SFEDUCATION

Финансовое моделирование

Оценка Ритейла
(сравнительный подход)



SFEDUCATION

Коротко обо мне

Tier 2 Образование

- Финансовый университет (Бакалавриат / Магистратура)
- Дополнительные курсы (SF, Big-4, BIWS, WSO, MSU, etc)

Tier 1 Проекты

- Oil & Gas - > $ 5 млрд
- Mining: > $ 1 млрд
- Finance: > Топ-10, LSE
- M&A: Топ-3 сделки 2019

Tier 1 Опыт

- Finance Due Diligence
- M&A
- Valuation / Modeling
- PE / VC
- Government / State
- Accounting

Tier 1 Компании

- Russian appraiser Tier-2 (**25%**)
- Big-4 (**75%**)
- Largest investment fund (**current**)

SFEDUCATION

Что будет охвачено на курсе

1. **Сравнительный подход**
   - Для чего применяется на практике
   - Какие мультипликаторы и корректировки есть
2. **Оценка X5 Retail Group**
   - Разбираем каким образом подойти к анализу
   - Как корректно применять корректировки и когда

SFEDUCATION

Сравнительный подход



SFEDUCATION

Кратко повторим...

Метод аналогов*	Метод сделок	Метод котировки
▪ Сравнивается числитель и знаменатель котируемых компаний на рынке ▪ Применяются мультипликаторы для EV (стоимости бизнеса) и для Equity (капитала)	▪ Сравнивается числитель и знаменатель проведенных сделок на рынке ▪ Применяются мультипликаторы для EV (стоимости бизнеса) и для Equity (капитала)	▪ Компания относительно ликвидна и мы можем доверять ее котировке ▪ Берется средневзвешенная за 6 мес. цена к дате оценки для расчета стоимости

**В разных изданиях и терминах: метод рыночных мультипликаторов, метод мультипликаторов, сравнение по мультипликаторам*

SFEDUCATION

Какие мультипликаторы есть

Retail	EV/Sales	Надежнее P/S (в числителе содержится эквивалентный показатель EV к Sales – т.к. рассматриваем всех акционеров)
	EV/EBITDAR	Отношение стоимости компании к ее EBITDA до учета затрат на аренду и операционной лизинг. Позволяет игнорировать разницу в стоимости аренды для компаний. Позволяет сравнивать только коммерческий успех (но тоже субъективна). Например, Азбука Вкуса может достаточно высокие арендные платежи иметь (премиальные места), а вот Магнит в этом плане проще. Отсюда мультипликатор по EBITDA может сказать, что магнит будет дешевле (т.к. EBITDA выше). Но прибавляя арендные расходы – будет уже одинаково.
	EV/Retail Area	Отношение стоимости компании к торговой площади. Показывает стоимости компании в перерасчете на кв.м. торговой площади. Т.е. выиграет та, которая лучше управляет складами, местом, а отсюда и имеет лучшую EBITDA.
Oil & Gas	EV/EBITDAX	Отношение стоимости компании к ее EBITDA до учета затрат на разведку Позволяет игнорировать разницу в учетной политик затрат на разведку в компаниях
	EV/Reserves	Отношение стоимости компании к ее доказанным и вероятным запасам Показывает стоимость компании в перерасчете на баррель нефти Лучше именно для тех, кто занимается добычей. Ничего не добывает – но она активна и у нее есть запасы. Отсюда как раз позволяет лучше анализировать.
	EV/Production	Отношение стоимости компании к количеству извлекаемых запасов Показывает стоимости компании с учетом ее продуктивности (к выручке)
	EV/Capacity	Отношение стоимости компании к емкости производства Показывает относительную стоимость НПЗ к пропускной способности
Телекоммуникации	EV/Пользователи	Отношение стоимости компании к количеству пользователей Относительно высокий мультипликатор означает, что рынок ожидает извлечение большой стоимости у каждого клиента компании
	EV/(Ebitda – capex)	Отношение стоимости компании к ее EBITDA за вычетом капекса. Позволяет учитывать прибыль после необходимых для поддержания и развития бизнеса капитальных затрат. Телекомы тратят значительную часть денежного потока на поддержание и развитие активов из-за постоянного технологического давления.
ТЭК	EV/Мощность EV/Протяженность электросетей	
Финансовый сектор	P/B (банки) or EV/Deposits P/GWP (страховые компании)	GWP – начисленная страховая премия у страховой организации
Металлургий и горная добыча	EV/Запасы EV/Тонна производства	

