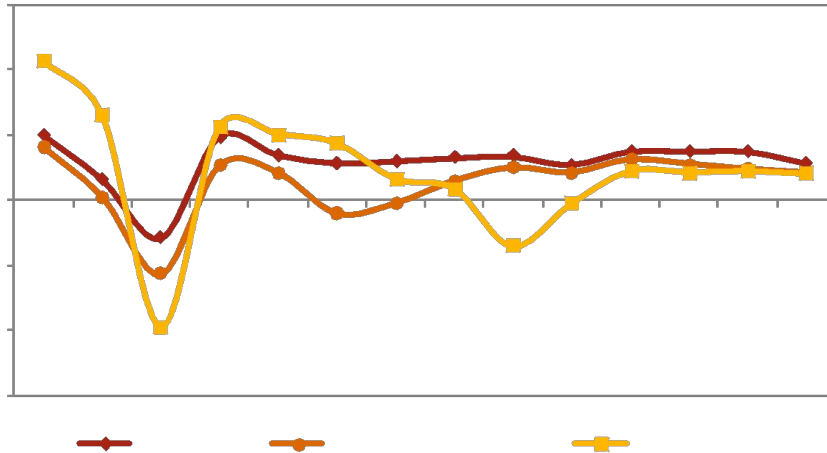


# Обзор макроэкономической ситуации в России (1 из 4)

## Темпы роста реального ВВП



Источник: EIU (Февраль 2018 г.)

- На протяжении 2007-2008 гг. рост российской экономики превышал темпы роста многих развитых и развивающихся стран, главным образом, за счет высоких мировых цен на сырьевые товары. Во втором полугодии 2008 г. негативное влияние мирового экономического кризиса отразилось на темпах экономического роста в России.

- После недолгого посткризисного восстановительного роста российская экономика вошла в стадию стагнации – начиная с 2011 г. темпы роста ВВП стали замедляться в результате стагнации во внешней торговле, неопределенности в мировой экономике, а также внутривнутриполитической ситуации в стране.
- В 2014 г. общая обстановка нестабильности и волатильности экономики России была осложнена политическими событиями на Украине. Свою роль сыграли международные санкции, наложенные на Россию в связи с различием позиций Европейского Союза (ЕС), США и России по вопросу конфликта на Востоке Украины и вхождением Республики Крым в состав РФ. Санкции, затронувшие финансовый сектор, и ответные меры России по ограничению ввоза продовольственной продукции определенных категорий из стран ЕС и США, а также падение цен на нефть оказали значительное влияние на экономику России в 2014 г.
- В результате рост ВВП России по итогам 2014 г. составил 0,8%. В 2015 г. рост ВВП сменился падением, темп роста ВВП по данным EIU составил -2,8%. В 2016 г. падение ВВП России замедлилось, реальный ВВП снизился на 0,2%, началось постепенное восстановление экономики. В 2017 г. ВВП России вырос на 1,8%.
- По прогнозам EIU по состоянию на Февраль 2018 г. темп роста реального ВВП в России в 2018-2019 гг. составит 1,7% и 1,8% соответственно с дальнейшей стабилизацией и ростом на уровне 1,6%-1,8%.

## Обзор макроэкономической ситуации в России (2 из 4)

- Благоприятный экономический климат в России в 2007-2008 гг. привел к значительному росту располагаемого дохода и потреблению домашних хозяйств. Располагаемый доход значительно увеличивался до 2013 г. и достиг 1 294 млрд долл. США, однако затем стал резко сокращаться и в 2016 г. он составил 677 млрд долл. США. По прогнозам EIU, к 2020 г. он должен достигнуть уровня 847 млрд долл. США в связи с ростом реальных доходов домашних хозяйств.
- В 2009 г. наблюдалось сокращение реальной заработной платы на 2,3% с последующими восстановлением с темпами 0,4%-7,8% в период 2010-2014 гг. В 2017 г. ожидается рост на уровне 3,3% с последующим замедлением темпов роста до 2,1% к 2020 г.
- В 2007 г. индекс потребительских цен («ИПЦ») в России составил 9,0%. По итогам 2008 г. на фоне мирового финансово-экономического кризиса ИПЦ в России вырос до 14,1% с последующим снижением до 5,1% в 2012 г. В 2013 г. ИПЦ в России увеличился до 6,8%. На фоне кризисных явлений в экономике инфляция в России в 2014-2015 гг. составила 7,8%-15,5%, по данным EIU.
- На фоне ослабления курса рубля в 2015-2016 гг. и жесткой антиинфляционной политики Банка России, значение ИПЦ пошло на спад и составило 7,0% в 2016 г. По прогнозам EIU, до 2020 г. инфляция ожидается в пределах 4,7%-4,7%.
- В 2017 г. уровень безработицы составил 5,2%. Согласно прогнозам EIU, до 2020 г. данный показатель будет сохраняться на достигнутом уровне.

### Основные макроэкономические показатели, 2007 - 2020

Категория	Ед. изм.	2007 Ф	2008 Ф	2009 Ф	2010 Ф	2011 Ф	2012 Ф	2013 Ф	2014 Ф	2015 Ф	2016 Ф	2017 Ф	2018 П	2019 П	2020 П
Темп роста реального ВВП															
Мировой	%	4,0%	1,3%	(2,3%)	3,9%	2,8%	2,3%	2,4%	2,6%	2,7%	2,2%	3,0%	3,0%	3,0%	2,3%
Европейский Союз	%	3,2%	0,2%	(4,5%)	2,1%	1,7%	(0,8%)	(0,2%)	1,2%	2,0%	1,7%	2,5%	2,2%	1,9%	1,7%
Россия	%	8,5%	5,2%	(7,8%)	4,5%	4,0%	3,5%	1,3%	0,7%	(2,8%)	(0,2%)	1,8%	1,7%	1,8%	1,6%
ВВП (Россия)	млрд долл. США	1 397	1 785	1 314	1 639	2 032	2 170	2 231	2 064	1 366	1 281	1 563	1 650	1 771	1 857
Располагаемый доход	млрд долл. США	743	931	791	957	1 115	1 204	1 294	1 185	765	677	9 929	10 650	11 640	12 220
Население	млн	143,2	143,1	143,1	143,2	143,2	143,3	143,4	146,3	146,5	146,5	147,0	147,0	146,9	146,8
Индекс потребительских цен, руб.	%	9,0%	14,1%	11,6%	6,8%	8,4%	5,1%	6,8%	7,8%	15,5%	7,0%	3,7%	3,9%	4,5%	4,7%
Индекс цен производителей, руб.	%	14,1%	21,3%	(7,1%)	12,2%	17,7%	6,8%	3,3%	6,1%	12,4%	4,1%	6,3%	6,0%	5,4%	4,6%
Средний рост реальной заработной платы	%	15,6%	11,7%	(2,3%)	5,6%	3,0%	7,8%	5,2%	0,4%	(9,8%)	0,9%	3,6%	4,1%	2,8%	2,3%
Индекс потребительских цен США	%	2,9%	3,8%	(0,3%)	1,6%	3,1%	2,1%	1,5%	1,6%	0,1%	1,3%	2,1%	2,2%	2,3%	1,3%
Уровень безработицы	%	6,0%	6,2%	8,2%	7,4%	6,5%	5,5%	5,5%	5,2%	5,6%	5,5%	5,2%	5,1%	4,9%	5,2%
Обменный курс руб./долл. США*		25,6	24,9	31,7	30,4	29,4	30,8	31,8	38,4	60,9	67,1	58,3	60,3	59,5	60,3
Темп прироста экспорта товаров и услуг	млрд долл. США	390,4	517,9	340,2	443,7	574,0	594,2	593,9	558,3	391,6	327,1	406,8	452,6	471,1	480,6
Темп прироста импорта товаров и услуг	млрд долл. США	278,6	364,7	249,3	320,7	408,8	447,0	468,7	424,5	281,4	263,5	318,4	339,6	361,7	379,7

Источник: EIU (Февраль 2018 г.)

# Обзор макроэкономической ситуации в России (3 из 4)

## Макроэкономические показатели России

Категория	2008 Ф	2009 Ф	2010 Ф	2011 Ф	2012 Ф	2013 Ф	2014 Ф
Ставка рефинансирования (ключевая ставка)*	13,0%	8,8%	7,8%	8,0%	8,3%	5,5%	17,0%
Средняя процентная ставка по кредитам, в руб.	12,2%	15,3%	10,8%	8,5%	9,1%	9,5%	11,1%
Обменный курс**							
USD/EUR	1,47	1,39	1,33	1,39	1,29	1,33	1,33
RUB/USD	24,9	31,7	30,4	29,4	30,8	31,8	38,4
RUB/EUR	36,5	44,2	40,3	40,9	39,6	42,3	51,0

Категория	2015 Ф	2016 Ф	2017 Ф	2018 П	2019 П	2020 П
Ставка рефинансирования (ключевая ставка)*	11,0%	10,0%	7,8%	n/a	n/a	n/a
Средняя процентная ставка по кредитам, в руб.	15,7%	12,6%	10,6%	9,7%	10,0%	10,2%
Обменный курс**						
USD/EUR	1,11	1,11	1,26	1,16	1,17	1,19
RUB/USD	60,9	67,1	58,3	60,3	59,5	60,3
RUB/EUR	67,6	74,2	73,2	69,9	69,6	71,6

Источник: EIU (Февраль 2018 г.)

\* - на конец года

\*\* - среднегодовое значение

- Для поддержания объемов кредитования реального сектора экономики ставка рефинансирования ЦБ РФ в 2009-2011 гг. была установлена на уровне 7,75-8,00%. С 2012 г. ставка рефинансирования находилась на уровне 8,25%.
- В целях проведения более гибкой монетарной политики, в частности – осуществления инфляционного таргетирования, в сентябре 2013 г. был введен новый инструмент – ключевая ставка, которая составила 5,5%. В связи с нестабильностью на валютном рынке в 2014 г. ЦБ РФ увеличивал ключевую ставку до уровня 17,0% на конец года, что повлияло на стоимость кредитования в 2014-2015 гг. Начиная с 2015 г. ЦБ постепенно снижал ключевую ставку и по состоянию на Дату оценки составила 7,25%.
- В 2016 г. процентная ставка по кредитам была на уровне 12,6%. Снижение ключевой ставки привело к уменьшению средней процентной ставки по кредитам до 10,6% в 2017 г. По прогнозам EIU, к 2020 г. она должна снизиться до 10,2%.
- В 2014 г. средний курс пары RUB/USD вырос до 38,4 руб. за долл. США. В 2015 г. тенденция продолжилась и курс увеличился до 60,9 руб. за долл. США, в 2016 г. - до 67,1. В 2017 г. курс пары RUB/USD снизился до 58,3 руб. за долл. США. По прогнозам EIU, в период 2018-2020 гг. средний курс рубля будет находиться в диапазоне 59,5 – 60,3 руб. за 1 долл. США.
- Средний курс пары RUB/EUR в 2013 г. составил 42,3 и к концу 2017 г. он вырос до 73,2 руб. за евро. По прогнозам EIU, в 2018-2020 гг. ожидается ослабление курса рубля, который составит в 2020 г. и 71,6 руб. за евро.

