

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

**Buy****Xiaomi Corporation**Потенциал роста: **29%**Диапазон размещения: **HKD 17-22****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

Китай | Технологии

оценка перед IPO

**Xiaomi: потенциал перехода к новой**

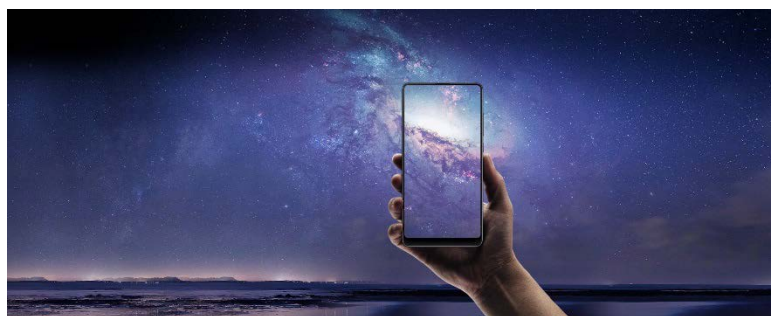
Выручка, 1K18 (млрд CNY)	<b>34</b>
EBIT, 1K18 (млрд CNY)	<b>3,4</b>
Чистая прибыль, 1K18 (млрд CNY)	<b>(7)</b>
Чистый долг (млрд CNY)	<b>14</b>

P/E, 2017 (x)	—
P/BV, 2017 (x)	—
EV/S, 2017 (x)	—
ROA, 2017 (%)	—
ROIC, 2017 (%)	—
ROE, 2017 (%)	—
Маржа EBIT, 2017 (%)	<b>11%</b>

Капитализация IPO (млрд USD)	<b>70</b>
Акции после IPO (млн шт)	—
Акции к размещению (млрд шт)	<b>2,18</b>
Объем IPO (млрд USD)	<b>6,1</b>
Диапазон IPO (HKD)	<b>17-22</b>
Дата IPO	<b>~9 июля</b>
Потенциал роста (%)	<b>29%</b>

Динамика акций | биржа/тикер **HKEX/1810**

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	—	—	—
vs HKEX	—	—	—



**9 июля состоится IPO Xiaomi на Гонконгской бирже под тикером 1810 HK. Компания планирует разместить 2,18 млрд акций в диапазоне от 17 до 22 гонконгских долларов. Диапазон капитализации IPO составит от \$53,9 до \$69,8 млрд. Это будет крупнейшее IPO с 2014 года в мире и с 2016 года на бирже Гонконга.**

**Xiaomi: увеличение доли рынка с 4,3% до 8,4% г/г.** По данным компании IDC, производители смартфонов отправили на рынок 334,3 млн единиц, что на 2,3% меньше, чем в 1-ом квартале 2017 года (344,4 млн единиц). Существенно на эту цифру повлиял рынок Китая, объем которого составил меньше 100 млн единиц, и этот показатель впервые был ниже с 3-го квартала 2013 года.

**Доля рынка Xiaomi в годовом исчислении выросла на 87,8%.** Такой рост связан с ростом продаж за пределами Китая и расширением своих поставок в Индию и Юго-Восточную Азию. Также, по данным IDC, в последних кварталах Xiaomi заняла лидерские позиции на рынке Индии (вторым по величине рынке после Китая), обогнав предыдущего лидера Samsung.

**Компания Xiaomi отложила IPO в Китае после того, как регулятор потребовал ответить на 84 вопроса, в том числе, почему компания позиционирует себя как интернет-компания.** 20 июня компания объявила, что отложит свое IPO в Китае и проведет IPO только на Гонконгской бирже. Ранее компания планировала провести двойной листинг, разместив свои акции на HKEX и CDS на бирже Китая. По данным South China Morning Post, комиссия по регулированию ценных бумаг Китая направила компании список из 84 вопросов по документам, поданным на IPO. Регулятор попросил ответить, почему компания позиционирует себя как интернет-компания, когда 70% выручки приходится на продажу смартфонов.

**Оценка по модели FCFF проецирует оценку всей фирмы в \$82 млрд, а оценку собственного капитала - в \$90 млрд с потенциалом роста 29%.**

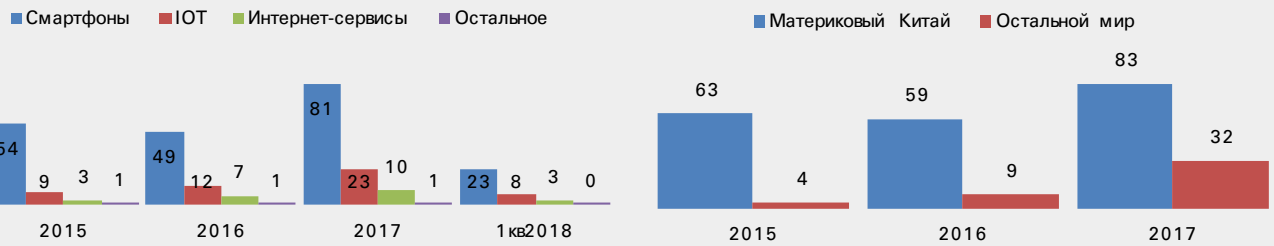
**Абдикаримов Ерлан**Директор Департамента финансового анализа  
(+7) 727 311 10 64 (614) | abdikarimov@ffin.kz**Бектемиров Алем**Младший инвестиционный аналитик  
| bektemirov@ffin.kz

## Xiaomi: финансовая отчетность

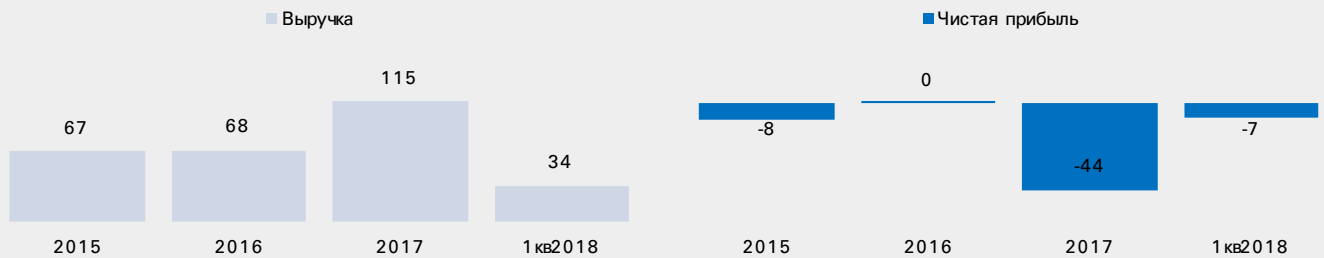
Отчет о прибыли, млрд CNY	2015	2016	2017	Балансовый отчет, млрд CNY	2015	2016	2017
<b>Выручка</b>	<b>67</b>	<b>68</b>	<b>115</b>	Запасы	9	8	16
Себестоимость	64	61	99	Дебиторская задолженность	1	2	5
<b>Валовая прибыль</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>15</b>	Дебиторская задолженность по кредитам	0	2	8
S&M	2	3	5	Предоплата и прочая дебит задолженность	3	5	11
Административные расходы	1	1	1	Краткосрочные инвестиции	2	0	1
R&D	2	2	3	Краткосрочные инвестиции (долевое участие)	1	3	4
Изменение стоимости инвестиций	3	3	6	Банковские депозиты	1	0	0
Убыток от инвестиций	0	0	0	Денежные средства с ограничением	0	1	3
Другие доходы	1	1	0	Денежные средства	8	9	12
Другие доходы/расходы	0	-1	0	<b>Текущие активы</b>	<b>25</b>	<b>31</b>	<b>61</b>
<b>EBITDA</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>19</b>	Основные средства	1	5	7
Амортизация	0	0	0	Прочие долгосрочные активы	13	15	21
<b>EBIT</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>12</b>	<b>Сумма активов</b>	<b>39</b>	<b>51</b>	<b>90</b>
Фин. расходы/доходы	0	0	0	Кредиторская задолженность	14	18	34
Изменение стоимости конверт акций	-9	-3	-54	Прочая кредиторская задолженность	1	2	4
<b>Доналоговая прибыль</b>	<b>-7</b>	<b>1</b>	<b>-42</b>	Авансовые платежи клиентов	1	2	3
<b>Чистая прибыль</b>	<b>-8</b>	<b>0</b>	<b>-44</b>	Долг	0	4	4
				Отложенный налог	0	0	0
				Гарантийный резерв	0	1	2
<b>Рост и маржа (%)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>Текущие обязательства</b>	<b>16</b>	<b>26</b>	<b>47</b>
Темпы роста выручки	-	2%	67%	Долг	3	0	7
Темпы роста EBITDA	-	155%	212%	Отложенный налог	0	0	1
Темпы роста EBIT	-	176%	223%	Гарантийный резерв	0	0	0
Темпы роста NOPLAT	-	155%	227%	Конвертируемые прив-ые акции	106	116	161
Темпы роста инвестированного капитала	-	32%	80%	Прочие обязательства	0	0	0
Валовая маржа	4%	11%	13%	<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>109</b>	<b>117</b>	<b>170</b>
EBITDA маржа	6%	10%	16%	<b>Собственный капитал</b>	<b>-87</b>	<b>-92</b>	<b>-127</b>
EBIT маржа	2%	6%	11%	<b>Обязательства и капитал</b>	<b>39</b>	<b>51</b>	<b>90</b>
NOPLAT маржа	2%	7%	12%				
Маржа чистой прибыли	-11%	1%	-38%				
<b>Cash Flow, млн USD</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>Поэлементный анализ ROIC</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>CFO</b>	<b>-3</b>	<b>5</b>	<b>-1</b>	Маржа NOPLAT, %	2%	7%	12%
D&A	0	0	0	ИСТО, x	-	33,0x	12,7x
<b>CFI</b>	<b>1</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	АИСТО, x	-	-	-
CapEx	-3	-2	-1	ROIC, %	9%	17%	30%
<b>CFF</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	Себестоимость/выручка, %	-96%	-89%	-87%
<b>Денежный поток</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	Операционные издержки/выручка, %	-2%	-6%	-11%
Наличность на начало года	9	8	9	WСТО, x	-	-	-
Наличность на конец года	8	9	12	FATO, x	79,2x	12,5x	15,4x
<b>Справочные данные</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>Ликвидность и структура капитала</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	EBIT/процентные платежи, x	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	Текущая ликвидность, x	1,5x	1,2x	1,3x
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	Долг/общая капитализация, %	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	Долг/активы, %	8,3%	8,2%	12,0%
EV, USD	-	-	-	Долг/собственные средства, x	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	2,5	1,8	1,2	Долг/IC, %	-	156%	46%
Рабочий капитал, USD	-	-	-	Собственные средства/активы, %	-	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	-	Активы/собственный капитал, x	-	-	-
BV, USD	-	-	-	<b>Мультипликаторы</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Инвестированный капитал	-	2	9	P/B, x	-	-	-
EPS, USD на акцию	-	-	-	P/E, x	-	-	-
				P/S, x	-	-	-
				EV/EBITDA, x	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-

