

Экспресс-обзор #13: М.Видео

Аналитика – акции РФ

13 ноября 2018



Магическое слово «Omnichannel»

Контакты:

**Сергей
Пирогов**

Portfolio
manager

s.pirogov@
invest-heroes.ru

Research
team

research@
invest-heroes.ru

Telegram
InvestHeroes

@InvestHeroes

«М.Видео» — крупнейшая розничная сеть по объемам продаж электроники и бытовой техники в России. Розничная сеть «М.Видео» входит в Группу «М.Видео-Эльдорадо» (ПАО «М.Видео»), объединяющую розничные бренды на рынке бытовой техники и электроники «М.Видео» и «Эльдорадо». Также к компании недавно присоединился Media Markt.

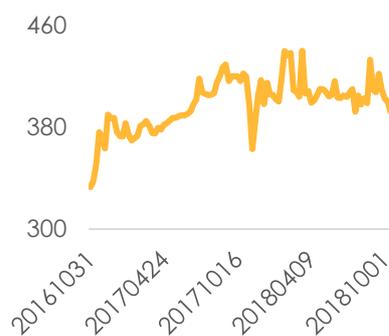
Результаты за 1П 2018 года

М.Видео – редкая история self made чемпиона на рынке. Пережив неимоверный рост и создав топ-1 online retail электроники, сеть всех удивила. Сейчас же она завершает цепь поглощений и «переваривает покупки». Последние отчеты заставили нас обратить внимание на эту сеть: синергии налицо. Pro forma EBITDA увеличилась на 184% при росте выручки на 16%. При этом в 3К 2018 LFL продажи уже повысились на 11,8%, выручка выросла на 16% при росте онлайн-продаж на 25,8%.

| Млрд. руб. (Pro forma) | 1П2018 | 1П2017 | % |
|------------------------|--------|--------|----------|
| Выручка | 149,6 | 128,0 | 16% |
| Gross margin | 25,7% | 24,0% | 1,6 п.п. |
| ЕБИТДА | 9,1 | 3,2 | 184% |
| LFL продажи (с НДС) | - | - | 14% |
| Доля онлайн продаж | 18,5% | 15,3% | 3,2 п.п. |

Источник: данные компании

Акции М.Видео с 10.2016



Вопросы для изучения

М.Видео «зависла» на 400 руб./акция. Были слухи, что поглотив Эльдорадо, компания вошла в фазу войны менеджеров между сетями. Но Отчет за 1П 2018 и LFL за 3кв 2018 говорят об успехе слияния – EBITDA скакнула не на шутку.

Мы попробовали найти ответы на следующие вопросы:

- 1) Сколько сейчас стоит компания?
- 2) Что ждать от ее трансформации и присоединения MediaMarkt к концу 2019?



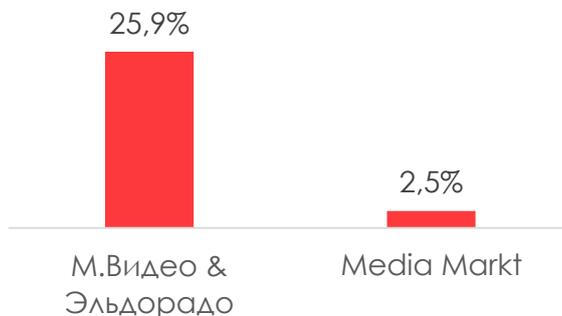
Безудержный шоппинг: Эльдorado, MediaMarkt...

За последние 2 года компания М.Видео завершает второе М&А. По итогам объединения получится гигант, с выручкой 335 млрд. руб., занимающий 28,4% рынка бытовой техники и электроники РФ.

Выручка за 2017, млрд.р.