# Обзор макроэкономической ситуации в России (4 из 4)

## Показатели прямых иностранных инвестиций

Категория	Ед. изм.	2009 Ф	2010 Ф	2011 Ф	2012 Ф	2013 Ф	2014 Ф
Прямые иностранные инвестиции	млрд долл. США	(6,7)	(9,4)	(11,8)	1,8	(17,3)	(35,1)
Прямые иностранные инвестиции, % от ВВП	% от ВВП	2,8%	2,6%	2,7%	2,3%	3,1%	1,1%
Приток прямых иностранных инвестиций	млрд долл.	36,6	43,2	55,1	50,6	69,2	22,0
Отток прямых иностранных инвестиций	млрд долл.	(43,3)	(52,6)	(66,9)	(48,8)	(86,5)	(57,1)

Категория	Ед. изм.	2015 Ф	2016 Ф	2017 Ф	2018 П	2019 П	2020 П
Прямые иностранные инвестиции	млрд долл. США	(15,7)	(10,7)	-	(6,0)	(8,0)	(10,0)
Прямые иностранные инвестиции, % от ВВП	% от ВВП	0,5%	1,0%	1,9%	1,6%	1,5%	1,5%
Приток прямых иностранных инвестиций	млрд долл. США	6,5	12,3	30,0	26,0	27,0	28,0
Отток прямых иностранных инвестиций	млрд долл. США	(22,2)	(23,0)	(30,0)	(32,0)	(35,0)	(38,0)

Источник: EIU (Февраль 2018 г.)

## Кредитный рейтинг России

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Moody's	Ba2	Baa3	Baa3	Baa2	Baa2	Baa2	Baa1	Baa1
Fitch**	BB-	BB+	BBB-	BBB	BBB+	BBB+	BBB+	BBB
S&P**	BB	BB	BB+	BBB	BBB+	BBB+	BBB	BBB

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	3М2018
Moody's	Baa1	Baa1	Baa1	Baa1	Baa2	Ba1	Ba1	Ba1
Fitch**	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB-	BBB-	BBB-
S&P**	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB-	BB+	BB+	BBB-

Источник: рейтинговые агентства Moody's, Fitch, S&P

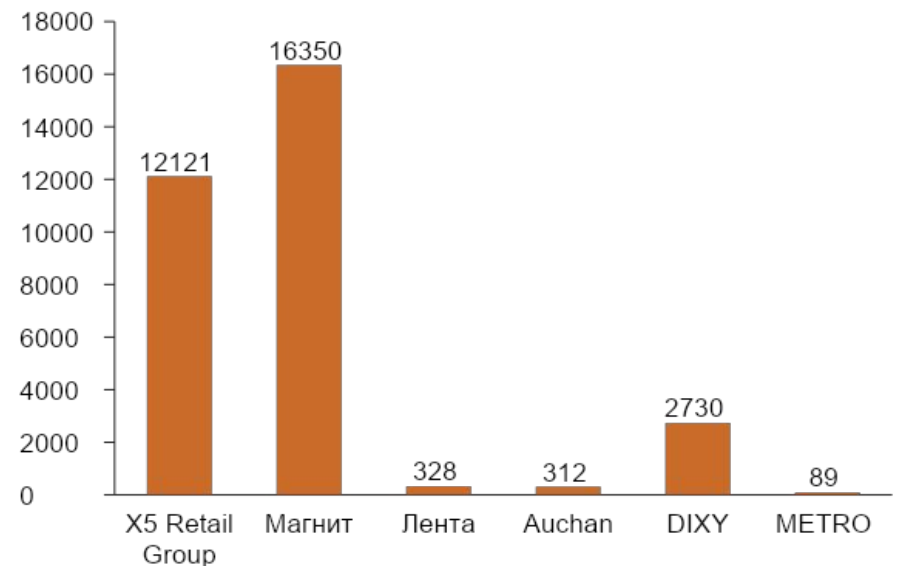
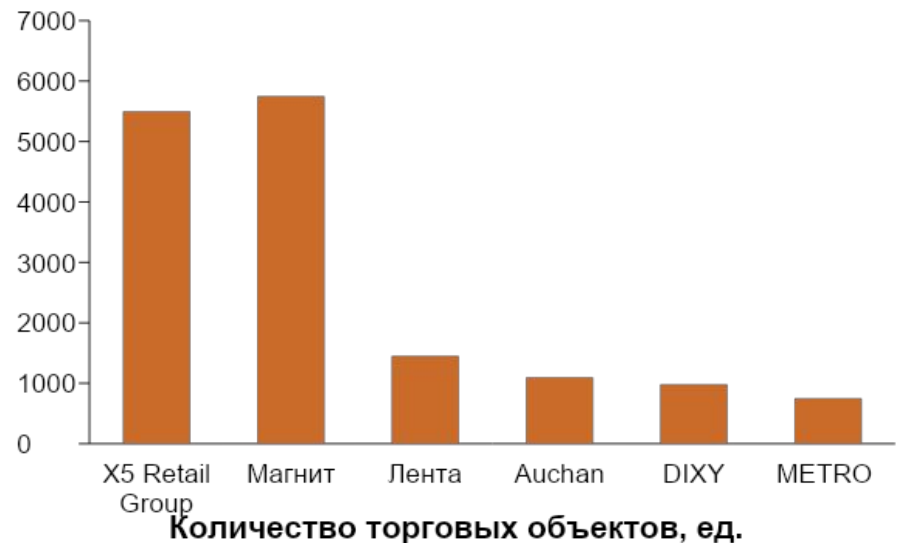
(\*) Baa3 и выше инвестиционный рейтинг

(\*\*) BBB- и выше инвестиционный рейтинг

- Кризис 2008 г. привел к чистому оттоку прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в период 2009-2011 гг. в размере 6,7-11,8 млрд долл. США в год. В 2014-2015 гг. в связи с экономической и политической нестабильностью также наблюдался чистый отток иностранных инвестиций, и в 2014 г. была зафиксирована рекордная величина чистого оттока ПИИ за последние годы – 35,5 млрд долл. США. В 2015 г. наблюдалась некоторая стабилизация экономических показателей, в том числе величины ПИИ. В 2016 г. отток сократился до 10,7 млрд долл. США. В 2017 г. приток и отток прямых инвестиций составили 30 млрд долл. США.
- Действия Правительства РФ в 2000-2008 гг., направленные на улучшение инвестиционного климата, приводили к постепенному повышению независимых рейтингов РФ крупнейшими международными рейтинговыми агентствами. Однако в 2009 г. долгосрочный рейтинг России по обязательствам в иностранной валюте был снижен агентством Fitch с «BBB+» до «BBB» по причине замедления и нестабильности на мировых финансовых рынках. Рейтинг S&P и Moody's остался без изменений на уровне «BBB» и «Baa1» соответственно.
- В 1 кв. 2015 г. агентство Moody's снизило суверенный рейтинг с «Baa2» до «Ba1» в связи с негативным экономическим прогнозом. Аналогичное решение приняли S&P и Fitch, снизив рейтинг до «BBB-» и «BB+» соответственно.
- В 1 кв. 2018 г. агентство S&P повысило кредитный рейтинг России до уровня «BBB-» в связи с экономическим ростом и восстановлением экономики.

## Обзор рынка продуктового ритейла (1 из 4)

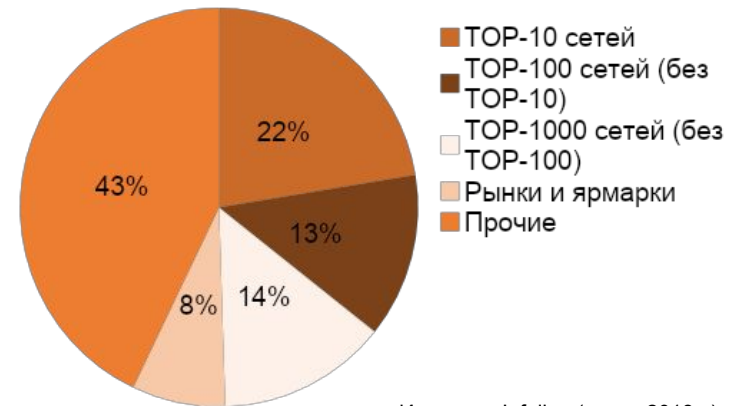
- В 2017 году рынок FMCG вырос на 1,1 % в фактическом выражении (5% в денежном) до 14,43 трлн. рублей.
- По итогам 2017 года чистый прирост торговых площадей по 200 крупнейшим сетям составил около 2309 тыс. кв. м. На 1 января 2018 года суммарные торговые площади ТОП-200 сетей FMCG составили около 23,8 млн кв. м и за год выросли на 10,7%. Почти 71% прироста пришелся на ТОП-7 крупнейших ритейлеров, а доля прочих сетей выросла по сравнению с 2016 годом более чем на 5 п.п. до 29,1%. Прирост торговых площадей по 200 крупнейшим сетям FMCG России (без учета ритейлеров, сокративших площади) превысил 3,05 млн кв. м и оказался близок к рекордному показателю 2015 года (3,17 млн кв. м).
- Наибольший вклад в прирост площадей в 2017 году обеспечили X5 Retail Group, «Магнит» и «Лента». X5 Retail Group за 2017 год увеличила площади на 1184,7 тыс. кв. м, а долю в приросте - на 3,6 п.п. до 38,7%, что является рекордным показателем. Совокупная доля X5 Retail Group и «Магнит» в приросте площадей составила 61,3% (на 2,5 п.п. выше, чем в 2016 году, когда она составила 58,8%). «Магнит» в 2017 году расширил площади на 687,3 тыс. кв. м, однако сократил долю в приросте на 1,1 п.п. до 22,6%. В 2017 году прирост количества объектов сети «Магнит» (2291 магазин) превысил аналогичный показатель за 2016 год (1970 магазинов), однако, в связи с оптимизацией площадей крупноформатных объектов и закрытием ряда нерентабельных гипермаркетов «Магнит» и «Магнит Семейный» динамика роста площадей замедлилась.