## Хиаomi: ключевые цифры

### Разбивка доходов по сегментам и географическому распределению, млрд юаней



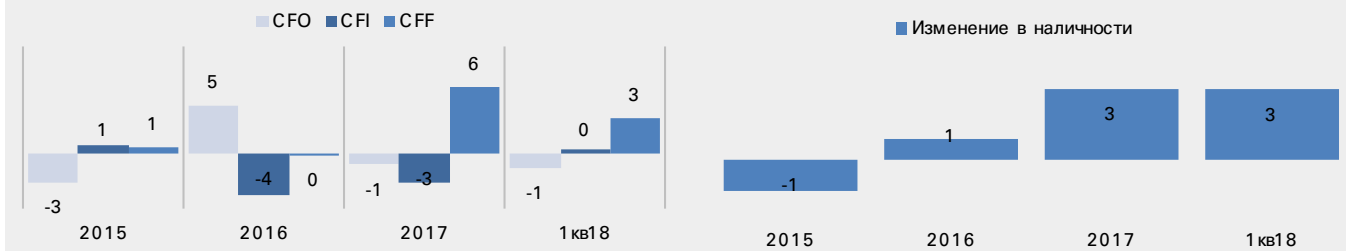
### Выручка и прибыль



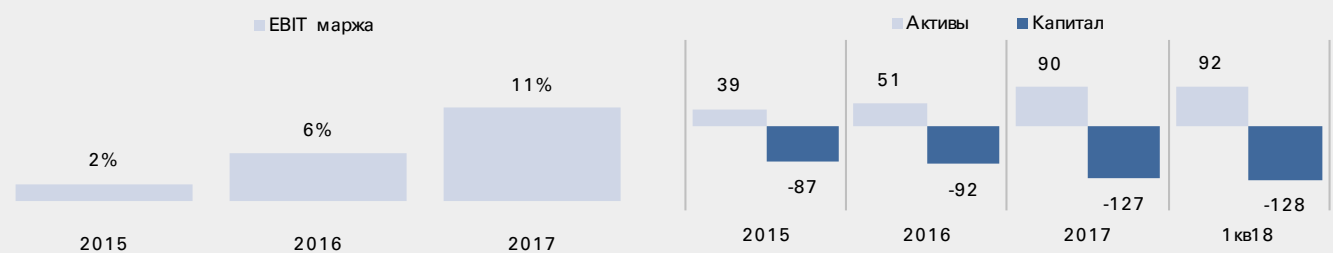
### Расходы и их структура



### Денежные потоки



### Маржа и активы



## Хиаоми: ключевые факты

---

**Компания Хиаоми – самый дорогой стартап в мире, который был основан в 2010 году.** Основателем и владельцем компании является специалист в сфере IT Лей Цзюнь, открывший бизнес вместе со своими партнёрами. Помимо доходов от продаж смартфонов, планшетов, Хиаоми зарабатывает на совместных разработках с партнерами, IoT-продуктов, интернет-сервисах (реклама) и сервисном обслуживании. Компанию часто сравнивали с Apple, а ее основателя называли «китайским Стивом Джобсом». Несмотря на то что она производит устройства на Android, оболочка ее операционной системы очень похожа на iOS. При этом стоимость ее продукции должна быть крайне низкой: сейчас средняя цена смартфона от Хиаоми составляет всего \$140, по данным самой компании. К концу 2017 г. Хиаоми вышла на 4-е место по продажам в мире вслед за Samsung, Apple и Huawei (данные IDC). Исследовательская фирма Strategy Analytics прогнозирует, что в 2018 году Хиаоми сможет обогнать не только китайского вендора, но и Apple. На данный момент продажи смартфонов приносят ей 70% доходов из \$18 млрд, IoT и лайфстайл-устройства – 20,5%, а интернет-сервисы – лишь 8,6%. Но интернет-сервисы, в которые входят браузер, игры, видео- и музыкальные приложения, – самый прибыльный сегмент: его маржинальность в 2017 г. превысила 60%, в то время как маржинальность смартфонов – лишь 8,7%.

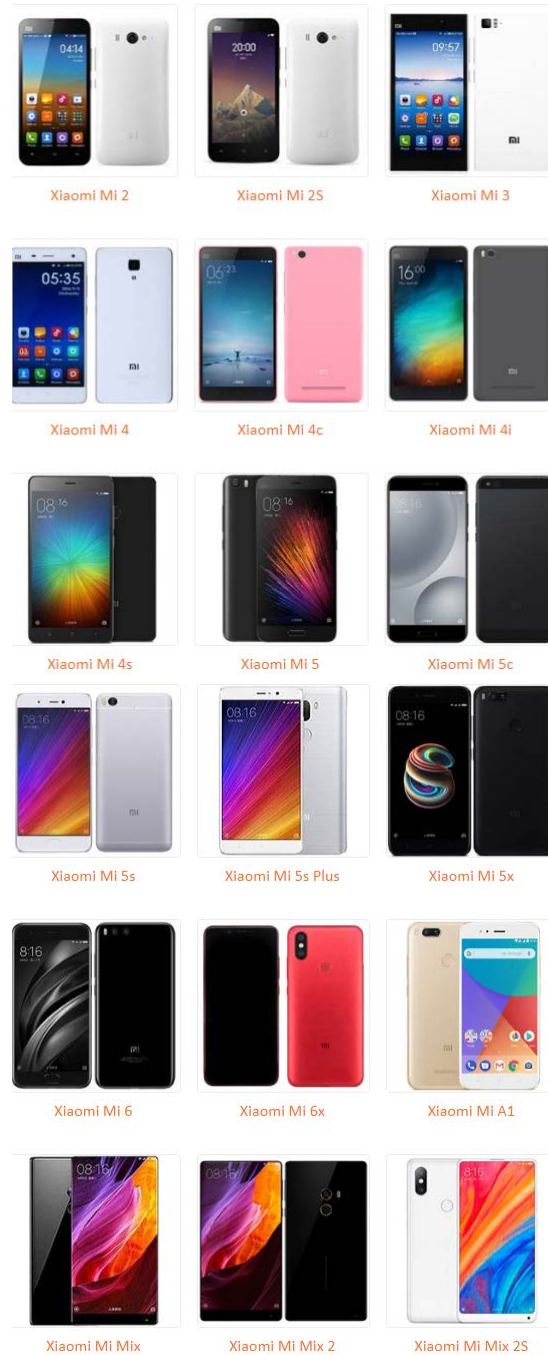
Первыми инвесторами компании были китайские и сингапурские фонды, а затем в нее поверил Юрий Мильнер. Его фонд DST вошел в капитал Хиаоми в 2012 году, когда компания оценивалась всего в \$4 млрд. В декабре 2014 года она стоила уже \$45 млрд. Сейчас Хиаоми представлена в 74 странах и планирует начать экспансию в США.

В документах Хиаоми, поданных на Гонконгскую биржу, сообщается, что средства, полученные в результате выхода на биржу, будут в равных долях потрачены на исследования и разработки, развитие продуктов Интернета вещей и другие области, которые помогут китайскому вендору усилить его программную платформу и международную экспансию.

**Какую продукцию производит Хиаоми.** Основной деятельностью компании является производство смартфонов, число моделей которых представляет сегодня широкий спектр от бюджетных до флагманских решений.

**Смартфоны линейки Mi.** Флагманская линейка разделена на отдельные «ряды» базовых, модифицированных и расширенных смартфонов. Они могут значительно расходиться в характеристиках и цене, но имеют одну общую связь — построены с применением самых последних из доступных для Хиаоми технологий. Нацелены на платежеспособную аудиторию, но при этом сбалансированы в характеристиках без явных перекосов в ту или иную сторону.

**Иллюстрация 1. Смартфоны линейки Mi**



*Источник: на основе данных компании*

Смартфоны линейки Mi Note занимают особое место в классификации смартфонов Xiaomi и представляют популярную сегодня смесь смартфона и планшета.

**Иллюстрация 2. Смартфоны линейки Mi Note**



*Источник: на основе данных компании*

Смартфоны линейки Redmi. После успеха первых флагманов компания Xiaomi начала осваивать рынок более бюджетных моделей. Новую линейку решено было назвать Redmi. Цену удалось снизить за счёт установки чуть менее нового «железа» и упрощения многих функций.

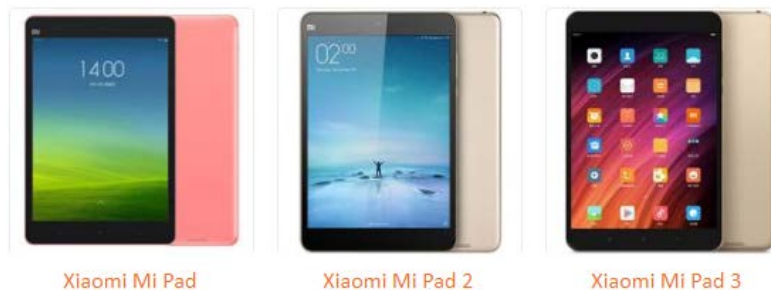
**Иллюстрация 3. Смартфоны линейки Redmi**



*Источник: на основе данных компании*

Планшеты от Xiaomi. Планшеты выпускаются под названием MiPad, и сейчас эта линейка состоит из гаджетов трёх поколений. Первый MiPad появился в 2014 году и выпускался в пластиковом корпусе.