SFEDUCATION

Не забываем полную формулу EV

Enterprise value =	Формула / откуда берем	Пояснение
(+) Стоимость обыкновенных акций	Цена * количество бумаг	Капитал проинвестировали
(+) Стоимость привилегированных акций	Цена * количество бумаг	Капитал проинвестировали
(+) Долгосрочный долг (кредиты/бонды)	1. Рыночная стоимость 2. Переоцениваем сами 3. Балансовая стоимость	Капитал проинвестировали
(+) Краткосрочный долг (кредиты/бонды/проценты)	1. Рыночная стоимость 2. Переоцениваем сами 3. Балансовая стоимость	Капитал проинвестировали
(+) Пенсионные обязательства	1. Балансовая стоимость	Мотивация сотрудников генерирует EBITDA
(+) Stock-based compensation	1. Рыночная стоимость 2. Переоцениваем сами 3. Балансовая стоимость	Дискутируемый показатель. Выражается либо в корректировке shares outstanding (с учетом выкупа), либо в EV
(+) Обязательства по лизингу	1. Переоцениваем сами 2. Балансовая стоимость	Капитал проинвестировали
(+) Доля миноритариев	1. Рыночная стоимость 2. Переоцениваем сами 3. Балансовая стоимость	EBITDA = 100% Equity не равно 100%
(-) Денежные обязательства доступные для вывода	1. Балансовая стоимость	Неоперационный кеш
(-) Инвестиции в дочерние компании	1. Рыночная стоимость 2. Переоцениваем сами 3. Балансовая стоимость	Неоперационный актив (ниже EBITDA)
(-) Инвестиции в ценных бумаги	1. Рыночная стоимость 2. Переоцениваем сами 3. Балансовая стоимость	Неоперационный актив (ниже EBITDA)
(-) Выданные займы	1. Рыночная стоимость 2. Переоцениваем сами 3. Балансовая стоимость	Неоперационный актив (ниже EBITDA)

SFEDUCATION

Премия за контроль, потеряли остальные %

Enterprise value =
(+) Стоимость обыкновенных акций
(+) Стоимость привилегированных акций
(+) Долгосрочный долг (кредиты/бонды)
(+) Краткосрочный долг (кредиты/бонды/проценты)
(+) Пенсионные обязательства
(+) Stock-based compensation
(+) Обязательства по лизингу
(+) Доля миноритариев
(-) Денежные обязательства доступные для вывода
(-) Инвестиции в дочерние компании
(-) Инвестиции в ценных бумаги
(-) Выданные займы

X — Корректировки

- Мы оцениваем 100% доли, а цена на рынке с учетом free-float (скупив все на рынке мы не будем владеть более 20-30% как правило)

Корректировка на (1+ Премия за контроль,%)

- Исследования Bloomberg ~ 24,35%
- Исследование MergerStat ~ 30,11%

SFEDUCATION

Размер имеет значение...

Enterprise value =
(+) Стоимость обыкновенных акций
(+) Стоимость привилегированных акций
(+) Долгосрочный долг (кредиты/бонды)
(+) Краткосрочный долг (кредиты/бонды/проценты)
(+) Пенсионные обязательства
(+) Stock-based compensation
(+) Обязательства по лизингу
(+) Доля миноритариев
(-) Денежные обязательства доступные для вывода
(-) Инвестиции в дочерние компании
(-) Инвестиции в ценных бумаги
(-) Выданные займы

- 1 / [P/E] (коэффициент капитализации) ~ CAPM

Наша компания		Наш аналог
CAPM 20%	6% Разница	CAPM 14%

  - 2% разница в бизнесе
  - 4% разница из-за страны

- Как учесть 6% в мультипликаторе? Если бы аналог был наших размеров и в нашей стране.
- 1 / [P/E] у **Аналога** = 14% (P/E = **7,14x**) **(1)**

  +[2%]

  +[4%]

  6% Разница
- 1 / [P/E] у **Аналога для нас** = 20%
- Возвращаем P/E = 1/20% = **5,0x** **(2)**

Корректировка на P/E

SFEDUCATION

Оцениваем X5 Retail group



SFEDUCATION

Какие аналоги мы отберем

Название	Country	Mkt Cap	WC/Sales	Sales per 1 sq	Capex/Sales	D/E	EBITDA margin	ROIC	Sales
Медианное значение по отобранным аналогам		777	0%	66 857	2,0%	13%	9%	16%	631
X5 Retail Group	Russia	540	-0,10%	270 770	5,9%	22%	7%	11%	700
Magnit	Russia	1 278	-0,03%	226 720	1,9%	6%	11%	22%	765
Companhia Brasileira de Distribuição	Brazil	271	0,03%	337 960	2,7%	-0,46%	7%	7%	845
CP ALL PUBLIC COMPANY LIMITED	Thailand	959	-0,13%		2,0%	20,98%	8%	17%	486
ICA Gruppen	Sweden	377	0,01%		6,7%	9,23%	7%	14%	473
Target	USA	2 484	-6,23%	19 050	1,4%	23,59%	10%	12%	3 343
Walmart	USA	13 005	-0,01%	27 540	0,9%	16,42%	13%	13%	22 348
Лента	Russia	239	-0,05%	66 857		22,31%	11%	21%	201
Dairy Farm Intl Holding Ltd	Hong Kong	595	-0,08%	118 400	9,4%	0,33%	6%	23%	498