## Обзор рынка продуктового ритейла (2 из 4)

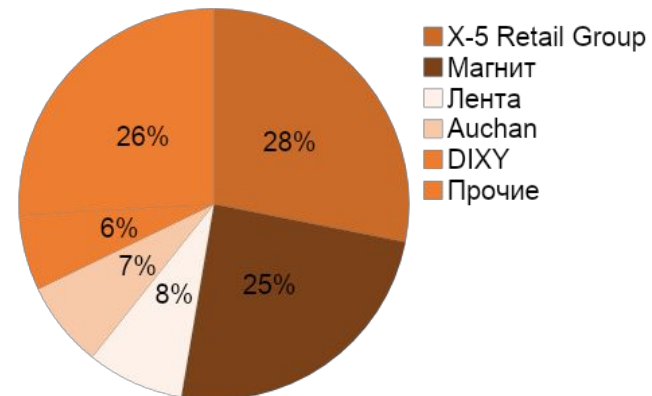
- В 2017 году X5 Retail Group стал лидером сегмента по выручке, темпам роста, динамике органического развития сети и приросту сопоставимых продаж. В прошлом году X5 Retail Group впервые после 2012 года опередила сеть «Магнит» по выручке. Выручка X5 Retail Group в 2017 году выросла на 25,5% по сравнению с 2016 годом – до 1,28 трлн руб. Второй по объему выручки ритейлер «Магнит» в 2017 году продолжил обновление малоформатных объектов, запустил новый формат «Магнит-ОПТ» и приступил к оптимизации крупноформатных объектов.
- Таким образом, TOP-10 сетей сегмента FMCG занимает 30% рынка Food. За год ритейлеры приросли более 38 тысячами магазинов, которые расположены на более 16,9 млн кв.м
- В 2018 году прогнозируется тенденция к наращиванию сетями высокомаржинальной, полностью контролируемой товаропроводящей цепи – от логистики, прямого импорта, СТМ до online-торговли и развития оптовых продаж, а также к персонализации взаимодействия с покупателем в рамках новой экосистемы бизнеса на основании широкого использования BIG DATA. По мнению INFOLine, данную фазу развития ритейла FMCG можно назвать «Консолидация – технологическое превосходство».

Структура розничного рынка России, %



Источник: Infoline (июнь 2018 г.)

Структура TOP-10 сетей, %



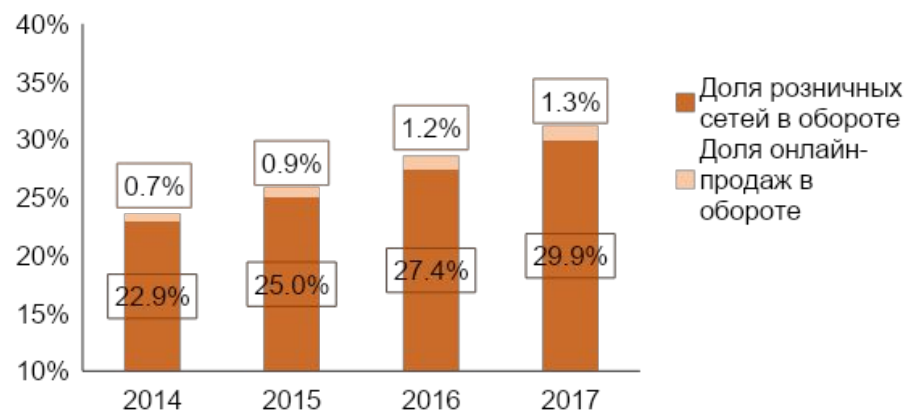
Источник: Infoline (июнь 2018 г.)

## Обзор рынка продуктового ритейла (3 из 4)

Online-продажи в сегменте FMCG обречены на рост в 2018-2022 гг. Продуктовый сегмент e-commerce растет динамичнее других сегментов розничной торговли по итогам 2017 года. Емкость рынка онлайн-торговли продовольственными товарами в Москве и Подмоскowie приблизилась к 15 млрд руб., по России – к 25 млрд руб. (за 2017 год). Емкость рынка online-торговли FMCG в России может увеличиться в 10 раз к 2022 году. Ключевым для ускоренного развития в отрасли FMCG может стать законопроект о легализации продажи алкоголя в интернете. В марте 2018 года Минфин представил доработанную версию законопроекта, вносящего изменения в торговлю спиртными напитками. Это не скажется на увеличении объемов потребления алкоголя в стране, но, являясь одной из самых маржинальных категорий товаров FMCG ассортимента, сделает работу дистанционного обслуживания потребителей более рентабельной.

В 2016-2017 гг. на российском рынке начали активно развиваться сервисы по доставке продуктов питания из действующих offline-магазинов: iGooods в Санкт-Петербурге и Instamart в Москве. Успех развития подобных сервисов в Европе и США говорит о том, что, возможно, именно они перевернут стереотип потребления у россиян, и заказ продуктов питания через Интернет станет таким же повседневным делом, как поход в традиционные магазины сейчас.

Доля розничных сетей в общем розничном обороте, %

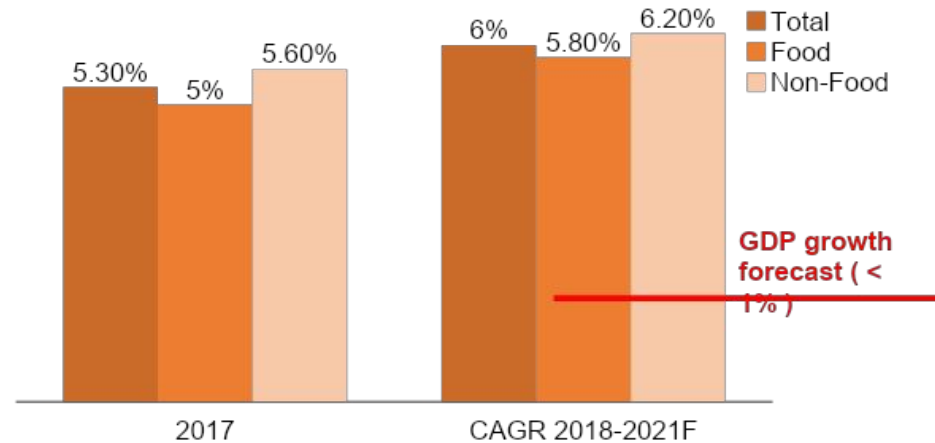


Источник: Infoline (июнь 2018 г.)

## Обзор рынка продуктового ритейла (4 из 4)

- В 2018 году крупнейшие ритейлеры FMCG продолжают политику агрессивного роста торговых объектов, как за счет выхода в новые регионы, так и за счет получения контроля над площадями неэффективных региональных ритейлеров.
- За 2017 год в результате сделок M&A «Магнит» приобрел 164 магазина у 23 ритейлеров.
- В 2018 году сеть планирует увеличить количество магазинов, приобретенных за счет сделок M&A до 400 X5 Retail Group заняла площади около 100 дискаунтеров «Монетка» в Москве и Московской области и в декабре приобрела 32 супермаркета «О'КЕЙ», которые рембрендированы в «Перекресток».
- Ритейлеры все больше внимания уделяют сегменту B2B. Так, «Магнит» запустил формат «Магнит-Опт», «Лента» разработала СТМ для профессионалов.
- Самые большие изменения произойдут в формате гипермаркетов. У магазинов такого формата слишком большие площади, которые сложно эффективно использовать в условиях усиливающейся конкуренции. В такой ситуации гипермаркеты вынуждены преобразовываться (например, в Санкт-Петербурге в «Ашане» появились фермерские ярмарки).
- В сегменте супермаркетов предсказывается активное развитие собственного производства. (собственная кулинария, например экспериментальная фабрика-кухня «Перекрестка» строится в Подмосковье, недалеко от Шереметьево. Она будет запущена в середине 2018 года и обойдется компании в 3,5 млрд руб.).
- В формате «у дома» будут развиваться специализированные сети и малые магазины. Для федеральных ритейлеров магазины площадью 150 кв. м неинтересны, поэтому здесь есть возможность развития для малого бизнеса. Специализированные сети также будут активно развиваться. Примером может служить сеть «Красное&Белое», выросшая из алкомаркета в крупную федеральную сеть.

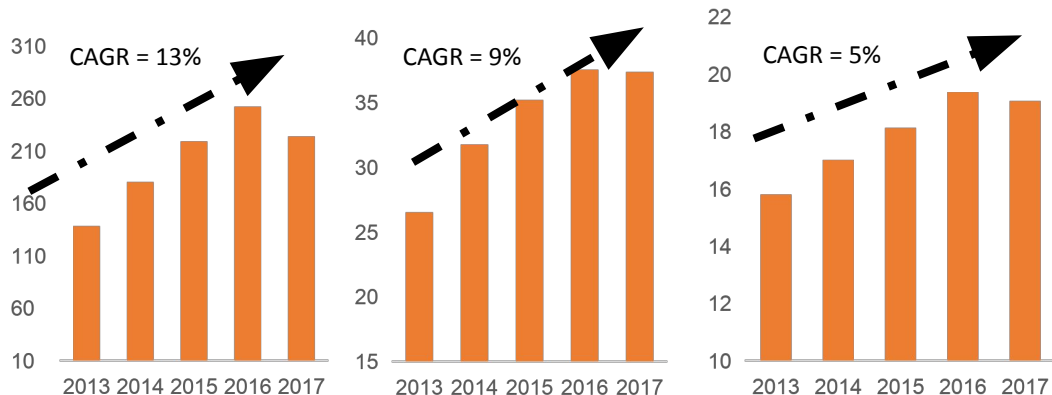
Рост розничных продаж в России, %





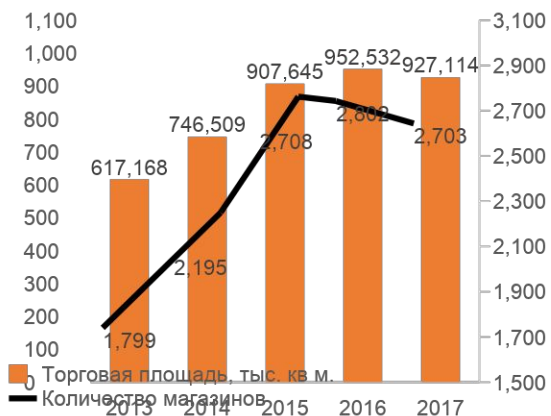
# Описание Компании (1 из 2)

Выручка, млрд руб.