#### Иллюстрация 4. Планшеты от Xiaomi



*Источник: на основе данных компании*

#### История Xiaomi.

- Xiaomi была основана восемью партнёрами 6 апреля 2010 года.
- 16 августа 2010 года Xiaomi официально запустила первую MIUI-прошивку, основанную на Android.
- Первый смартфон Mi1 был анонсирован в августе 2011 года. Он поставлялся со встроенной прошивкой MIUI, основанной на Android, совмещающей фирменные стили Samsung TouchWiz и Apple iOS.
- В 2012 году выпущен второй смартфон с более высокими характеристиками, а также вышла улучшенная версия Mi1 Plus.
- Xiaomi Mi3 был представлен в сентябре 2013 года. Также был представлен первый телевизор этой компании — Xiaomi MiTV.
- По результатам первого квартала 2014 года, компания заняла 3-е место по объёму продаж смартфонов на рынке Китая (11 %), обогнав Apple (10 %).
- 15 мая 2014 года Цзюнь на пресс-конференции представил два продукта: планшет MiPad и 4K-продолжение телевизора MiTV 2.
- В третьем квартале 2014 года Xiaomi, по данным IHS iSuppli, впервые в своей истории вышла на третье место в мире по продажам смартфонов.
- За 2014 год заняла 6-ое место в мире (3,8 %).
- В 2015 году Xiaomi выпустила первую собственную экшн-камеру Yi, которая объявляется конкурентом GoPro. Также в 2015 году были представлены смартфоны Xiaomi Redmi Note, Mi Note, Mi Note Pro, Redmi Note 2, Redmi Note 3, Redmi 2 и Mi4C. Из аксессуаров стоит выделить тестер воды и маленькую Bluetooth-колонку Xiaomi MiFa.
- В феврале 2016 года был представлен флагманский смартфон Xiaomi Mi5.

- В марте 2016 года был представлен первый «умный» велосипед компании - Xiaomi QiCycle R1.
- На официальном представлении 27 июля 2016 года китайская компания представила первый ноутбук под своей маркой — Xiaomi Mi Notebook Air, его цена составляет около 750 долларов США. На этом же мероприятии был представлен новый смартфон — Xiaomi Redmi Pro.
- 5 сентября 2017 года был представлен первый смартфон под названием Xiaomi Mi A1 в рамках программы Android One от компании Google, в котором не используется фирменная оболочка MIUI, на устройстве установлен «чистый» выпуск оригинальной сборки OS Android от Google (включая полный развернутый пакет экосистемы оригинальных сервисов Google).

#### Интересные факты о Xiaomi.

- Основателя компании Лэя Цзюня называют «китайским Джобсом».
- В 2012 году прибыль мобильного подразделения компании составила нулевую сумму, то есть смартфоны продавались по себестоимости. В дальнейшем планировалось зарабатывать на услугах, которые встроены в оболочку. Инвесторы приветствовали принятую модель развития компании. В 2013 году ежемесячные доходы мобильного подразделения увеличились до 20 млн юаней (или 3,27 млн долларов), что составляет менее 1 % от общих доходов компании.
- В Китае ни одна компания не достигала годового дохода в \$1 млрд так быстро, как Xiaomi после старта продаж своего первого смартфона в 2011 году.
- Xiaomi получила прозвище «Яблоко Востока».
- Для уменьшения операционных затрат компания рекламирует свою продукцию через микроблоги, социальные сети и встречи восторженных единомышленников. Тем не менее в 2013 году открылись два собственных офлайн-магазина в Пекине, где можно приобрести товар.
- По некоторым оценкам, стоимость компании в 2012 году составляла около 4 млрд долларов. К середине 2013 года стоимость компании увеличилась до 10 млрд долларов. По данным за третий квартал 2017 года, стоимость компании составляет более 70 млрд долларов.
- Одним из акционеров компании является российский венчурный фонд Digital Sky Technologies.
- Xiaomi регулярно устраивает Mi Fan Festival. Каждого своего клиента компания называет другом и устраивает для всех вечеринки с караоке, танцами, общением с представителями компании и тестированием новых продуктов.
- По данным опросов iResearch, Xiaomi в марте 2018 года занимает 1 место по удовлетворенности клиентов. Оценивалось 30 ключевых факторов, которые включали в



себя производительность операционной системы, внешний вид, заряд батареи и камеру.

**Факты, известные об IPO Xiaomi.** Компания подала заявку на HKEX 3 мая. Документы, поданные Xiaomi, не раскрывают ни объем размещения, ни даты проведения IPO.

Согласно данным СМИ, компания хочет привлечь порядка \$10 млрд при оценке в \$70-80 млрд. Потенциально IPO компании может оказаться самым большим в Китае и мире с размещения Alibaba на \$25 млрд в 2014 году. Все будет зависеть от того, какую долю акций Xiaomi выставит на продажу.

В рамках подготовки к IPO Xiaomi дала инвесторам крайне необычное обещание - навсегда ограничить чистую рентабельность от производства смартфонов и любых других устройств уровнем в 5%. Если же в течение календарного года маржа превысит этот уровень, излишки чистой прибыли будут распределены среди пользователей компании. Тем самым Xiaomi сигнализирует о желании сделать ставку на развитие сервисов и повысить их долю в выручке и прибыли.

Xiaomi Corp стала первой крупной компанией, которая использовала вступившие с 30 апреля новые правила Гонконгской фондовой биржи для размещения акций на бирже. Это первая заявка на двухклассную структуру владения акциями после того, как 30 апреля Гонконгская биржа приняла пересмотренные правила, позволяющие компаниям с двухклассными структурами акций и биотехнологическим фирмам без каких-либо доходов подать заявку на листинг. Реформа направлена на привлечение на эту площадку большего числа эмитентов из числа компаний, связанных с высокими технологиями и "новой экономикой". По итогам 2017 года Гонконг потерял лидерство по объему капитала, привлеченного на рынке первичного публичного размещения акций (IPO). Местная биржа лидировала в этой области в 2015 и 2016 годах, а также в период с 2009 по 2011 годы, но в 2017 году уступила первенство Нью-Йорку и Шанхаю. В настоящее время руководство биржи прилагает усилия для привлечения на эту площадку новых компаний-эмитентов со всего мира. Согласно заявлению Xiaomi, ее структура участия в акционерном капитале будет включать в себя акции класса A и акции класса B.

Это IPO станет самым крупным со времен размещения Alibaba, которая в 2014 году разместила свои акции на NYSE и выручила за них \$25 млрд.

Xiaomi планирует привлечь \$10 млрд. Чтобы достичь этой цели, компания хочет провести двойной листинг на бирже Гонконга и на бирже Шанхая, разместив свои депозитарные расписки (по слухам, привлечение средств будет таким: HKEX – 50% и Шанхай – 50%, но процент привлечения может измениться в зависимости от спроса на биржах). Примерная дата размещения, по данным Bloomberg, в начале или середине июля. Компания в ожидании одобрения Гонконга.

Но также присутствует риск в связи с тем, что главный регулятор Китая ещё не закончил доработку новых правил по CDS (на данный момент опубликованы только правила пробной программы). Примерный срок вступления нового закона по CDS - конец июня или

начало июля, но этот процесс может быть отложен на неопределённый срок.

Какие изменения листинга CDS в Китае? Рыночная капитализация - более 200 млрд юаней (\$32 млрд), разрешены корпоративные структуры, которые до этого были запрещены в Китае, также, по данным CSRC, средства, собранные с помощью листингов, разрешено переводить на оффшорные счета компаний. Был добавлен ряд требований: общепринятые стандарты бухгалтерского учета, компании должны работать в высокотехнологичных отраслях, которые имеют стратегически важное значение для Китая, высший менеджмент без юридических проблем, также будет проводиться строгий контроль за спекуляциями на рынке.

В таком случае Xiaomi станет первой компанией, которая проведет IPO по новым правилам Гонконга и Шанхая. По неофициальным данным, Xiaomi планирует за день до торгов на Гонконге начать торги на бирже Китая.

**Проблемы бизнеса в 2015 и 2016 годах и резкий скачок продаж в 2017 году.** Проблемы компании начались со слишком большими целями, поставленными руководством после «бума» продаж в 2014 году. В 2014 году был продан 61 млн смартфонов, когда как в 2013 году - 18,7 млн. В 2015 году была поставлена цель в 100 млн смартфонов. В итоге было продано 80 млн, а компания отдала лидерские позиции в Китае, пропустив вперед Huawei, Oppo и Vivo. После этого генеральный директор Xiaomi Лэй Цзунь объяснял это тем, что цепочка поставок дала сбой из-за слишком быстрого роста продаж. Но за два года компании удалось справиться с падением.

По данным IDC, продажи смартфонов Xiaomi в Китае упали почти на 40% во втором квартале 2016 года по сравнению с аналогичным периодом в 2015 году. За этот же период рынок смартфонов в Китае вырос на 4,6%, а Xiaomi заняла 4-е место после Huawei, Oppo и Vivo.

В декабре 2014 года Верховный суд в Дели запретил ввоз и продажу продуктов Xiaomi в Индии в связи с нарушением патентов. В данный момент запрет отменен, но проблема патентов остается актуальной. В январе 2017 года Xiaomi подала заявку на 16 тысяч патентов, из них было одобрено 3612.