- **Близкие по Рыночной капитализации (Walmart – почему включили?)**
- **То, что формирует стоимость : оборотный капитал, выручка, капекс, ROIC**
- **Ликвидные аналоги**

SFEDUCATION

Рассчитываем скорректированное EV

Валюта: млн руб.	Страна	Средневзвешенная цена за 3 мес.	Рыночная капитализация	Нормализованная чистая прибыль, LTM	P/E LTM	Коэффициент капитализации	Country Risk	Size premium	Коэффициент капитализации после корректировки	P/E LTM после корректировки	Рыночная капитализация после корректировки
		[1]	[2]	[3]	4 = [2] / [3]	5 = 1 / [4]	[6]	[7]	[8] = (CR – [6]) + (SP – [7]) + [5]	[9] = 1 / [8]	[10] = [9] * [3] * (1 + 24,35%)
FIVE LI	**Russia**	**2 348,7**	**637 765,7**	**28 392,0**	**22,46**	**4%**	**3,6%**	**0,63%**	**4%**	**22,46**	**793 061,6**
MGNT LI Equity	Russia	9 878,4	934 113,2	47 217,3	19,78	5%	3,6%	0,63%	5%	19,78	1 161 569,8
PCAR4 BZ Equity	Brazil	1 348,4	358 833,1	18 605,7	19,29	1%	4,3%	0,91%	0%	23,89	552 589,7
CPALL TB Equity	Thailand	109,7	985 326,3	32 493,6	30,32	3%	2,3%	0,63%	5%	21,83	882 196,1
ICA SS Equity	Sweden	2 302,6	463 159,6	28 483,0	16,26	6%	0,0%	0,91%	9%	10,64	376 716,3
TGT US Equity	United States	3 295,6	1 814 199,1	154 145,1	11,77	8%	0,0%	-0,36%	13%	7,67	1 470 069,2
WMT US Equity	United States	4 638,8	13 990 967,1	708 884,3	19,74	5%	0,0%	-0,36%	10%	10,41	9 173 723,7
LNTA RM Equity	Russia	359,8	175 162,1	11 367,7	15,41	6%	3,6%	1,60%	6%	18,12	256 090,5
DFI SP Equity	Hong Kong	460,3	622 499,7	28 606,8	21,76	5%	0,6%	0,63%	8%	13,19	469 082,4

Примечания:

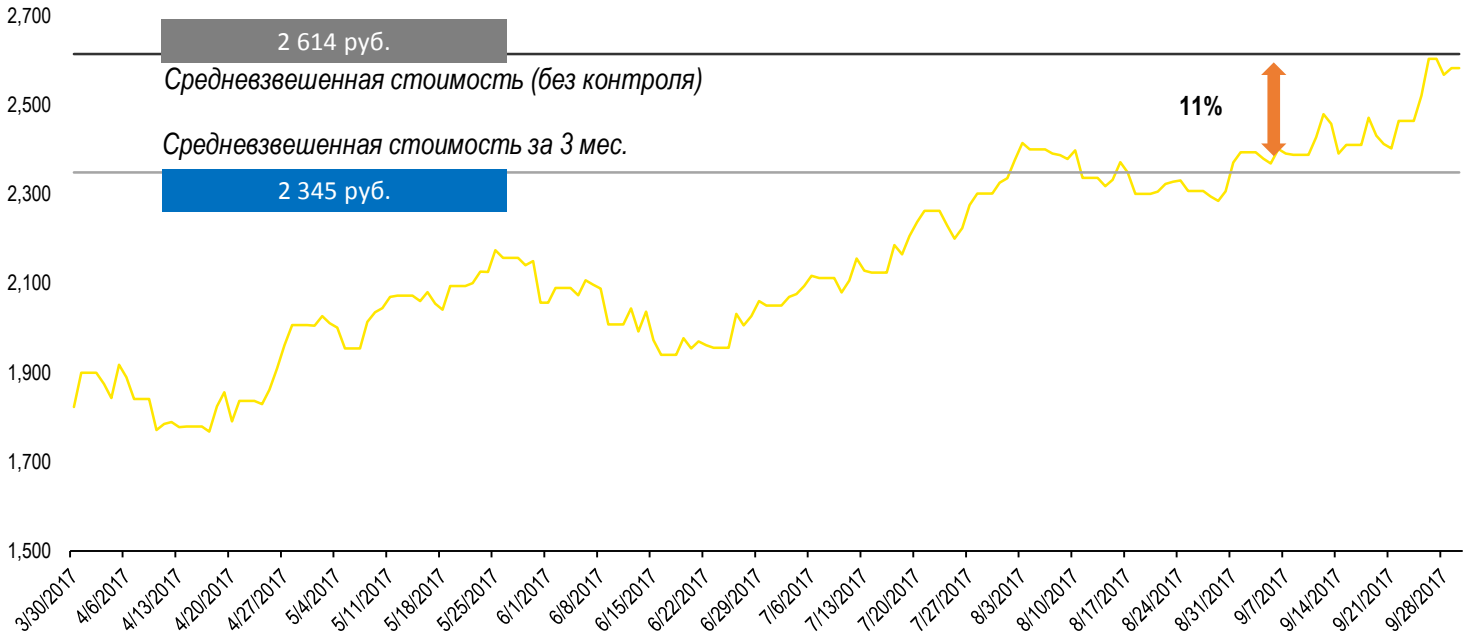
- CR – страновой риск объекта,
- SP – премия за размер объекта,
- 24,35% - премия за 100%-й контроль
- Нормализация прибыли осуществлялась без учета non-cash expenses (по данным S&P Capital)