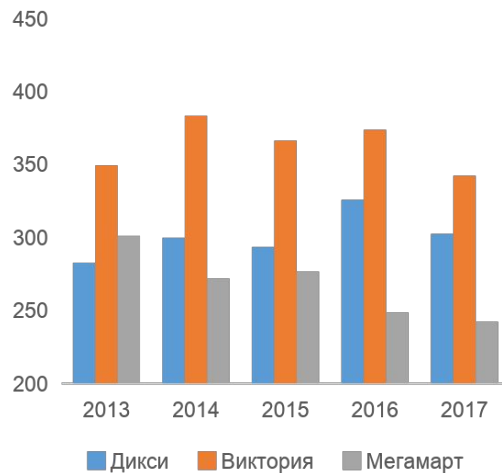


Источник: Данные Компании

Торговая площадь и кол-во магазинов



Выручка на кв. м. торговой площади, тыс. руб.



- Группа «ДИКСИ» присутствует на рынке более 20 лет – с 1992 года
- В 1999 году был открыт первый магазин «ДИКСИ» в Москве и с тех пор Компания расширяется за счет органического роста
- В 2011 году Компания приобрела одного из крупнейших ритейлеров России – ГК «Виктория». Сегодня ГК «ДИКСИ» занимает одно из лидирующих положений среди российских продуктовых ритейлеров с выручкой 282 млрд. рублей в 2017 году .
- По состоянию на 31 декабря 2017 года, у Компании 2 703 магазина, торговые площади которых составляют около 930 тысяч м<sup>2</sup>.
- ГК «ДИКСИ» фокусируется на формате «магазин у дома», на долю которого приходится около 80% выручки и торговых площадей. Сеть супермаркетов «Виктория» приносит 13% выручки. Компания также управляет сетью компактных гипермаркетов «Мегамарт» на Урале, на долю которых приходится около 7% выручки
- Магазины Компании расположены в 753 населенных пунктах Центральной России, Северо-Западного и Уральского федеральных округов.
- В мае 2007 года ГК «ДИКСИ» провела первичное размещение акций (IPO) на РТС и ММВБ.

Источник: Данные Компании

## Описание Компании (2 из 2)

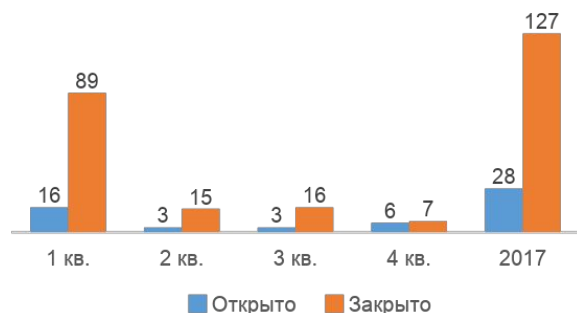
### Магазины «у дома» «ДИКСИ»

- На 31.12.2017 - 2 534 магазина «у дома»
- Доля дивизиона в выручке – 80%.
- Средняя торговая площадь – 290 м<sup>2</sup>
- Средний чек – 334 рубля
- География – Центральный, Северо-Западный и Уральский ФО

- ✓ **Собственные торговые марки** (с 2005 года)
- ✓ **Бренд «Д»** (с 2012 года)



Открытие магазинов (всего по ГК)



### Дивизион «Виктория»

- На 31.12.2017 - 128 магазинов «Виктория»: 78 супермаркетов, 49 магазинов «у дома», 1 магазин CASH
- Средний чек – 490 рублей
- Доля дивизиона – 13%
- География – Центральный и Северо-Западный федеральные округа

#### □ Магазин у дома «Квартал»

Средняя торговая площадь – 290 м<sup>2</sup>  
 средний чек – 320 рублей,  
 ассортимент – 2 500 товаров

#### □ СМ «Виктория»:

Средняя торговая площадь – 1 100 м<sup>2</sup>  
 средний чек – 530 рублей,  
 ассортимент – до 20 000 товаров

#### □ CASH:

торговая площадь – 3 051 м<sup>2</sup>  
 средний чек – 2 300 рублей,  
 ассортимент – около 20 000 товаров

«Виктория» является лидером на калининградском рынке и одним из лучших образцов в своем формате в Москве и Московской области

### Дивизион «Мегамарт»

- На 31.12.2017 - 41 магазин сети «Мегамарт», в том числе 26 компактных гипермаркета «Мегамарт» и 15 экономичных супермаркетов «Минимарт»
- Доля дивизиона – 7%
- География – Уральский федеральный округ

#### □ Компактные гипермаркеты «Мегамарт»:

Средняя торговая площадь – 2 500 м<sup>2</sup>.  
 Средний чек – 665 рублей  
 Ассортимент – около 20 000 товаров

#### □ Экономичные супермаркеты «Минимарт»:

Средняя торговая площадь – 800 м<sup>2</sup>  
 Средний чек – 500 рублей.  
 Ассортимент – около 2 500 товаров

## Обзор ключевых событий

- 2017 год: рекордный убыток 6 млрд руб. (двукратный рост у-о-у 2016)

Причина: амортизацией нематериальных активов (покупка сети «Виктория» в 2011 году) - неденежная бухгалтерская проводка, не влияет на операционную деятельность компании

- Убыток 2,8 млрд руб. в 2016 году связан с оптимизацией сети, изменением ассортимента и снижением потребительской активности
- 26.12.2017 - акционеры «Дикси» одобрили делистинг акций ритейлера с Московской биржи.
- Планируется установка 520 постаматов в «магазинах у дома» (совместный проект с онлайн-ритейлером Ozon). До конца года 120 постаматов Ozon.Box появится в «Дикси» в Москве и области, а еще 400 - в других регионах в 2018 г (способ привлечь дополнительных покупателей)
- Автоматизированная система мониторинга товарных остатков с помощью системы компьютерного зрения (проекта GoodsScan) позволит на 90% снизить расходы на инвентаризацию складов и позволит проводить ее чаще, всегда иметь данные о реальном расположении и количестве товара и оперативно корректировать эти данные в IT-системе компании
- 12.10.2017 «Дикси» выкупил свои акции у основателей торговой сети «Виктория» – Владимира Кацмана и Николая Власенко (около 7%)
- 16.08.2017 Подмосковное управление Федеральной антимонопольной службы (ФАС) завело дела в отношении АО «Тандер» (сеть «Магнит») и АО «Дикси-Юг» (сеть «Дикси») по признакам нарушения п. 1 ч. 1 ст. 13 Федерального закона «Об основах государственного регулирования торговой деятельности в Российской Федерации». Служба подозревает, что ритейлеры устанавливали в договорах поставки различные условия по выплате вознаграждений, «свидетельствует о создании дискриминационных условий для поставщиков и ставит их в неравное положение по отношению друг к другу»
- «Дикси» провела обновление магазинов после убытков – изменилась расстановка «с акцентом на ключевые для компании категории, которые составляют основное наполнение потребительской корзины аудитории «Дикси». Основной акцент - на свежие товары. «Дикси»

существенно нарастила продажи товаров под собственными торговыми марками (СТМ) - до 25% по итогам 2017 г. Ассортимент «магазинов у дома» существенно сокращен (с 4750 видов товаров, в обновленном варианте магазина стало на треть меньше, около 3400 товарных наименований). Изменения в зонировании магазина - свежая и скоропортящаяся продукция, а также хлеб перенесены ближе к входу, товары по промоакциям – на боковые части стеллажей

- Российский ритейлер «Дикси» и крупный табачный дистрибутор торговая компания (ТК) «Мегаполис» начали совместно продавать товары повседневного спроса оптовыми и мелкооптовыми партиями несетевой рознице. Проект в пилотном режиме уже работает в Москве, Челябинске и Санкт-Петербурге; ассортимент товаров определяется в зависимости от потребностей каждого конкретного региона.
- В 2017 г. «Дикси» начала прямой импорт вина, без посредников, что позволяет снизить себестоимость продукции в среднем на 15%. Первую партию из пяти наименований вин Испании и Франции ритейлер закупил в марте 2017 г. Некоторые другие продукты «Дикси» уже импортирует самостоятельно: так, около половины овощей и фруктов сеть поставляет напрямую.

## Метод сделок

### Критерии отбора сделок

Отраслевая принадлежность	Период совершения сделки	Устойчивое состояние бизнеса	Наличие информации
Нецикличный сектор – розничная торговля	2016 – 1П 2018 г.	За последние 12 мес. До Даты оценки: ЕБИТДА > 0 Чистая прибыль > 0	Информация о сделке является достоверной и достаточной для проведения анализа

## Финансовый анализ (1 из 6)

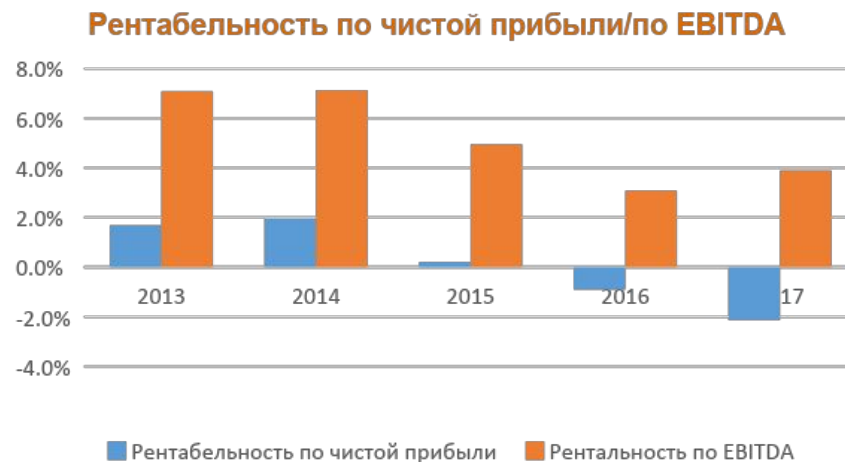
Компания Дикси в период с 2016 по 2017 зафиксировала увеличение величины убытков до 6014 млн рублей. При этом, как видно из структуры отчета о прибылях и убытках, основным драйвером такого явления стало две составляющие:

- отрицательный темп роста, об этом свидетельствует уменьшение выручки с 311237 млн рублей до 282811 млн рублей соответственно
  - обесценение гудвила на сумму 5166 млн рублей, которую компания признала как статью затрат
- Увеличение других видов затрат, себестоимости, коммерческих, общехозяйственных и административных, в данный временной период не было замечено, об этом свидетельствует практически не изменившийся уровень маржинальной прибыли и небольшое увеличение операционной прибыли за счет оптимизации административных затрат. Обесценение гудвила на существенную сумму позволило компании Дикси увеличить величину экономии по налогу на прибыль за счет снижения налогооблагаемой прибыли (увеличения убытков), доля экономии по налогу на прибыль в общей выручке увеличилось с 0.09% в 2016 году, до 0.28% в 2017 году.