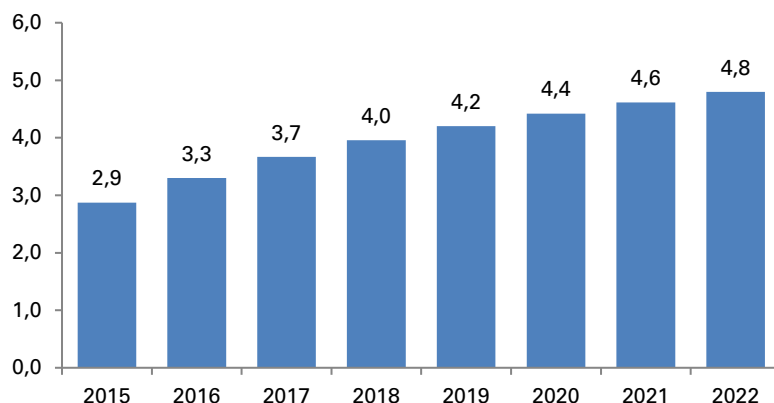
Решение проблемы Xiaomi нашла в стратегическом партнёрстве с Baidu, которая в свою очередь предоставила доступ к своим новым технологиям, тем самым уменьшив расходы на R&D, и выход на новые технологические рынки. Также, несмотря на все проблемы патентов, популярность смартфонов Xiaomi в Индии растет, и годовой доход за 2016 год составил \$1 млрд или 150% роста по сравнению с 2015 годом.

Компания активно наращивает свое присутствие на рынке смартфонов. Xiaomi активно укрепляется на рынках России, ЕС и Юго-Восточной Азии. Также собирается выйти на американский рынок, несмотря на истории с ZTE и Huawei, против которых правительство США активно борется и вводит всё новые юридические препятствия. Первым шагом компании будет выпуск в США продуктов для «умного» дома. По планам компании, продажи смартфонов на территории США стартуют в начале 2019 года.

**Потенциальный рынок Xiaomi.** В 2015 году база пользователей смартфонов во всем мире составляла 2,87 млрд человек, а к 2017 -

3,7 млрд человек. По данным IDC, за период 2017-2022 годов CAGR составит 5,5%, и к 2022 году база пользователей смартфонов по всему миру составит 4,8 млрд человек.

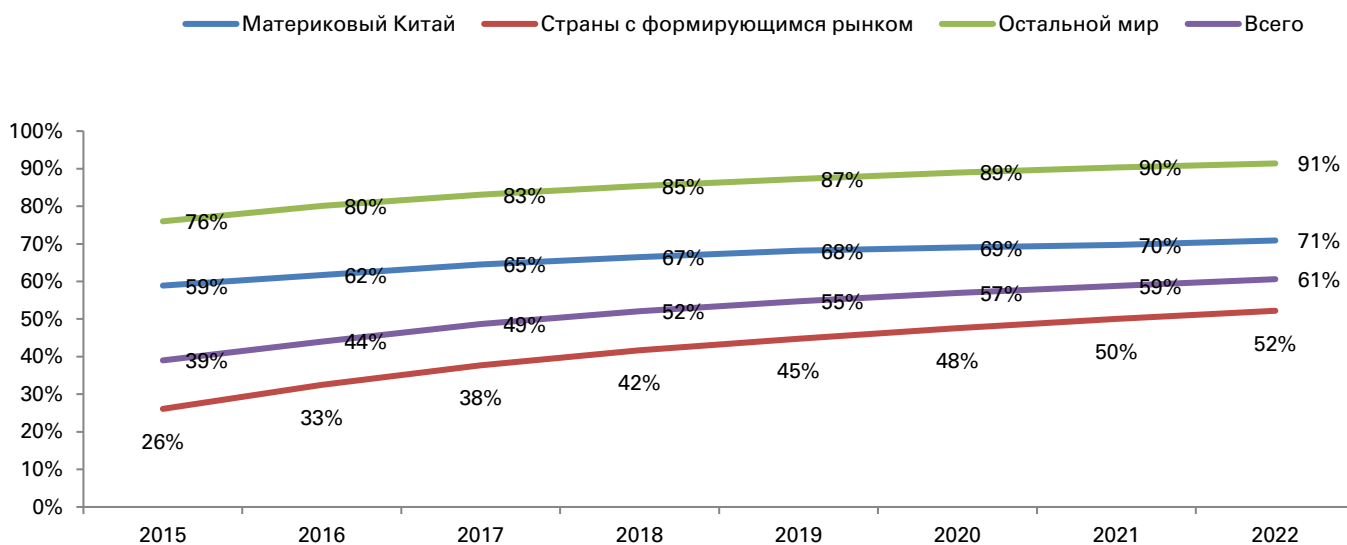
**График 1. Пользовательская база смартфонов во всем мире, млрд человек**



Источник: на основе данных IDC

Ключевыми факторами роста рынка являются более высокие уровни проникновения интернета, связанные с развертыванием 4G/LTE и 5G. Также учитывается рост уровней доходов населения и растущий спрос на смартфоны с высокой производительностью и их доступной ценой.

**График 2. Уровень проникновения смартфонов в мире**



Источник: на основе данных IDC

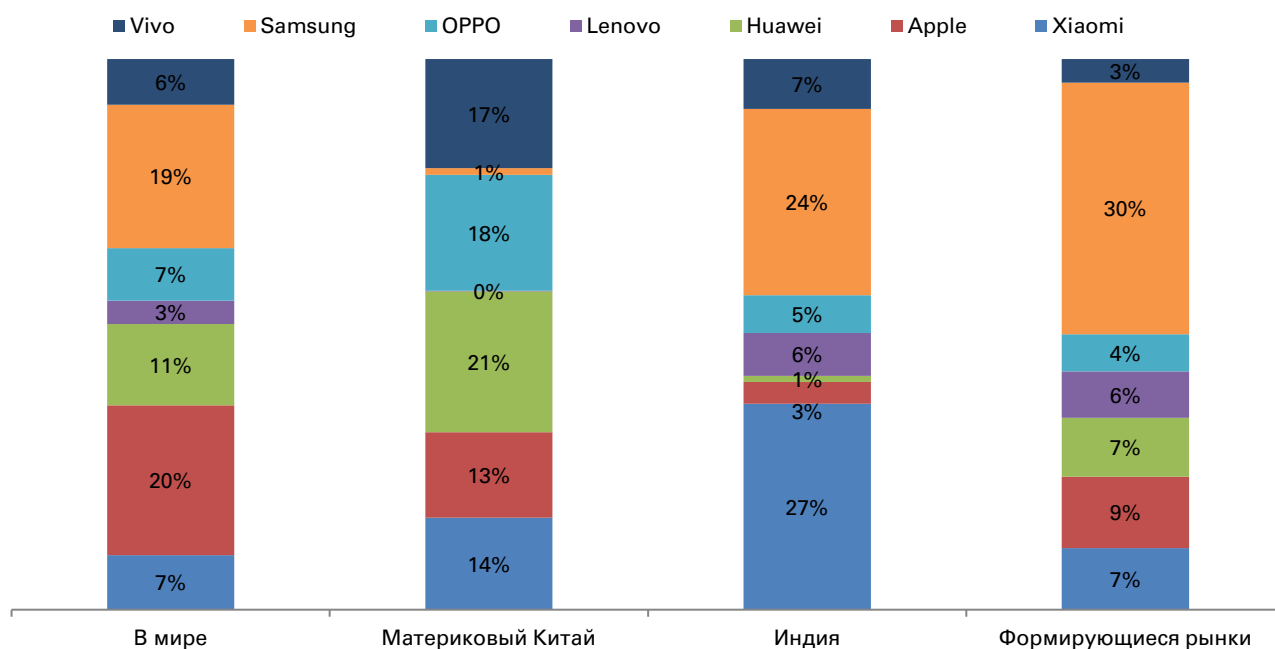
Поставки и продажи смартфонов во всем мире продолжают расти, поскольку развивающиеся рынки демонстрируют высокие темпы

роста. По данным IDC, в 2015 году было поставлено 1,4 млрд смартфонов, в 2017 году этот показатель вырос до 1,46 млрд. Ожидается, что к 2022 году CAGR составит 2,8%, а количество поставленных смартфонов составит 1,679 млрд смартфонов. Рост будет зависеть от развивающихся рынков, таких как Индия. В 2017 году Индия стала третьим по величине рынком смартфонов по объему поставок и, по прогнозам, к 2020 году станет вторым крупнейшим рынком.

**График 3. Количество поставленных смартфонов в мире**


Источник: на основе данных IDC

**График 4. Доля рынка по поставленным смартфонам за 4 квартал 2017 года**

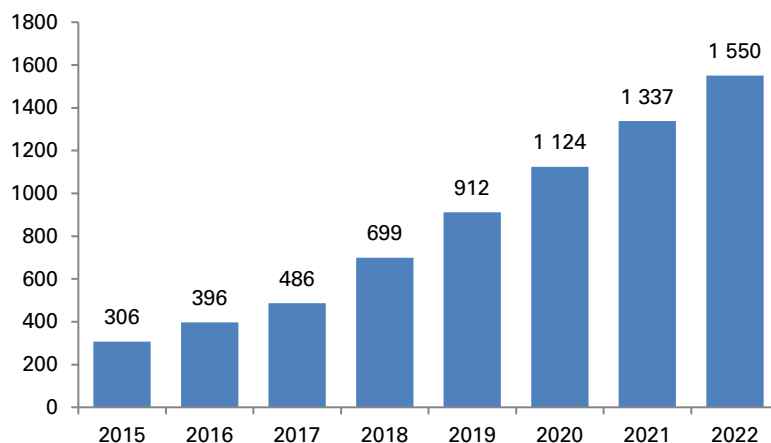


Источник: на основе данных IDC

Помимо доходов от продаж смартфонов, планшетов, Xiaomi зарабатывает на совместных разработках с партнерами IoT-продуктов, интернет-сервисах (реклама) и сервисном обслуживании.

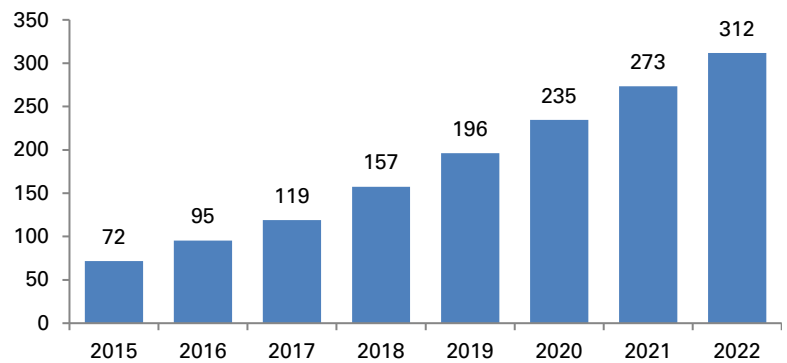
По данным iResearch, продажа IoT-устройств выросла с \$306,6 млрд в 2015 году до \$485,9 млрд в 2017 году. Ожидается, что к 2022 году рынок IoT-устройств составит \$1,5 трлн, а CAGR будет равен 26,1%.