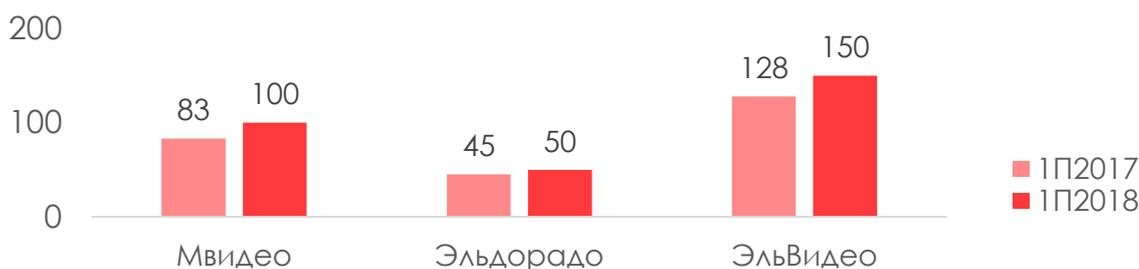
Доли рынка 1П2018



Показатели «монстра»: мы видим синергии

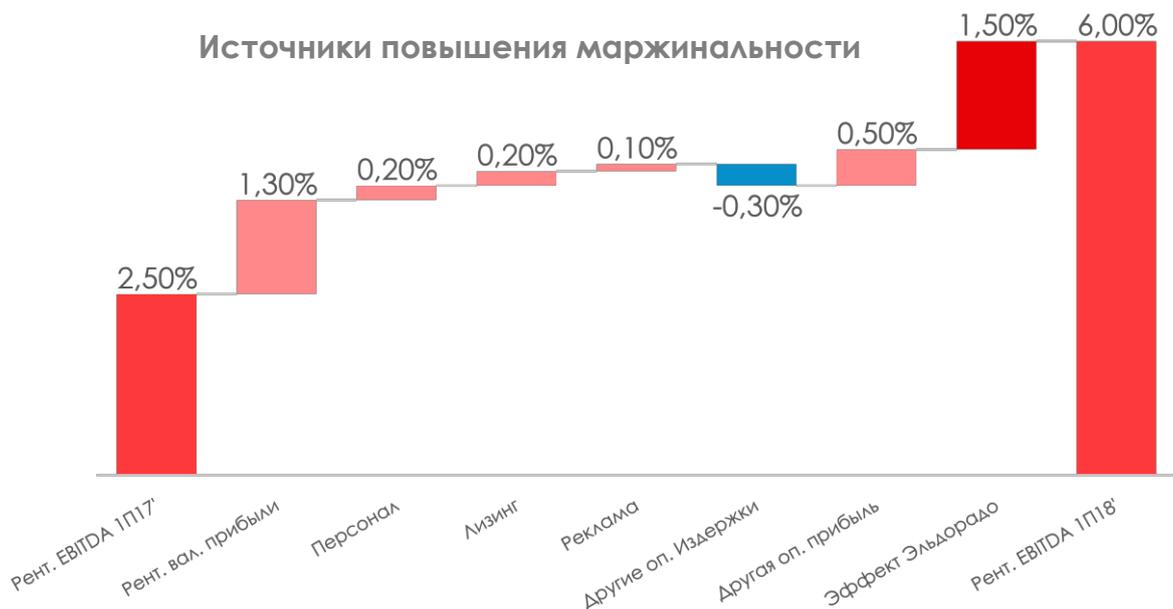
Если посмотреть на показатели консолидированного «ЭльВидео» как его некоторые прозвали, получается следующая картина.

Рост выручки, млрд.р.



Рост показателей сети – результат исполнения стратегии компании. В последней презентации менеджмент показывает следующие точки экономии затрат и повышения продаж.

Источники повышения маржинальности



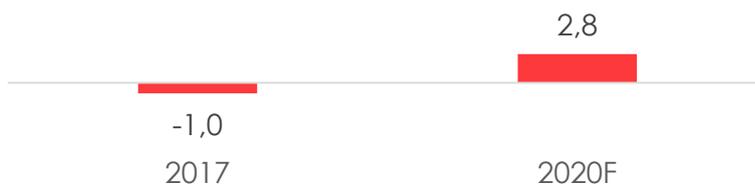
Итого, у нас есть компания с LTM EBITDA около 15,3 млрд. р, EV – 84,3 млрд.р, темпами роста выше рынка и EV/EBITDA 5,5x при среднем мультипликаторе среди ритейлеров в районе 6x.



Next step: консолидация MediaMarkt

Приобретение MediaMarkt – это ещё 35 млрд. руб. к общей выручке и поначалу -1 млрд. EBITDA, но за пару лет менеджеры обещают повысить показатели купленного актива до уровня существующей сети, за счёт обеспечения показателей магазинов на уровне существующих премиум-магазинов группы. В итоге получаем, что покупка Media Markt даст порядка 2,75 EBITDA в год, что даёт мультипликатор покупки EV/EBITDA 3,9x.

Изменение EBITDA Media Markt, млрд.р.



Способы, которыми будет достигнут рост EBITDA margin правдоподобны, потому что совпадают с тем, что уже было проделано в Эльдorado. Соответственно, в краткосрочной перспективе можно ожидать маржинальность на нынешнем уровне группы 6% и при выручке с кв.м. на уровне прогноза менеджмента (267 млн.р.), EBITDA составит 1,65 млрд.р.