Наименование	2016	2017	2016	2017
Выручка	311 237	282 811	100%	100%
Себестоимость реализации	(228 063)	(206 919)	73.28%	73.16%
<b>Валовая прибыль</b>	83 174	75 893	26.72%	26.84%
Валовая маржа	26.7%	26.8%	26.7%	26.8%
Коммерческие, общехозяйственные и административные расходы	(82 337)	(73 921)	26.45%	26.14%
<b>Операционная прибыль</b>	837	1 972	0.27%	0.70%
Финансовые доходы	81	52	0.03%	0.02%
Финансовые расходы	(4 230)	(3 688)	1.36%	1.30%
Чистые положительные и курсовые разницы	233	16	0.07%	0.01%
Обесценение Гудвилла	-	(5 166)	-	1.83%
<b>Прибыль/убыток до налогообложения</b>	(3 079)	(6 815)	0.99%	2.41%
Налог на прибыль/экономия по налогу на прибыль	292	801	0.09%	0.28%
<b>Прибыль/убыток за год</b>	-2787	-6014	0.90%	2.13%

## Финансовый анализ (2 из 6)

- Выручка компании показывала положительный рост в периоде 2013-2016гг. (при том что показатель роста выручки имел нисходящую тенденцию, начиная с 2014 года). Отрицательный темп роста выручки впервые появился в 2017 году, в котором общая величина выручки составила 282 811 млн рублей, против 311 237 млн в 2016 году. Падение выручки в основном обусловлено падением показателя LFL, а так же закрытием магазинов (в 2016 году – 2802 магазина, в 2017 – 2703 магазина).
- Показатели рентабельности (и по чистой прибыли, и по EBITDA) демонстрировали нисходящую тенденцию в период 2014-2016гг. Более того, компания, начиная с 2016 года, начала терпеть убытки, это стало результатом падения показателя LFL, который был обусловлен резким изменением ассортимента со стороны менеджмента (который покинул компанию в начале 2017 года), а так же негативного эффекта операционного рычага. Стоит отметить, что несмотря на то, что показатель рентабельности по EBITDA в 2017 увеличился до 3.7%, с 3.1% в 2016 году, уровень маржинальности по чистой прибыли продолжил свою нисходящую тенденцию до (-2.1%), с (-0.9%) в 2016 году, данное явление стало следствием того, что компания в 2017 году зафиксировала убыток от обесценения гудвила на 5.17 млрд. рублей.



## Финансовый анализ (3 из 6)

Показатель	X5 retail group		Magnit		Lenta		O'key	
Год	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
Выручка	1 033 667	1 295 008	1 074 812	1 143 314	306 352	365 178	175 471	177 455
Рост выручки (год-к-году)	25.3%		6.4%		19.2%		1.1%	
Рентабельность по чистой прибыли	2.16%	2.42%	5.06%	3.11%	3.66%	3.63%	-0.08%	1.78%
Рентабельность по EBITDA	7.38%	7.43%	10.03%	8.03%	10.37%	9.72%	5.27%	5.26%

В период 2016-2017гг все основные конкуренты Дикси (X5, Magnit, Lenta, O'Key) по продовольственному ритейлу показывали положительные темпы роста, так же в данном периоде произошла смена лидера рынка, если в 2016 году лидером рынка был Magnit, то в 2017 его обогнал x5 retail group. В целом, данные показатели свидетельствуют о консолидации, и об увеличении доли топ-3 игроков рынка продовольственного ритейла. Что касается коммерческой эффективности компаний-конкурентов, то ни один из конкурентов не зафиксировал убыток в 2017, как компания Дикси, оба показателя рентабельности остались у всех игроков примерно на том же уровне, кроме компании Магнит, у которой выше упомянутые показатели упали на 2 п.п. каждый. Стоит так же отметить, что несмотря на то, что Lenta сильно уступает X5 retail group и Magnit по объему оборота, компании удалось в 2017 продемонстрировать самые высокие показатели финансовой эффективности в данном секторе, по нашему мнению это связано с несколькими причинами: эффективной работой менеджмента, ориентацией на магазины типа "гипермаркет", качеством предлагаемой продукции и правильной продуктовой матрицей.

## Финансовый анализ (4 из 6)

Валюта баланс ПАО "Дикси Групп" к концу 2017 понизилось на 17695 млн. рублей с конца 2016 года до значения 80969 млн рублей, основными драйвера такой тенденции стало следующее:

### Со стороны активов

- существенное снижение величины основных средств на 15.6% до 33119 млн рублей к концу 2017 года за счет обесценения неотделимых улучшений магазина и обесценения оборудования
- обесценение гудвилла с величины 17665 млн. рублей до 12499 млн. руб - это стало результатом пересмотра прогнозных темпов роста для магазинов Дикси и Виктория в сторону их уменьшения
- списание товарных знаков привело к уменьшению иных нематериальных активов на 36,2%
- зафиксировано снижение статьи "Дебиторская задолженность" на 65.37% до 1874 млн рублей.

### Со стороны пассивов

- компания в 2017 зафиксировала убыток в размере 6014млн рублей, что привело к существенному снижению статьи "Нераспределенная прибыль" до величины 3636 млн рублей
- В 2017 году Группа выкупила 25 967 277 акций на сумму 8 546 млн рублей (2016 г.: 790 млн рублей) - изменение статьи "Собственные акции выкупленные у акционеров" до (9337) млн рублей
- поскольку компания обязана соблюдать требование в отношении коэффициента чистого долга к EBITDA, компании пришлось снижать долговую нагрузку - снижение величины долгосрочных кредитов с 28839 млн рублей до 17314 млн рублей

	2016	2017
<b>Внеоборотные активы</b>		
Основные средства	39228	33119
Инвестиц. Недвижимость	2387	2848
Капитальные авансы	144	142
Гудвил	17666	12500
Прочие немат. Активы	3776	2408
Депозиты по договорам опер. Аренды	1401	1287
Первоначальные затраты по аренде	90	28
Отложенный налоговый актив	853	1568
<b>Оборотные активы</b>		
Запасы	19822	18157
Торговая и прочая ДС	4548	1874
Налоги к возмещению и предоплата	2390	1050
Предоплата по налогу на прибыль	2227	1391
Первоначальные затраты по аренде	27	18
Денежные средства и их эквиваленты	4104	4579
<b>Итого активы</b>	<b>98663</b>	<b>80969</b>
<b>Капитал и обязательства</b>		
<b>Капитал</b>		
Акционерный капитал	1	1
Доп. Оплаченный капитал	20443	20443
Собственные акции, выкупленные у акционеров	(791)	(9 337)
Нераспределенная прибыль	9337	3362
<b>Итого капитал</b>	<b>28990</b>	<b>14469</b>
<b>Долгосрочные обязательства</b>		
Кредиты	28839	17314
Фин. аренда	751	374
Невыгодные договоры операционной аренды	13	2
Отложенное налоговое обязательство	487	486
<b>Краткосрочные обязательства</b>		
Торговая и прочая КС	34886	30113
Кредиты	2967	16251
Финансовая аренда	326	377
Авансы от покупателей и заказчиков	210	262
Обязательство по налогам (без налога на прибыль)	1144	1270
Задолженность по налогу на прибыль	0	49
Невыгодные договоры по опер. Аренде	12	1
<b>Итого капитал и обязательства</b>	<b>98663</b>	<b>80969</b>



## Финансовый анализ (5 из 6)

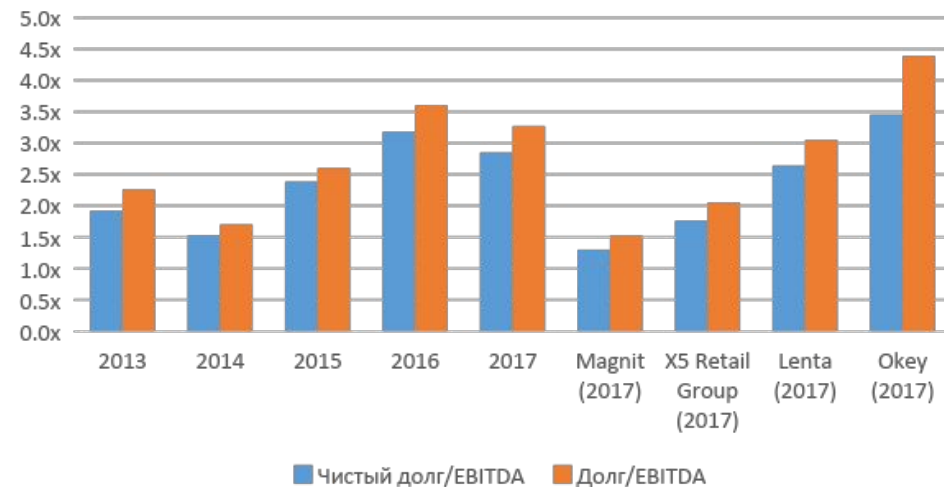
- Структура капитала Дикси на конец 2017 имеет следующие пропорции: 71.4% долгового капитала и 28.6% собственного капитала, при том что в 2016 году данные показатели составляли 54.4% и 45.6% соответственно. Основной причиной данного феномена, по нашему мнению, являются отрицательный темп роста абсолютных финансовых показателей 2017 года, и ухудшение показателей финансовой эффективности в период 2016 и 2017 годов, что привело к падению рыночной стоимости собственного капитала компании, и, соответственно, снижение его доли в общем капитале компании. Стоит отметить, что у других игроков рынка имеется следующее соотношение: ~60% долгового капитала и ~40% долевого, единственным исключением является компания Магнит, у которой 32.8% долгового капитала и 67.2% собственного.