График 5. Мировой рынок IoT-устройств, млрд USD



Источник: на основе данных iResearch

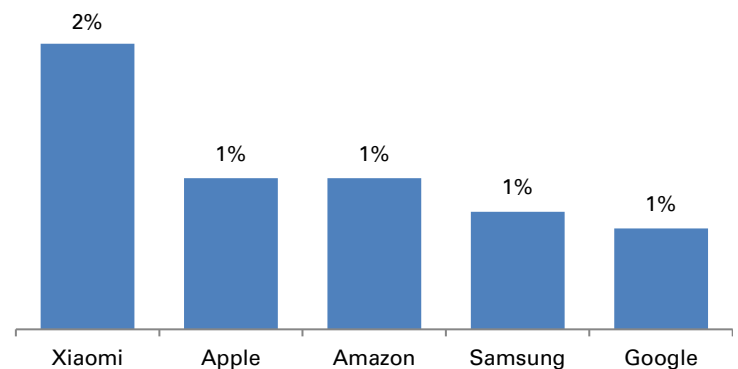
График 6. Рынок IoT-устройств материкового Китая, млрд USD



Источник: на основе данных iResearch

На данный момент Xiaomi является ведущей IoT-платформой по количеству подключенных устройств по состоянию на конец 2017 года.

**График 7. Доля подключенных устройств в мире, %**



Источник: на основе данных iResearch

По данным iResearch, мировой рынок интернет-услуг вырос с \$1 трлн в 2015 году до \$1,5 трлн в 2017 году, CAGR составил 23,5%. Ожидается, что к 2022 году рынок составит \$2,6 трлн, а CAGR - 11%. Также рынок материкового Китая вырос с \$189,1 млрд до \$320 млрд за период 2015-2017 гг. Прогнозируется, что к 2022 году рынок интернет-услуг составит \$669,2 млрд, CAGR за этот период будет равен 15,9%.

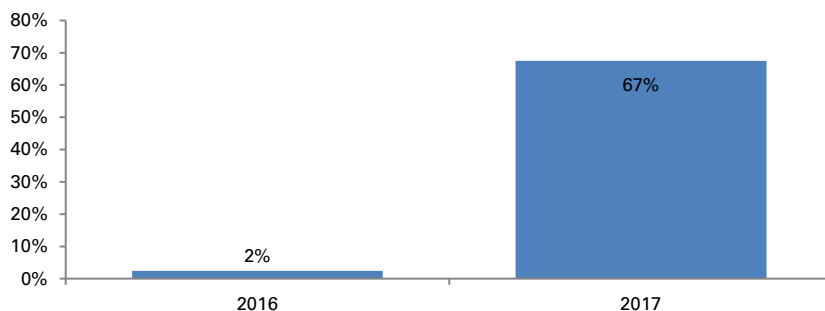
**График 8. Рынок интернет-услуг, млрд USD**



Источник: на основе данных iResearch

**Финансовые показатели.** Темпы роста выручки за 2016 год составили всего лишь 2%. Компания объясняла этот спад тем, что цепочка поставок дала сбой из-за слишком быстрого роста продаж. За 2017 год выручка компании выросла на 67% по сравнению с 2016 годом и составила 114,6 млрд юаней. Стоит отметить, что причинами такого роста доходов стали выходы на новые рынки, в том числе Индию, где Xiaomi заняла лидирующие позиции.

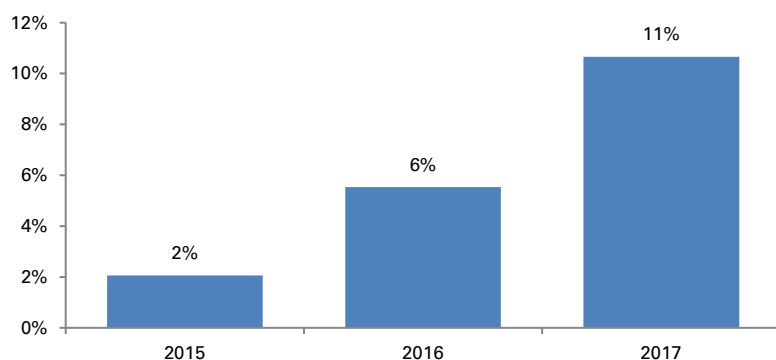
**График 9. Темпы роста выручки Xiaomi, %**



Источник: на основе данных компании

За 2017 год маржа EBIT выросла в 3 раза по сравнению с 2016 годом и составила 12 млрд юаней.

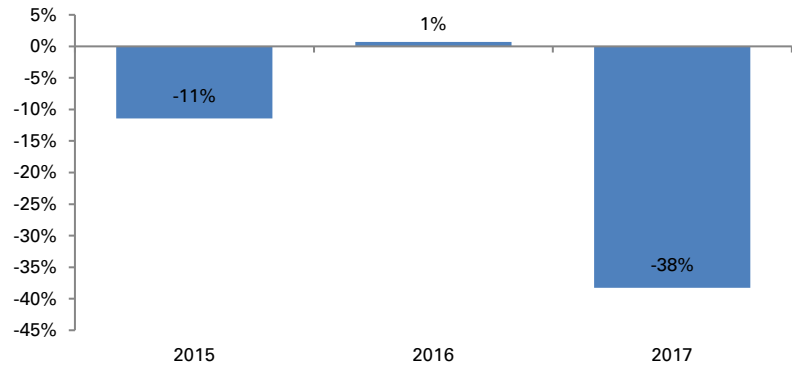
**График 10. Маржа EBIT Xiaomi, %**



Источник: на основе данных компании

Чистый убыток в 44 млрд юаней в 2017 году в целом стал следствием неоперационного компонента, не относящегося к бизнесу, - переоценки привилегированных акций в 2017 году.

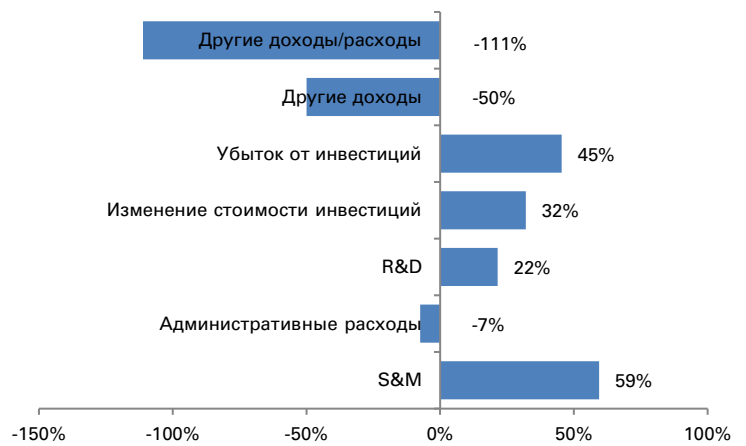
**График 11. Маржа чистой прибыли Xiaomi, %**



Источник: на основе данных компании

**График 12. Изменение структуры расходов, %**

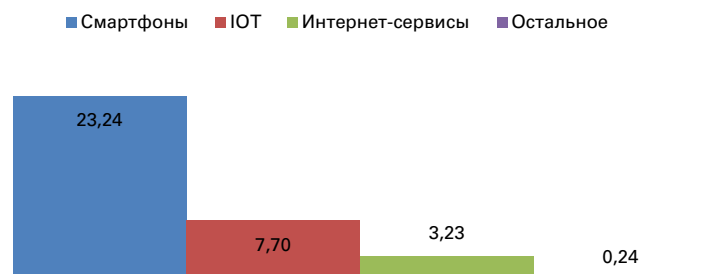
Изменение структуры расходов за период с 2015 по 2017 гг



Источник: на основе данных компании

**Показатели за 1-ый квартал 2018 года.** За первый квартал 2018 года компания заработала 34 млрд юаней. Убыток составил 7 млрд юаней без вычета единоразовых расходов. Стоит отметить, что за весь 2017 год компания получила убыток в 44 млрд юаней без вычета единоразовых расходов.

**График 13. Разбивка выручки за 1-ый квартал 2018 года, млрд юаней**



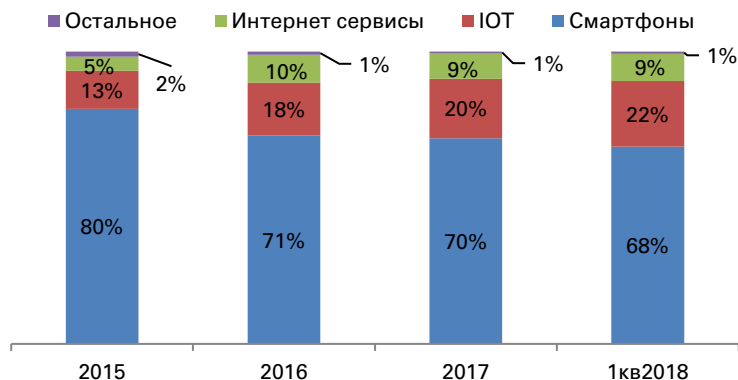
Источник: на основе данных компании

На данный момент наблюдается снижение выручки смартфонов от



общей выручки компании. С 80% в 2015 году до 68% в 1-ом квартале 2018 года. Увеличение доли выручки с 13% в 2015 году до 22% в 1-ом квартале 2018 года.