Валюта: млн руб.	Рыночная капитализация после корректировки	Денежные средства и их эквиваленты	Заемные средства	Пенсионные обязательства, stock-based compensation	Инвестиции в аффилированные лица и прочие не операционные активы	Стоимость долей миноритарных акционеров	Стоимость привилегированных акций	Enterprise value
	[10]	[11]	[12]	[13]	[14]	[15]	[16]	[17] = [10] + [12] – [11] + [13] – [14] + [15] + [16]
FIVE LI	**793 061,6**	18 190	145 673	70	-	-	-	**920 614,6**
MGNT LI Equity	1 161 569,8	5 616	144 278	-	512	-	-	1 299 719,0
PCAR4 BZ Equity	552 589,7	23 069	88 231	-	5 047	52 370	-	665 074,2
CPALL TB Equity	882 196,1	49 573	333 532	4 762	2 428	8 290	-	1 176 779,3
ICA SS Equity	376 716,3	25 379	55 830	15 503	5 242	2 131	-	419 559,2
TGT US Equity	1 470 069,2	158 627	719 374	34 858	116 696	-	2 900 000	4 848 977,7
WMT US Equity	9 173 723,7	221 331	3 170 168	72 152	188 732	161 142	-	12 167 123,4
LNTA RM Equity	256 090,5	11 491	85 179	-	2	100 736	-	430 512,8
DFI SP Equity	469 082,4	18 190	145 673	70	-	-	-	428 136,9

SFEDUCATION

Переходим к стоимости 100%

Валюта: млн руб.	EBITDA LTM	Sales, LTM	Торговая площадь (млн кв. м.)	EV/EBITDA	EV/Sales	EV / Торговая площадь
FIVE LI	**91 202**	**1 227 479**	**5,14**	**10,09x**	**0,75x**	**178 949**
MGNT LI Equity	96 227	1 075 996	5,56	13,51x	1,21x	233 658
PCAR4 BZ Equity	43 514	799 309	-	15,28x	0,83x	-
ICA SS Equity	42 742	744 565	0,60	9,82x	0,56x	702 779
TGT US Equity	404 398	4 063 365	239,50	11,99x	1,19x	20 246
WMT US Equity	1 908 957	28 890 682	1 164,00	6,37x	0,42x	10 453
LNTA RM Equity	34 251	329 796	1,20	12,57x	1,31x	357 906
DFI SP Equity	38 815	659 489	5,57	11,03x	0,65x	76 865
Медианное значение				**11,99x**	**0,83x**	**155 261**
Среднее значение				**11,51x**	**0,88x**	**233 651**
Коэффициент вариации				**25%**	**40%**	**114%**



Валюта: млн руб.	EV/EBITDA	EV/Sales
Показатель	**91 202**	**1 227 479**
Enterprise Value	1 093 567	1 021 338
Корректировки:		
Денежные средства	18 190	
Заемные средства	(145 673)	
Stock-based compensation	(70)	
Стоимость 100% акций	966 014	893 785
Вес мультипликатора	62%	38%
Средневзвешенная стоимость 100% акций	938 414	
Стоимость 1 акции (100% контроль)	**3 456**	
Стоимость 1 акции (без контроля)	2 614	

SFEDUCATION

Благодарю за внимание!