- Компания Дикси не отличается низкой долговой нагрузкой - показатели отношение чистого долга к EBITDA и долга к EBITDA остаются у нее на достаточно высоком уровне, 2.9x и 3.3x соответственно, несмотря на то, что с 2016 по 2017 наблюдалась положительная тенденция по снижению долговой нагрузки компании относительно показателей финансовой эффективности. У лидеров рынка, Magnit и X5 Retail Group, данные показатели примерно в два раза ниже, что является в первую очередь следствием того, что данные компании выигрывают за счет экономии на масштабе. Стоит так же отметить, что одним из основных критериев, позволяющим компания сектора ритейл привлекать долговое финансирование, является соотношение собственным и арендуемым площадям.

### Структура капитала Дикси и конкурентов



### Отношение долга (чистого долга) к EBITDA

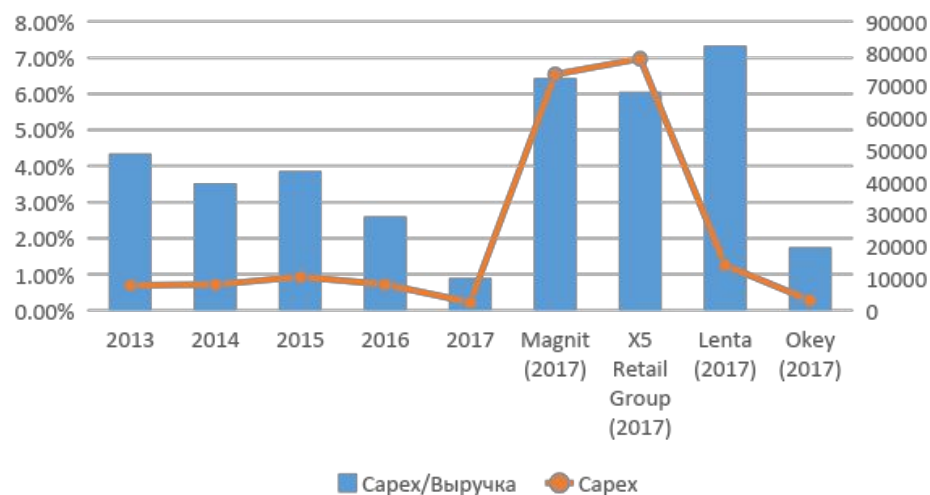


## Финансовый анализ (6 из 6)

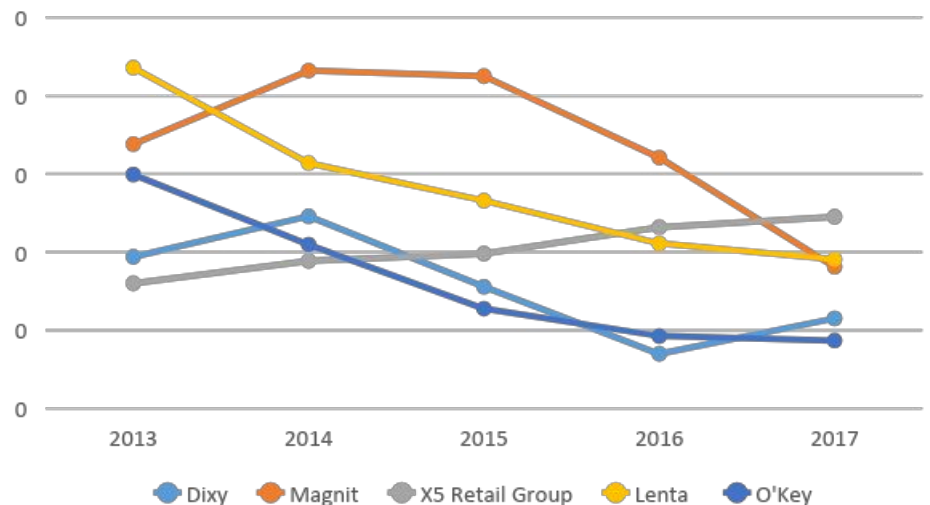
- Капитальные затраты компании Дикси в 2017 году составили 2544 млн рублей, и данный показатель является самым низким с начала 2013 года как в абсолютном выражении, так и по отношению к выручке. Это, в первую очередь, связано с тем, что компания Дикси уменьшила общее количество магазинов до 2703 к концу 2017 года (на начало года было 2802 магазина). Компания Дикси, в связи с ухудшением финансовых показателей, сконцентрировала свое основное внимание на закрытие неприбыльных магазинов, остановив при этом экспансию. Остальные игроки рынка, напротив, продолжают расширять общую величину торговых площадей, Саpех всех игроков рынка вырос в абсолютном выражении к 2017 году, по сравнению с 2016. Так же стоит отметить, что топ-3 игроков рынка имеют самые высокие показатели Саpех/Sales за последний год, что является аргументом в пользу продолжающейся консолидации.

- Показатель Return on Capital у компании Дикси в 2017 составил 5.8%, при это с конца 2013 года наблюдается явная нисходящая тенденция. Данная динамика показателя Return on Capital в период 2013-2017 годов наблюдается в целом по отрасли, единственным исключением выступает компания x5 retail group, Return on Capital которой в 2013 году составил 8%, а в 2017 - 12.3%, это объясняется, в первую очередь, сменой менеджмента x5 retail group в начале 2014 года и его эффективной работой в последующие года, а так же выгодами за счет экономии на масштабе. Стоит отметить, что величины данного показателя для топ-3 игроков заметно отличаются от данных показателей компаний О'Кей и Дикси, примерно на 5 п.п.

Саpех/Выручка, Саpех (млн. рублей)



Return on Capital



## Виды стоимости (1 из 2)

- Вид стоимости определяется предполагаемым использованием результата анализа. При анализа стоимости бизнеса используются следующие виды стоимости Объекта анализа:
  - рыночная стоимость;
  - инвестиционная стоимость;
  - ликвидационная стоимость.

### Рыночная стоимость

- При определении *рыночной стоимости* Объекта анализа определяется вероятная цена, по которой Объект анализа может быть отчужден на Дату анализа на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, то есть когда:
  - одна из сторон сделки не обязана отчуждать Объект анализа, а другая сторона не обязана принимать исполнение;
  - стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;
  - Объект анализа представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов анализа;
  - цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за Объект анализа и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было;
  - платеж за Объект анализа выражен в денежной форме.
- *Возможность отчуждения на открытом рынке* означает, что Объект анализа представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов, при этом срок экспозиции объекта на рынке должен быть достаточным для привлечения внимания достаточного числа потенциальных покупателей.
- *Разумность действий* сторон сделки означает, что цена сделки - наибольшая из достижимых по разумным соображениям цен для продавца и наименьшая из достижимых по разумным соображениям цен для покупателя.
- *Полнота располагаемой информации* означает, что стороны сделки в достаточной степени информированы о предмете сделки, действуют, стремясь достичь условий сделки, наилучших с точки зрения каждой из сторон, в соответствии с полным объемом информации о состоянии рынка и объекте анализа, доступным на Дату анализа.
- *Отсутствие чрезвычайных обстоятельств* означает, что у каждой из сторон сделки имеются мотивы для совершения сделки, при этом в отношении сторон нет принуждения совершить сделку.

## Виды стоимости (2 из 2)

---

### Инвестиционная стоимость

- При определении *инвестиционной стоимости* Объекта анализа определяется стоимость для конкретного лица или группы лиц при установленных данным лицом (лицами) инвестиционных целях использования Объекта анализа.
- При определении инвестиционной стоимости, в отличие от определения рыночной стоимости, учет возможности отчуждения по инвестиционной стоимости на открытом рынке не обязателен.

### Ликвидационная стоимость

- При определении *ликвидационной стоимости* Объекта анализа определяется расчетная величина, отражающая вероятную цену, по которой данный Объект анализа может быть отчужден за срок экспозиции Объекта анализа, меньший типичного срока экспозиции для рыночных условий, в условиях, когда продавец вынужден совершить сделку по отчуждению имущества.
- При определении ликвидационной стоимости, в отличие от определения рыночной стоимости, учитывается влияние чрезвычайных обстоятельств, вынуждающих продавца продавать Объект анализа на условиях, не соответствующих рыночным.

# Общие подходы и методы анализа (1 из 4)

## Подходы к анализу стоимости

- Существует три основных подхода к анализу стоимости любого объекта собственности: доходный, затратный и сравнительный. Каждый из этих подходов обладает определенными преимуществами и недостатками, и выбор подхода или подходов в каждом конкретном случае зависит от особенностей оцениваемого объекта и экономического окружения, а также наличия достоверной информации.
- Далее кратко рассмотрены все три подхода к анализу стоимости.

## Доходный подход

- В рамках доходного подхода ожидаемые будущие выгоды от владения объектом дисконтируются для получения текущей стоимости с использованием ставки, отражающей риски, темпы роста и временные рамки, ассоциируемые с получением данных выгод, а также стоимость денег во времени.
- При применении подхода к анализу стоимости бизнеса принимаются во внимание будущие ожидания в отношении доходов, затрат/издержек, инвестиций и иных факторов, влияющих на стоимость. Ожидаемый доход или иные экономические выгоды оцениваются с учетом структуры капитала и исторических результатов бизнеса, перспектив отрасли и бизнеса, а также макроэкономических факторов.
- Результаты такого подхода в целом являются более подходящими и информативными для стратегического инвестора с учетом допущения о непрерывности деятельности бизнеса. При этом, однако, необходимо подчеркнуть, что этому подходу присущи определенные ограничения, которые являются главным образом следствием неопределенности прогнозирования развития экономики, отрасли и бизнеса, а также анализа рисков, ассоциированных с будущими денежными потоками.

- Таким образом, подход используется в случае, когда существует достоверная информация, позволяющая спрогнозировать будущие доходы и связанные с ними расходы.
- Основными методами доходного подхода являются следующие:

## Метод капитализации

- Метод капитализации используется в том случае, когда не ожидается существенных изменений в деятельности компании и ее будущие доходы прогнозируются на стабильном уровне или с ожиданием роста с предсказуемыми стабильными темпами. При применении этого метода для определения стоимости бизнеса текущие доходы компании делятся на ставку капитализации, отражающую уровень риска и прогнозируемые стабильные темпы роста.

## Метод дисконтированных денежных потоков («ДДП»)

- Данный метод может быть использован в случае, когда будущие доходы бизнеса:
  - могут быть в разумной степени обоснованно спрогнозированы; и
  - будут, по ожиданиям, существенно отличаться от их текущего уровня ввиду факторов, таких как изменения в бизнес-структуре, ожидаемые изменения в макроэкономических или отраслевых условиях, развитие бизнеса и т.п.