**График 14. Разбивка выручки по годам, %**

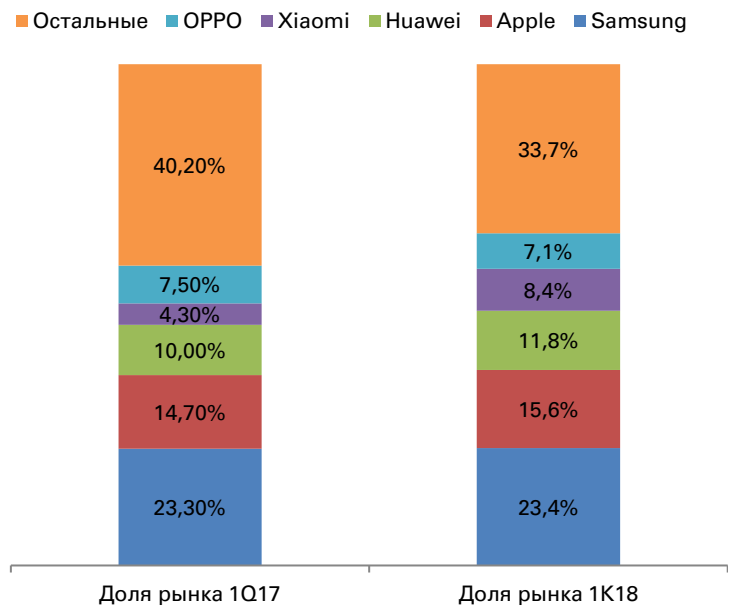


Источник: на основе данных компании

По данным компании IDC, производители смартфонов отправили на рынок 334,3 млн единиц, что на 2,3% меньше, чем в 1-ом квартале 2017 года (344,4 млн единиц). Существенно на эту цифру повлиял рынок Китая, объем которого составил меньше 100 млн единиц, и этот показатель впервые был ниже с 3-го квартала 2013 года.

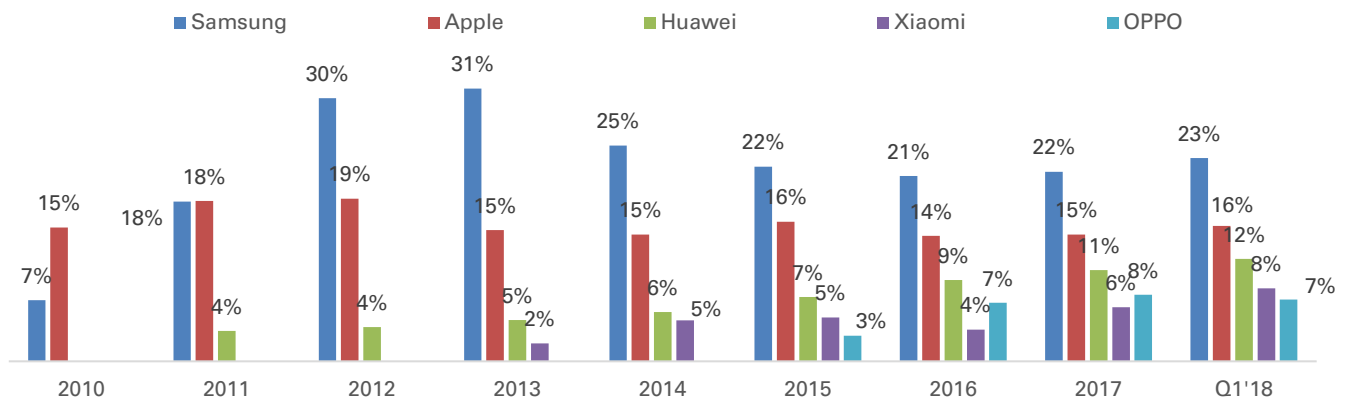
Доля рынка Xiaomi в годовом исчислении выросла на 87,8%. Такой рост связан с ростом продаж за пределами Китая и расширением своих поставок в Индию и Юго-Восточную Азию. Также, по данным IDC, в последних кварталах Xiaomi заняла лидерские позиции на рынке Индии (вторым по величине рынке после Китая), обогнав предыдущего лидера Samsung.

**График 15. Распределение мирового рынка, % 1 кв. 2017-1 кв. 2018**



Источник: на основе данных IDC

График 16. Доля рынка по продажам смартфонов в мире с 2010 по 2017 гг.

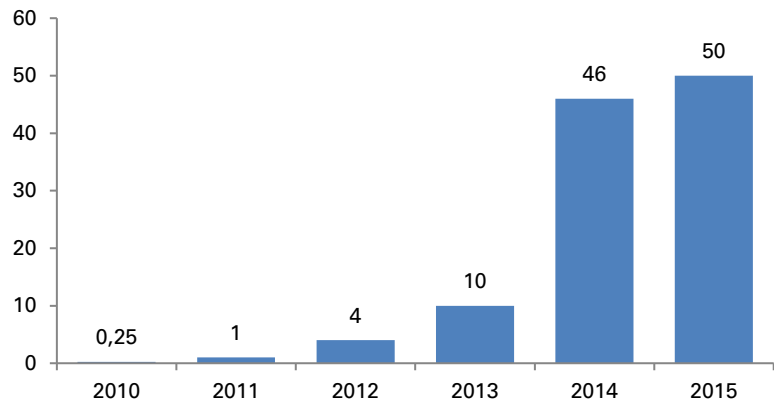


Источник: на основе данных IDC

**Ожидаемая капитализация от \$55 до \$70 млрд.** Компания сменила вектор направления бизнеса, увеличив свое проникновение на рынке с помощью розничной торговли (открытие более 300 магазинов на территории Китая), диверсификации продуктов и охвата новых рынков (например, Европы, увеличение доли в Индии). Также в успехе IPO Xiaomi заинтересована и биржа Гонконга, чье руководство в течение нескольких лет боролось за отмену запрета на WVR. Если размещение китайского гиганта пройдет с успехом, его примеру могут последовать и другие технологические компании, что позволит Гонконгу эффективнее конкурировать с Нью-Йорком.

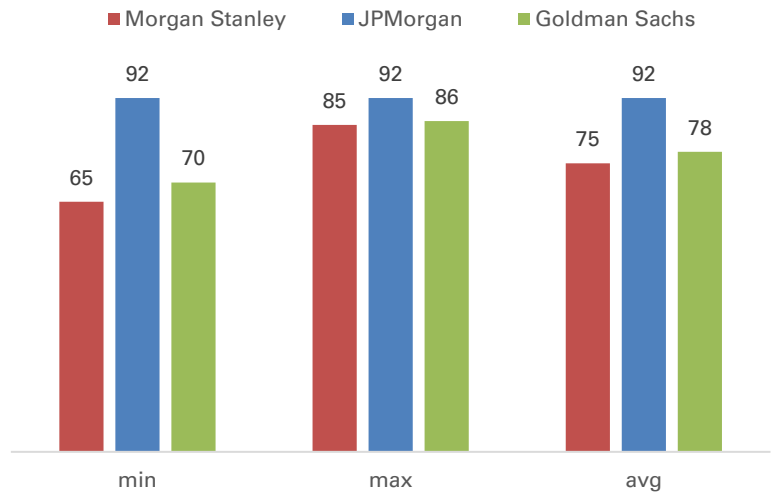
Многие инвестбанки озвучили свои оценки. Morgan Stanley дал оценку в \$65-85 млрд, JPMorgan - в \$92 млрд, Goldman Sachs - в \$70-86 млрд. Средняя оценка из инвестдомов 81,7 млрд, что дает 17%-ный потенциал к верхней границе капитализации IPO Xiaomi. Последний инвестраунд был проведен в 2015 году: компания привлекла \$1,5 млрд и получила оценку в \$50 млрд.

**График 17. История оценок Хиаоми, млрд USD**



Источник: на основе данных Reuters и других источников

**График 18. Оценки ИБ Хиаоми, млрд USD**



Источник: на основе данных Reuters и других источников

**Оценка Хиаоми: \$90 млрд при реализации планов компании**

**Модель выручки Xiaomi.** Прогнозируя будущую выручку, мы ориентировались на 4 типа выручки: выручку от продажи смартфонов, долю рынка IoT-технологий, выручку от интернет-услуг и выручку от прочих услуг (ремонт техники).

**Таблица 1. Прогнозируемая структура выручки Xiaomi, млрд CNY**

Выручка по направлениям	2015	2016	2017	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Смартфоны	54	49	81	115	149	180	203	228	253	278	304	329	353
IoT-устройства	9	12	23	35	47	60	73	88	103	118	132	145	157
Интернет-сервисы	3	7	10	13	17	22	27	32	37	42	47	50	53
Прочее	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Структура выручки	2015	2016	2017	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Смартфоны	80%	71%	70%	70%	70%	69%	67%	65%	64%	63%	63%	63%	63%
IoT-устройства	13%	18%	20%	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	27%	28%	28%
Интернет-сервисы	5%	10%	9%	8%	8%	8%	9%	9%	9%	10%	10%	10%	9%
Прочее	2%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Источник: на основе данных компании

**Выручка от продаж смартфонов.** Для прогноза выручки от смартфонов мы использовали 6 элементов: население мира, пользовательскую базу смартфонов, проникновение смартфонов, долю рынка Xiaomi, количество проданных смартфонов, среднюю цену 1 смартфона Xiaomi и среднюю цену смартфона в мире. В целом был заложен прогноз замедления темпов роста количества проданных смартфонов с 65% до 7% к 2027 году. При этом доля рынка Xiaomi вырастет с 2,5% в 2017 году до 7,2% в 2027 году. В прогнозе доли рынка мы учитывали высокую конкуренцию в лице Apple, Samsung и быстроразвивающейся Huawei и OPPO. За 2017 год компания продала 91 млн (темп роста - 65%). С учетом высокой конкуренции, к 2027 году темпы роста составят 7%, а количество проданных смартфонов - 398 млн.

**Выручка от IoT.** Для прогноза выручки от IoT мы взяли прогноз рынка до 2022 года и замедлили темпы роста до 2027 года. К 2027 году рынок составит 15,4 триллиона CNY, а доля Xiaomi вырастет с 0,4% в 2017 году до 1% к 2027 году. (На 2017 год Xiaomi являлась ведущей IoT по количеству подключенных устройств на конец 2017 года). К 2027 году выручка от IoT составит 157 млрд CNY.

