 030	4 506	6 745	10 039	14 738	21 230	29 904	41 103	55 059
ROE, %				45%	49%	50%	49%	47%	44%	41%	37%	34%	28%
COE, %				11,2%	11,2%	11,2%	11,3%	11,3%	11,4%	11,4%	11,4%	11,5%	11,5%
EVA				712	1 137	1 732	2 534	3 563	4 818	6 256	7 782	9 243	9 224
PV EVA				641	919	1 260	1 656	2 092	2 540	2 961	3 306	3 522	3 153
Зрелый период:													
Темпы роста чистой прибыли													
ROE													
COE													
Постпрогнозная стоимость													
Приведенная заключительная стоимость													
Оценка стоимости:													
Инвестированный собственный капитал													
Избыточные доходы (исключительный рост)													
Избыточные доходы (зрелый рост)													
(x) Поправочный коэффициент на дату оценки													
Стоимость собственного капитала, млн BRL													
USD/BRL													
Стоимость собственного капитала, млн USD													
Простые акции, штук													
Стоимость на акцию, USD													
Максимум диапазона на IPO, USD													
Потенциал роста (%)													

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

Риски: конкуренция, низкие показатели и персонал

Конкуренция. Рынок финансовых услуг в Бразилии высококонкурентен. Рост компании будет зависеть от продолжающегося роста финансовых услуг и способности увеличивать долю на рынке. Основными конкурентами XP Inc. являются традиционные поставщики финансовых услуг, такие как филиалы финансовых учреждений и известные финансовые компании в Бразилии.

Низкие инвестиционные показатели. Низкие инвестиционные показатели могут привести к потере активов под управлением и снижению доходов, также к оттоку клиентов.

Потеря ключевого персонала. Компания зависима от опыта ряда ключевых сотрудников, в том числе Гильерме Бенчимола (один из основателей и генеральный директор). В случае потери одного или нескольких ключевых сотрудников, в том числе генерального директора, это может оказать существенное неблагоприятное воздействие на бизнес компании, финансовое состояние и результаты деятельности.

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.