## Общие подходы и методы анализа (2 из 4)

### Модель дисконтированных дивидендов

- Модель дисконтированных дивидендов (ДД) наиболее часто используется в отношении коммерческих банков и учитывает фактические суммы выплат акционерам. Инвестор, приобретающий акции, как правило, планирует получить два вида денежных потоков: дивиденды за период фактического владения акциями и предполагаемую цену на конец периода владения. Поскольку предполагаемая цена также определяется будущими дивидендами, стоимостью акций является приведенная стоимость дивидендов в бесконечном периоде времени. В качестве основы в модели ДД используются данные об ожидаемых дивидендах и стоимости собственного капитала. Для расчета величины ожидаемых дивидендов разрабатываются определенные допущения относительно будущих темпов роста доходов и коэффициентов выплаты дивидендов. Требуемая доходность на собственный капитал зависит от величины риска, определяемой показателем рыночной беты в рамках модели CAPM.

### Сравнительный подход

- Сравнительный подход основан на фактической рыночной информации и применяется, когда существует достоверная и доступная информация о ценах и компаниях-аналогах.
- В рамках данного подхода используются два основных метода анализа:
  - Метод сопоставимых компаний (компания-аналога, рынка капитала) базируется на ценах акций сходных компаний, обращающихся на фондовых рынках;
  - Метод сделок основан на ценах пакетов акций (долей в бизнесе) аналогичных предприятий, которые были приобретены или проданы в течение недавнего периода времени.
- Также к сравнительному подходу относится метод котировок (на основе информации о котировках акций анализируемого предприятия на фондовом рынке).
- При анализе стоимости бизнеса с использованием сравнительного подхода проводится выбор и анализ сопоставимых компаний или фактических сделок со сходными компаниями. При выборе сопоставимых компаний принимаются во внимание такие факторы, как сходство количественных и качественных характеристик бизнеса, доступность и достоверность информации, условия сделки и др.
- По результатам выбора сопоставимых компаний рассчитываются ценовые мультипликаторы с использованием показателей производственной и операционной эффективности, а также финансового положения отобранных компаний (таких как стоимость бизнеса / выручка, стоимость бизнеса / EBITDA, цена / чистые активы и т.п.). Затем путем применения мультипликаторов, признанных применимыми, к аналогичным показателям оцениваемого бизнеса определяется его стоимость.
- Основные ограничения использования сравнительного подхода:
  - сравнительный подход основан на исторических результатах бизнеса и, таким образом, может не учитывать будущие перспективы развития; и
  - получение достоверных и полных данных по сопоставимым компаниям и сделкам зачастую является затруднительным ввиду закрытости информации, конфиденциального характера сделок, отсутствия в открытом доступе финансовой информации по частным компаниям – объектам сделок.

## Общие подходы и методы анализа (3 из 4)

---

### Затратный подход

- Затратный подход к анализу стоимости основан на принципе замещения, т.е. стоимость актива определяется через затраты, которые необходимо понести для воссоздания объекта или замещения его аналогичным по полезности, с учетом степени износа.
- Стоимость бизнеса в рамках затратного подхода определяется на основе индивидуальных стоимостей его активов и обязательств. Бухгалтерский баланс бизнеса, сформированный на основе исторических затрат, замещается балансом, в котором все активы (материальные и нематериальные) и обязательства бизнеса отражаются по рыночной или иной другой применимой стоимости.
- Затратный подход обычно применяется для анализа стоимости контролирующих долей в таких бизнесах как:
  - холдинговые и инвестиционные компании;
  - компании, не планирующие в перспективе продолжать операционную деятельность.
- Одно из преимуществ затратного подхода к анализу стоимости заключается в том, что в его основе лежат существующие активы и обязательства предприятия. Следовательно, такой подход считается в меньшей степени теоретическим. Вместе с тем, затратный подход является статичным (поскольку не принимаются во внимание перспективы бизнеса), и не учитывает уровень дохода, рентабельность активов и прочие факторы, характеризующие деятельность конкретного объекта анализа стоимости.
- Кроме того, затратный подход в ограниченной степени учитывает стоимость некоторых потенциальных нематериальных активов, которые могут существовать у компании, однако не отражены в ее финансовой отчетности и определение отдельной стоимости которых затруднительно (например, деловая репутация).
- Основными методами затратного подхода являются метод скорректированных чистых активов (СЧА) и метод ликвидационной стоимости.

## Общие подходы и методы анализа (4 из 4)

### Метод скорректированных чистых активов

- Данный метод предполагает, что стоимость бизнеса будет реализована в рамках продолжения операционной деятельности. Активы и обязательства компании переоцениваются в соответствии с применимым видом стоимости (обычно рыночная стоимость). Стоимость бизнеса при этом определяется как разница между скорректированными соответствующим образом активами и обязательствами.
- Исторический баланс компании, сформированный на основе фактически понесенных затрат, используется как стартовая точка анализа. Балансовые активы и обязательства рассматриваются по отдельности и анализируются поэлементно или по категориям. В случае, если корректировка переоценки рассматривается как незначительная, рыночная стоимость актива или обязательства принимается на уровне его балансовой стоимости.
- Отдельные существенные активы (например, НМА) и обязательства (например, условные обязательства) могут не быть отражены в бухгалтерском балансе компании. Такие активы должны быть адекватно идентифицированы, оценены и учтены в итоговом оценочном балансе.

### Метод ликвидационной стоимости

- Данный метод используется в случае анализа бизнеса, продолжение операционной деятельности которого не планируется или рассматривается как нерациональное. Метод предполагает, что стоимость бизнеса будет реализована через либо вынужденную, либо плановую ликвидацию активов вместо продолжения их использования в рамках операционной деятельности.
- Все издержки (в том числе затраты времени) и налоговые последствия, связанные с продажей активов, погашением обязательств и ликвидацией бизнеса должны быть учтены при применении метода. Отдельные нематериальные активы, такие как деловая репутация, могут не иметь стоимости в условиях ликвидации. При этом другие нематериальные активы, такие как патенты, торговые знаки, бренды могут сохранить стоимость.
- Чистые поступления от ликвидации активов и погашения обязательств бизнеса дисконтируются для получения стоимости, приведенной на Дату анализа, по адекватной ставке требуемой доходности.







# Методология расчета денежных потоков

## Этапы расчета денежных потоков

- В целях определения рыночной стоимости Объекта анализа использовался метод дисконтированных денежных потоков на инвестированный капитал (Free cash flow to the firm, FCFF, Денежный поток на инвестированный капитал).
- Расчет денежного потока на инвестированный капитал в каждый прогнозный период проводился следующим образом:
  1. Доходы;
  2. Минус Операционные и управленческие расходы;
  3. **[1-2]** EBITDA (Earnings before interest, tax, amortization and depreciation, Прибыль до уплаты процентов, налогов и без учета амортизации);
  4. Минус Амортизация по РСБУ;
  5. **[3-4]** EBIT (Earnings before interest and tax, Прибыль до уплаты процентов и налогов);
  6. Минус Налоги, определяемые как [5] x Предельная ставка налога на прибыль, установленная законодательством;
  7. **[5-6]** NOPAT (Net operating profit after tax; Прибыль после уплаты налогов);
  8. Плюс Амортизация по РСБУ;
  9. Минус Капитальные вложения;
  10. Минус увеличение собственного оборотного капитала / плюс уменьшение собственного оборотного капитала (в расчете используются абсолютные значения изменений).
  11. **[7+8-9-10]** Денежный поток на инвестированный капитал, FCFF.

- Прогноз денежных потоков осуществлялся в номинальном выражении в российских рублях
- Терминальная стоимость операций определялась с помощью модели Гордона
- После нахождения величины денежного потока на инвестированный капитал в каждом периоде, путем ее дисконтирования с использованием средневзвешенных затрат на инвестированный капитал (Weighted Average Cost of Capital, WACC), определялась приведенная стоимость денежного потока. Расчет WACC приведен в Приложении 7.
- Фактор дисконтирования рассчитывался на середину каждого периода (при допущении о равномерном распределении денежных потоков в течение периода) по формуле:

$$F = 1 / (1 + R)^{(n-0.5)}$$

где:

F - фактор текущей стоимости;  
R - ставка дисконтирования;  
n - порядковый номер периода.

## Расчет ставки дисконтирования (1 из 4)

- Поскольку совокупный денежный поток Объекта Анализа представляет собой средства, доступные для распределения между всеми инвесторами, финансирующими его деятельность, при определении чистой приведенной стоимости в качестве ставки дисконтирования используется средневзвешенная стоимость капитала (WACC), рассчитываемая по следующей формуле:

$$WACC = Ke \times We + Kd \times (1 - t) \times Wd,$$

где:

$Ke$  – величина затрат на собственный капитал;

$We$  – доля собственного капитала в целевой структуре капитала бизнеса;

$t$  – ставка налога на прибыль;

$Kd$  – величина затрат на заемный капитал;

$Wd$  – доля заемных средств в целевой структуре капитала бизнеса.

- Номинальная стоимость собственного капитала для денежного потока, номинированного в долл. США, определялась с использованием модели оценки капитальных активов по следующей формуле:

$$Ke = Rf + \beta_{lev} \times ERP + SCP + SRP,$$

где:

$Rf$  – безрисковая ставка;

$\beta_{lev}$  – коэффициент бета с учетом структуры капитала, который рассчитывается на основе коэффициента бета без учета структуры капитала и прогнозной доли заемного капитала;

$SCP$  – премия за размер компании;

$ERP$  – премия за риск инвестирования в собственный капитал компаний;

$SRP$  – премия за специфический риск компании.

### Безрисковая ставка

- Безрисковая ставка была рассчитана как доходность к погашению долгосрочных государственных еврооблигаций РФ (до 2042 г.), номинированных в долларах США, по состоянию на Дату анализа и составила 4,78%. Данная ставка также включает в себя премию за страновой риск России.