**Пользователи интернет-услуг в Китае и доход от сервиса.** На 2017 год число пользователи интернет-услуг Xiaomi составило 171 млн человек (прирост - 27% г/г). С учетом рыночной конъюнктуры мы замедлили темпы роста до 5% и предположили, что к 2027 году база пользователей составит 390 млн человек. ARPU на 1 пользователя в 2017 году составил 57,9 CNY (\$8,9) и вырос на 19% г/г. Так как конкуренция не позволит все время увеличивать тарифы, мы снизили темпы роста ARPU к 2027 году до 1%. ARPU к 2027 году составит 135,9 CNY (\$21), что не превышает средний ARPU в развитых странах. За 10 лет компания заработает 341 млрд CNY.

**Выручка от прочих услуг.** В доход от этого сегмента входят в основном услуги по ремонту оборудования, производимого компанией. Так как компания будет производить больше своей продукции, мы заложили рост до 10% к 2027 году. Выручка в 2017 году составила 0,72 млрд CNY, а к 2027 году составит 1,22 млрд CNY.

**В итоге, общая выручка к 2027 году составит 564 млрд CNY (против**

115 млрд CNY в 2017 году) при CAGR в 17%. Годовые темпы роста снизятся с 67% до 7% к 2027 году.

**Доля операционных затрат снизится с 93% до 83% от выручки.**

Себестоимость Xiaomi представляет собой затраты на производство смартфонов, IoT, интернет-сервисов и прочих услуг. Мы заложили среднеотраслевые показатели, так себестоимость смартфонов снизится с 91% в 2017 году до 80% к 2027 году, IoT-устройств - с 92% до 72%, при росте себестоимости интернет-сервисов с 40% до 60% и прочих услуг с 80% до 85%. Общая себестоимость снизится с 87% до 76%. **Затраты на маркетинг** приведены к среднеотраслевым с 4,6% до 5%, **административные расходы** - с 1,1% до 1,4% и прочие затраты - с 0,5% до 0,2%.

**Таблица 2. Прогнозируемая себестоимость Xiaomi, млрд CNY**

Операционные затраты в % от выручки	2015	2016	2017	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
<i>Себестоимость: Смартфоны</i>	100%	97%	91%	90%	89%	88%	87%	86%	84%	83%	82%	81%	80%
<i>Себестоимость: IoT устройства</i>	100%	92%	92%	89%	87%	85%	83%	81%	78%	76%	74%	72%	70%
<i>Себестоимость: Интернет-сервисы</i>	36%	36%	40%	42%	44%	46%	48%	50%	52%	54%	56%	58%	60%
<i>Себестоимость: Прочее</i>	35%	52%	80%	81%	81%	82%	82%	83%	83%	84%	84%	85%	85%
Общая себестоимость	96%	89%	87%	86%	85%	84%	82%	81%	80%	79%	77%	76%	75%
S&M	2,9%	4,4%	4,6%	4,6%	4,7%	4,7%	4,7%	4,8%	4,8%	4,9%	4,9%	5,0%	5,0%
Административные расходы	1,1%	1,4%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%	1,4%
Прочие затраты	0,2%	0,0%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
Корректировки			1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
<b>Скорректированная EBIT маржа, %</b>	<b>0%</b>	<b>5%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>

Источник: на основе данных компании

**Целевая скорректированная маржа EBIT к 2027 году составит 17%, исходя из среднеотраслевых значений.**

**Реинвестиции – рост до индустриальной средней в 6,4% от выручки.**

Для расчета реинвестиций в 2017 году мы взяли CapEx из отчета о движении денежных средств, затраты на R&D и отняли амортизацию. В 2017 году реинвестиции составляли 3,4 млрд CNY. Мы наблюдали снижение объема CapEx с 2,5% до 0,9% в 2017 году, однако заложили рост доли прямых капзатрат до 1,8% к 2027 году. Затраты на R&D (за минусом амортизации) как компонент капзатрат мы довели с 1,7% до 3% от выручки. И потребность в рабочем капитале мы прогнозировали, исходя из соотношения в 1,4% к выручке.

Таким образом, к 2027 году коэффициент реинвестиций вырастет до среднеиндустриальных показателей с 4% до 6,2%.

**Проверка реалистичности модели через ROIC, оборачиваемость и потребность в капитале.** К 2027 году ROIC снизится с 37% до 27%, это средний показатель по отрасли. Оборачиваемость капитала снизится с 2,96 до 2,13, а маржа NOPLAT составит 17%.

**Оценка в зрелом периоде.** В зрелом периоде мы заложили темпы роста в 3%, что не превышает ожидаемые темпы роста мировой экономики, учитывая международный характер стратегии Xiaomi.

ROIC в зрелом периоде равен 8,3%. В итоге, реинвестиции в зрелом периоде равны 36% от NOPLAT.

**Финальный расчет стоимости собственного капитала Xiaomi.** EV, или стоимость операционных активов, равна сумме стоимости прогнозного периода (106 млрд CNY) и терминального периода (408 млрд CNY), что в сумме составляет 535 млрд CNY. Учитывая долг (14 млрд CNY), наличность на балансе (14 млрд CNY), поступления от IPO (40 млрд CNY), стоимость опционов (2 млрд CNY) и стоимость неоперационных активов, к которым относится рыночная стоимость инвестиций в Xunlei Limited, Huami и iQIYI (совокупно 14 млрд CNY), собственный капитал Xiaomi можно оценить в 585 млрд CNY или \$90 млрд, исходя из курса USD/CNY 6,51. Учитывая верхнюю границу IPO в \$70 млрд, потенциал к верхней границе составляет 29%. После появления точной информации по количеству акций после IPO мы предоставим свою целевую цену по акциям Xiaomi.

**Таблица 3. Модель выручки Xiaomi**

Модель выручки	2015	2016	2017	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Население мира, млрд человек	7,3	7,5	7,6	7,6	7,6	7,7	7,8	7,9	8,0	8,1	8,2	8,3	8,4
темпы роста, %		2,4%	1,1%	0,5%	0,8%	0,2%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%
Пользовательская база смартфонов, млрд человек	2,9	3,3	3,7	4,0	4,2	4,4	4,6	4,8	5,0	5,2	5,3	5,4	5,5
темпы роста, %		15,0%	12,1%	8,1%	5,0%	4,8%	4,5%	4,3%	3,9%	3,4%	2,9%	2,5%	2,0%
Проникновение смартфонов, %	39%	44%	49%	53%	55%	57%	59%	61%	63%	64%	65%	66%	66%
темпы роста, %		12%	11%	8%	4%	5%	3%	3%	3%	2%	2%	1%	1%
Доля Xiaomi от базы пользователей	2,3%	1,7%	2,5%	3,2%	4,0%	4,6%	5,0%	5,4%	5,7%	6,1%	6,4%	6,8%	7,2%
Количество проданных смартфонов Xiaomi, млн	67	55	91	130	168	203	230	257	285	314	342	370	398
темпы роста, %		-17%	65%	42%	30%	21%	13%	12%	11%	10%	9%	8%	7%
Средняя цена за 1 смартфон Xiaomi, CNY	807	880	881	883	884	885	886	886	887	887	888	888	888
Средняя цена за 1 смартфон Xiaomi, USD	124	135	135	136	136	136	136	136	136	136	136	136	136
темпы роста, %		9,0%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Средняя цена за 1 смартфон в мире, USD		282,5	289,4	296,3	303,3	310,2	317,1	323,5	329,4	334,7	339,5	343,6	347,0
темпы роста, %			2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%
<b>Выручка от смартфонов, млрд CNY</b>	<b>54</b>	<b>49</b>	<b>81</b>	<b>115</b>	<b>149</b>	<b>180</b>	<b>203</b>	<b>228</b>	<b>253</b>	<b>278</b>	<b>304</b>	<b>329</b>	<b>353</b>
темпы роста, %		-9%	65%	42%	30%	21%	13%	12%	11%	10%	9%	8%	7%
Мировой рынок IoT-технологий, трлн CNY	2,0	2,6	3,1	4,5	5,9	7,3	8,7	10,0	11,4	12,7	13,9	14,9	15,7
темпы роста, %		29%	23%	44%	30%	23%	19%	16%	14%	12%	9%	7%	5%
Доля Xiaomi от рынка, %	0,4%	0,5%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%
<b>Выручка от IoT-технологий, млрд CNY</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>23</b>	<b>35</b>	<b>47</b>	<b>60</b>	<b>73</b>	<b>88</b>	<b>103</b>	<b>118</b>	<b>132</b>	<b>145</b>	<b>157</b>
темпы роста, %		43%	89%	49%	35%	27%	23%	19%	17%	15%	12%	10%	8%
Пользователей интернет-услуг в КНР, млн	413	467	533	597	657	710	759	805	847	886	921	950	974
темпы роста, %		12,9%	14,3%	12,0%	10,0%	8,0%	7,0%	6,0%	5,3%	4,6%	3,9%	3,2%	2,5%
Доля Xiaomi, %	27%	29%	32%	33%	34%	34%	35%	36%	37%	38%	38%	39%	40%
Пользователи интернет-услуг Xiaomi, млн	112	135	171	196	221	244	267	290	312	333	354	373	390
темпы роста, %		20%	27%	15%	13%	11%	9%	8%	8%	7%	6%	5%	5%
ARPU на 1 пользователя, CNY	28,9	48,5	57,9	68,1	78,8	89,7	100,3	110,3	119,2	126,6	132,1	135,2	135,9
ARPU на 1 пользователя, USD	4,4	7,5	8,9	10,5	12,1	13,8	15,4	17,0	18,3	19,5	20,3	20,8	20,9
темпы роста, %		68%	19%	18%	16%	14%	12%	10%	8%	6%	4%	2%	1%
<b>Выручка от интернет-услуг, млрд CNY</b>	<b>3,2</b>	<b>6,5</b>	<b>9,9</b>	<b>13,4</b>	<b>17,4</b>	<b>21,9</b>	<b>26,8</b>	<b>32,0</b>	<b>37,2</b>	<b>42,2</b>	<b>46,7</b>	<b>50,4</b>	<b>53,0</b>
темпы роста, %		102%	51%	35%	30%	26%	22%	19%	16%	13%	11%	8%	5%
<b>Выручка от прочих услуг</b>	<b>1,17</b>	<b>0,72</b>	<b>0,72</b>	<b>0,72</b>	<b>0,74</b>	<b>0,76</b>	<b>0,79</b>	<b>0,83</b>	<b>0,88</b>	<b>0,94</b>	<b>1,02</b>	<b>1,11</b>	<b>1,22</b>
темпы роста, %		-39%	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
<b>Общая выручка Xiaomi</b>	<b>67</b>	<b>68</b>	<b>115</b>	<b>164</b>	<b>214</b>	<b>262</b>	<b>304</b>	<b>348</b>	<b>393</b>	<b>439</b>	<b>483</b>	<b>526</b>	<b>564</b>
темпы роста, %		2%	67%	43%	31%	23%	16%	14%	13%	12%	10%	9%	7%