## Расчет ставки дисконтирования (2 из 4)

### Премия за риск инвестирования в акционерный капитал

- Премия за риск инвестирования в акционерный капитал представляет собой дополнительный доход инвесторов от вложений в акции, получаемый свыше безрискового дохода.
- Величина премии за риск инвестирования в акционерный капитал обычно рассчитывается на основе исторических данных и существенно зависит от ряда факторов, таких как выбор основы для расчета рыночной доходности, вид безрискового актива, вычисление среднего геометрического или среднего арифметического значения, а также от выбора временного горизонта исследования.
- За последние несколько лет появилось большое количество исследований, посвященных анализу и расчету премии за риск инвестирования в акционерный капитал на разных временных интервалах и в разных регионах. Результаты некоторых наиболее значимых из них приведены в таблице справа.
- В связи с растущей глобализацией мировых финансовых рынков было принято допущение о том, что для большинства стран премия за риск инвестирования в акционерный капитал находится в сопоставимом диапазоне. К тому же, для ряда развивающихся стран (в т.ч. России) в силу отсутствия длинной истории фондовых рынков определение достоверной величины премии за риск инвестирования в акционерный капитал представляется затруднительным. Поэтому в рамках анализа мы ориентировались на глобальные оценки данного показателя.
- На основе указанных в таблице исследований был сделан вывод о том, что премия за риск инвестирования в акционерный капитал в размере 5,0% представляет собой наиболее адекватную оценку данного параметра.

### Результаты оценки премии за риск инвестирования в акционерный капитал

№	Исследования	Среднее значение
1	Merill Lynch, Quantitative Profiles, 2003	4,60%
2	Merill Lynch, Quantitative Profiles, 2005 Graham and Harvey, "Expectations of Equity Risk Premia, Volatility and Assymetry from a Corporate Finance Perspective". National Bureau of Economic Research working paper, December 2001	6,60%
3	Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton "ERP for USA, 2005", Business Valuation Review, summer 2006, page 67	4,20%
4	Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton "ERP for 17 countries, 2005", Business Valuation Review, summer 2006, page 67	6,50%
5	J. Siegel, "Equity Risk Premium Forum", AIMR, 8 November 2001 page 30-34	5,20%
6	B. Cornell "Equity Risk Premium Forum", AIMR, 8 November 2001 page 38-41	4,00%
7	R. Ibbotson, P. Chen, "Long Run Stock Returns, Participating in the Real Economy", Financial Analysts Journal, January/February 2003	5,50%
8	R. Ibbotson, P. Chen, "Long -horizon expected equity risk premium (historical): large company stock total returns minus long-term government bond income returns", SBBI Yearbook 2011	5,90%
9	R. Ibbotson, P. Chen, "Long -horizon expected equity risk premium (supply side): historical equity risk premium minus price-to-earnings ration calculated using three-year average earnings", SBBI Yearbook 2006	6,50%
10	PwC CEE 2006 research	6,30%
11		4,5-5,3%
<b>Среднее ERP</b>		<b>5,00%</b>

Источник: R. Grabowski, D. King, "Equity Risk Premium. What Valuation Consultants Need to Know About Recent Research"; Valuation Strategies, September/October 2003;  
R. Ibbotson Peng Chen Study, "Long Run Stock Returns, Participating in the Real Economy", Financial Analysts Journal, January/February 2003.  
Roger J. Grabowski "Equity Risk Premium: 2006 Update", Business Valuation Review, summer 2006, volume 25 №2

# Расчет ставки дисконтирования (3 из 4)

## Расчет коэффициента бета

- Коэффициент бета представляет собой меру риска, которая отражает чувствительность стоимости собственного капитала компании к изменениям на рынке акций.
- Для целей расчета ставки дисконтирования коэффициент бета был определен на основе данных о медианном значении данного коэффициента по сопоставимым компаниям.
- Фактические значения коэффициента бета были получены на основе регрессии доходности акций каждой сопоставимой компании по отношению к динамике соответствующего рыночного индекса (S&P 500) на основе средних еженедельных данных за 5-летний период до Даты анализа.
- По рассматриваемым компаниям применялись следующие требования к расчетным данным:
  - значение коэффициента детерминации:  $R^2 > 0,05$ ;
  - количество наблюдений: не менее 30;
  - валюта расчетов: доллар США.
- Значение беты без долговой нагрузки, рассчитанное по компаниям-аналогам, было скорректировано с учетом среднеотраслевой структуры капитала, определенной на основе данных по компаниям-аналогам за 5-летний период до Даты анализа.
- Данные по компаниям-аналогам представлены на таблицах далее.

## Премия за малый размер

- Премия за малый размер компании отражает более высокий риск инвестирования в компании с малой капитализацией. Премия за размер Объекта была определена на основе статистических данных, опубликованных компанией Duff & Phelps в Valuation Handbook: Guide to Cost of Capital в 2017 г.
- Объект оценки по размеру относится к сегменту компаний с низкой капитализацией, и поэтому премия за риск была использована на уровне 3,7%.

## Премия за специфический риск

- Премия за специфический риск в общем случае не применяется, т.к. предполагается, что риски инвестирования в компанию уже учтены в других премиях и коэффициенте бета. В частных случаях, когда анализируемая компания характеризуется дополнительными рисками по сравнению с аналогами, которые использовались для расчета беты, премия за специфический риск определяется путем экспертного суждения.

## Стоимость заемного финансирования

- Доналоговая стоимость заемного капитала была принята на уровне 5,5%, что соответствует уровню средневзвешенной процентной ставки по кредитам в долл. США, предоставленным нефинансовым организациям в РФ в декабре 2017 г. (согласно наиболее актуальным данным Бюллетеня банковской статистики ЦБ РФ по состоянию на 31.12.2017 г.).

## Средневзвешенная стоимость капитала в долларах США

- Требуемые доходности по собственному и заемному капиталу были взвешены в соответствии с целевой структурой капитала.
- Расчет средневзвешенной стоимости капитала представлен на следующей странице.

## Расчет ставки дисконтирования (4 из 4)

### Расчет ставки дисконтирования

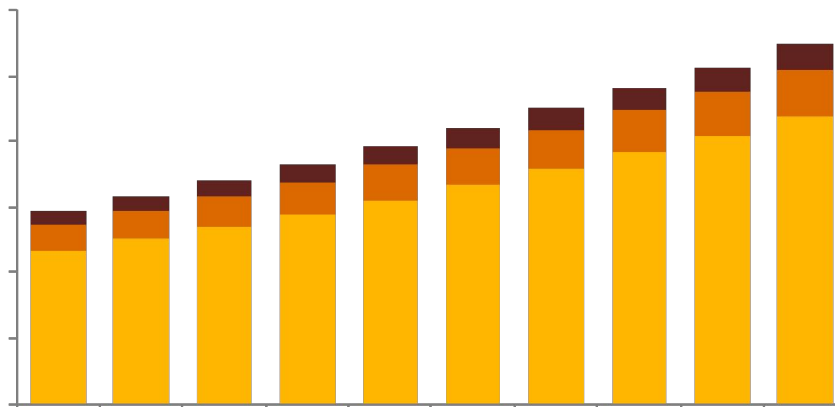
Категория	Сокращение	Значение	Источник
Безрисковая ставка в долларах США	Rf	4,78%	Thomson, доходность к погашению еврооблигаций РФ с погашением в 2042 г.
Коэффициент бета без учета структуры капитала	$\beta_{unlev}$	0,74	Thomson
Соотношение заемного и собственного капитала	D/E	83,7%	Thomson
Доля заемного капитала	Wd	45,6%	$D/E / (1 + D/E)$
Доля собственного капитала	We	54,4%	$1 - Wd$
Коэффициент бета с учетом структуры капитала	$\beta_{relev}$	1,36	$\beta_{unlev} * (1 + D/E)$
Премия за риск инвестирования в акции	ERP	5,0%	Анализ команды
Премия за размер	SP	3,7%	Duff and Phelps, 2017 Valuation Handbook
Премия за специфический риск компании	SRP	0,0%	Анализ команды
<b>Стоимость собственного капитала в долларах США</b>	<b>Ke (USD)</b>	<b>15,2%</b>	<b><math>Rf + \beta_{relev} * ERP + SP + SRP</math></b>
Доналоговая стоимость долга в долларах США	Kd (USD)	5,5%	Бюллетень банковской статистики ЦБ РФ
Ставка налога на прибыль	t	20,0%	Налоговый кодекс РФ
<b>Средневзвешенная стоимость капитала в долларах США</b>	<b>WACC (USD)</b>	<b>10,3%</b>	<b><math>Ke (USD) * We + (1 - t) * Kd (USD) * Wd</math></b>
Доходность к погашению государственных облигаций в рублях	YTM (RUB)	7,0%	Thomson, доходность к погашению ОФЗ с погашением в 2028 г.
Доходность к погашению государственных еврооблигаций в долларах США	YTM (USD)	4,0%	Thomson, доходность к погашению еврооблигаций РФ с погашением в 2028 г.
<b>Средневзвешенная стоимость капитала в рублях</b>	<b>WACC (RUB)</b>	<b>13,5%</b>	<b><math>(1 + WACC (USD)) * (1 + YTM (RUB)) / (1 + YTM (USD)) - 1</math></b>

Источник: Thompson, ЦБ РФ, Налоговый кодекс РФ

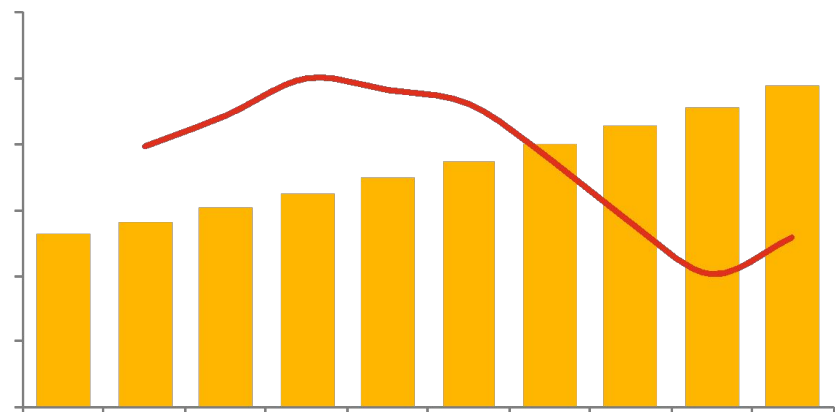
# Анализ стоимости бизнеса – прогноз выручки

## Прогноз выручки

Выручка 2018-2027 гг., млн руб.



ЕБИТДА 2018-2027 гг., млн руб.





# Анализ стоимости бизнеса – прогноз расходов

---

Прогноз выручки

Выручка 2018-2027 гг., млн руб.

Себестоимость (без амортизации) 2018-2027 гг., млн руб.