Источник: на основе данных компании

**Таблица 4. Модель операционных и капитальных затрат Xiaomi**

Модель операционных и капитальных затрат	2015	2016	2017	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
<b>Выручка по направлениям</b>	2015	2016	2017	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Смартфоны	54	49	81	115	149	180	203	228	253	278	304	329	353
IoT устройства	9	12	23	35	47	60	73	88	103	118	132	145	157
Интернет сервисы	3	7	10	13	17	22	27	32	37	42	47	50	53
Прочее	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<b>Структура выручки</b>	2015	2016	2017	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Смартфоны	80%	71%	70%	70%	70%	69%	67%	65%	64%	63%	63%	63%	63%
IoT устройства	13%	18%	20%	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	27%	28%	28%
Интернет сервисы	5%	10%	9%	8%	8%	8%	9%	9%	9%	10%	10%	10%	9%
Прочее	2%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Операционные затраты в % от выручки</b>	2015	2016	2017	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
<i>Себестоимость: Смартфоны</i>	100%	97%	91%	90%	89%	88%	87%	86%	84%	83%	82%	81%	80%
<i>Себестоимость: IoT устройства</i>	100%	92%	92%	89%	87%	85%	83%	81%	78%	76%	74%	72%	70%
<i>Себестоимость: Интернет сервисы</i>	36%	36%	40%	42%	44%	46%	48%	50%	52%	54%	56%	58%	60%
<i>Себестоимость: Прочее</i>	35%	52%	80%	81%	81%	82%	82%	83%	83%	84%	84%	85%	85%
Общая себестоимость	96%	89%	87%	86%	85%	84%	82%	81%	80%	79%	77%	76%	75%
S&M	2,9%	4,4%	4,6%	4,6%	4,7%	4,7%	4,7%	4,8%	4,8%	4,9%	4,9%	5,0%	5,0%
Административные расходы	1,1%	1,4%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%	1,4%
Прочие затраты	0,2%	0,0%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
Корректировки			1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
<b>Скорректированная ЕБИТ маржа, %</b>	<b>0%</b>	<b>5%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>
<b>Капитальные затраты в % от выручки</b>	2015	2016	2017	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
CapEx (за вычетом амортизации)	3,6%	2,5%	0,9%	1,0%	1,1%	1,2%	1,3%	1,4%	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%
R&D (за вычетом амортизации)	2,3%	3,1%	1,7%	1,8%	2,0%	2,1%	2,2%	2,3%	2,5%	2,6%	2,7%	2,9%	3,0%
Рабочий капитал			1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
<b>Суммарный CapEx к выручке, %</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,5%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,2%</b>

Источник: на основе данных компании

Таблица 5. Модель операционных и капитальных затрат Xiaomi

Модель прогнозного периода, млрд CNY	2015	2016	2017	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	зрелый
темп роста выручки, %		2%	67%	43%	31%	23%	16%	14%	13%	12%	10%	9%	7%	3,0%
<b>(+ ) Выручка</b>	<b>67</b>	<b>68</b>	<b>115</b>	<b>164</b>	<b>214</b>	<b>262</b>	<b>304</b>	<b>348</b>	<b>393</b>	<b>439</b>	<b>483</b>	<b>526</b>	<b>564</b>	<b>581</b>
(x) Операционная маржа	2%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	17%
<b>(= ) ЕВПТ</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>19</b>	<b>26</b>	<b>33</b>	<b>42</b>	<b>52</b>	<b>63</b>	<b>75</b>	<b>87</b>	<b>99</b>	<b>102</b>
NOL		0	66	53	35	9	0	0	0	0	0	0	0	0
Налоговая ставка		25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
(-) Налог на ЕВПТ		-1	-2	0	0	4	8	11	13	16	19	22	25	25
<b>(= ) NOPLAT</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>14</b>	<b>13</b>	<b>19</b>	<b>22</b>	<b>25</b>	<b>32</b>	<b>39</b>	<b>47</b>	<b>56</b>	<b>65</b>	<b>74</b>	<b>76</b>
(-) чистые реинвестиции	3,8	4,4	3,4	7,6	10,2	12,9	15,4	18,4	21,6	25,0	28,5	32,0	35,5	27
<b>(= ) FCFF</b>				<b>5</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	<b>22</b>	<b>28</b>	<b>33</b>	<b>38</b>	<b>49</b>
(x) фактор дисконтирования				0,9x	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	0,4x	
<b>PV FCF</b>				5	7	7	7	9	11	13	15	16	17	
Терминальная стоимость														<b>912</b>
<b>PV Терминальной стоимости</b>														<b>408</b>
<b>Имплицированные переменные модели</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018П</b>	<b>2019П</b>	<b>2020П</b>	<b>2021П</b>	<b>2022П</b>	<b>2023П</b>	<b>2024П</b>	<b>2025П</b>	<b>2026П</b>	<b>2027П</b>	
Выручка/капитал, x			2,96x	3,48x	3,70x	3,67x	3,48x	3,27x	3,06x	2,85x	2,64x	2,43x	2,24x	
Инвестированный капитал			39	47	58	71	87	106	129	154	183	216	252	
темп роста IC, %				21%	23%	23%	22%	22%	21%	20%	19%	18%	17%	
<b>Реинвестирование к выручке, %</b>	<b>5,7%</b>	<b>6,4%</b>	<b>3,0%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,2%</b>	
ROIC, %			37%	27%	32%	30%	29%	30%	31%	31%	31%	30%	29%	8,3%
Маржа NOPLAT, %			12%	8%	9%	8%	8%	9%	10%	11%	12%	12%	13%	
ROIC 2, %			37%	27%	32%	30%	29%	30%	31%	31%	31%	30%	29%	
<b>Расчет WACC</b>				<b>2018П</b>	<b>2019П</b>	<b>2020П</b>	<b>2021П</b>	<b>2022П</b>	<b>2023П</b>	<b>2024П</b>	<b>2025П</b>	<b>2026П</b>	<b>2027П</b>	
Безрисковая ставка				2,65%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	
Бета послерыноговая				1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
Премия за риск инвестирования				5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	
<b>Стоимость собственного капитала</b>				<b>8,6%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,5%</b>	
Ставка долга, до налогов				3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
<b>Ставка долга, после налогов</b>				<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	
СК/Стоимость компании				97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	
Долг/Стоимость компании				3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
<b>Средневзвешенная стоимость капитала</b>				<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,3%</b>	
Кумулятивная стоимость капитала				0,9x	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	0,4x	
<b>Оценка капитала, млрд CNY</b>														
(= ) Стоимость в прогножном периоде														106
(+ ) Стоимость в терминальном периоде														408
(x) Коэффициент на дату оценки														1,04x
<b>(= ) EV</b>														<b>535</b>
(-) Долг (вкл. операционную аренду)														14
(+ ) Наличность														14
(+ ) Поступления от IPO														40
(-) Стоимость выпущенных опционов														2
(+ ) Стоимость неоперационных активов														14
<b>(= ) Оценка собственного капитала (млрд CNY)</b>														<b>585</b>
<b>(= ) Оценка собственного капитала (млрд USD)</b>														<b>90</b>
Рыночная капитализация (млрд USD)														70
<b>Целевая цена на акцию, CNY</b>														<b>-</b>
Максимум диапазона на IPO, USD														
Потенциал роста, %														29%
EV/S														5,11x

Источник: на основе данных компании

## Риски: конкуренция, поддержка бренда и «война» патентов



**Конкурентный рынок.** Продукты и услуги Xiaomi конкурируют на высококонкурентных мировых рынках, характеризующихся агрессивной ценовой политикой, внедрением новых продуктов, быстроменяющимися технологиями. Сильные конкурентные позиции компании зависят от ряда факторов: внедрения и разработки новых продуктов, разрешения на реализацию товаров и услуг в любой стране. Эти факторы могут сильно повлиять на финансовые показатели компании, так как компания конкурирует со многими мировыми брендами, такими как Samsung, Apple, Google, и может существенно проиграть им конкуренцию.

**Поддержка бренда.** Как и любая компания, связанная с разработками, Xiaomi может столкнуться с дефектами в своих технологиях. Такие случаи могут сильно навредить компании, если будут освещены в СМИ, а компания не сможет вовремя отреагировать и исправить данный дефект.

**«Война» патентов.** Xiaomi в 2018 году уже столкнулась с такой проблемой. Истцом выступил производитель смартфонов Coolpad Group. От лица своей дочерней компании Yulong Computer потребовала, чтобы суд запретил Xiaomi производство и продажу некоторых моделей смартфонов, включая Xiaomi Mi Mix, Redmi Note 4X, Mi 6, Mi Max 2, Mi Note 3, Redmi Note 5, Redmi 5 Plus и Mi 5X. Также с идентичной проблемой, компания столкнулась в декабре 2014 года, когда Верховный суд в Дели запретил ввоз и продажу продуктов Xiaomi в Индии в связи с нарушением патентов. В данный момент запрет отменен, но проблема патентов остается актуальной. В январе 2017 года Xiaomi подала заявку на 16 тыс. патентов, из них было одобрено 3612.

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 публикации 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, предусмотренных законодательством Республики Казахстан, в сфере деятельности оценки стоимости.

---