Эти результаты являются реалистичными в связи с тем, что выход Media Markt на российский рынок был неудачным: компания не сумела завладеть существенной долей рынка, что помешало получать высокие финансовые показатели из-за отсутствия эффекта масштаба, а также не смогла устанавливать привлекательные условия закупки с арендодателями и поставщиками. В 1П2019 мы ожидаем роста EBITDA margin с -5% до 3% за счёт снижения затрат на Аренду и Маркетинговых издержек, прочие синергии – в 2П2019-2020

Источники роста маржинальности Media Markt



Valuation – as of today

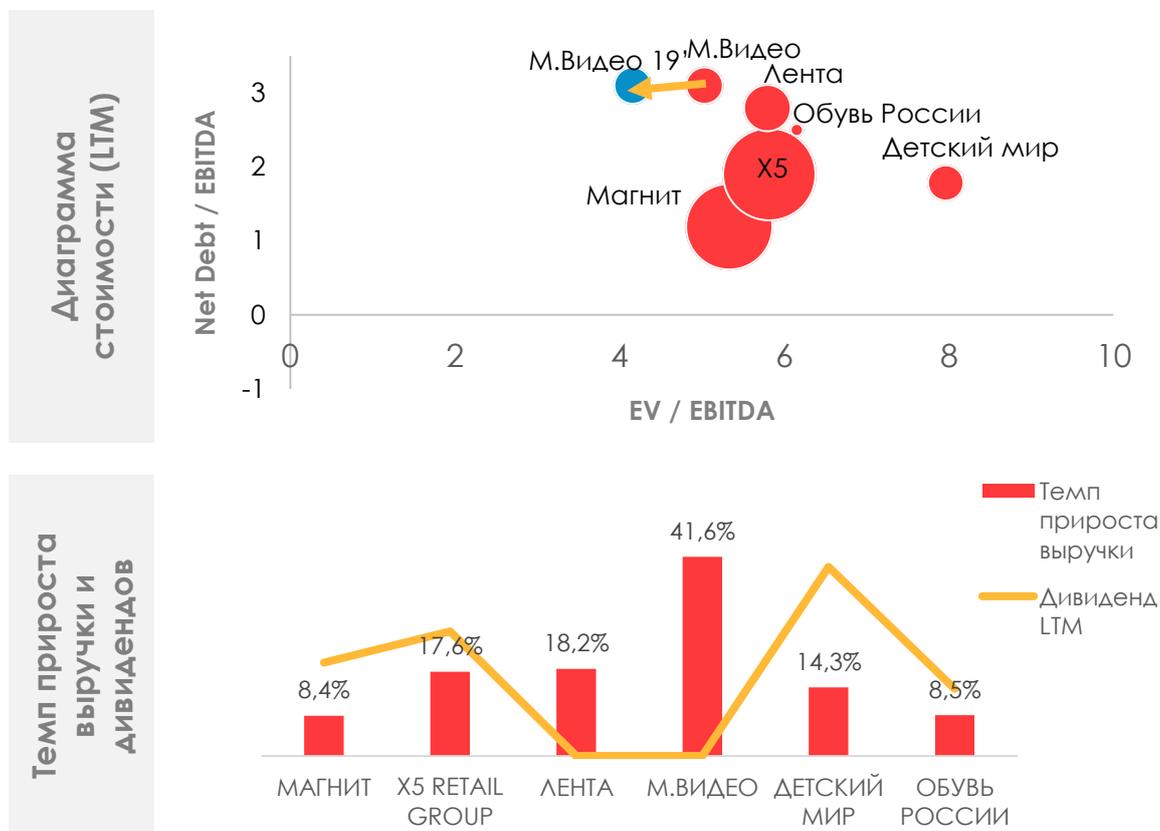
Итого, получается 3 оценки: как есть сейчас, с учетом приобретения MediaMarkt за 10,7 млрд. руб. в ноябре 2018 и по итогам 2019 года.

Оценка М.Видео (EV/EBITDA)



Оценка vs аналоги

Получается, сеть стоит недорого и может дальше стоять еще более привлекательно – главное, чтобы трансформация MediaMarkt не затянулась уж слишком надолго. По нашим оценкам, EV/EBITDA19'F составляет порядка 4,2х.



Денежный поток будет, дивиденды под вопросом

Получается, компания смотрится симпатично. Рост группы, по нашим оценкам, приведёт к росту FCFE. Так, по итогам 2019 года мы ожидаем FCFE около 13,3 млрд. р. vs 10,5 млрд. р. в 2016 году.

При этом, начиная с 2017 года, компания не выплачивает дивиденды. Это было вызвано необходимостью денежных средств для покупки и интеграции активов, включая Эльдorado и Media Markt.

Для обеспечения покупки компания также взяла долг (53,8 млрд.р. по итогам 1П2018), который в ближайшей перспективе будет выплачивать. Net Debt/EBITDA составляет 3,1х, что не делает ситуацию опасной, но заставит компанию постепенно снижать нагрузку.



Получается, долг компании НЕ низкий, и в первое время будут его гасить и реализовывать синергии. С течением времени мы ожидаем снижения Net Debt/EBITDA до уровня ниже 1,5x за счёт повышения EBITDA и частичного погашения долга.

Акционеры и их цели

До 2016 года сеть принадлежала основателю А. Тынковану, и все в плане акционеров было кристально чисто.

Далее акционерная структура претерпела ряд преобразований:

- В 2016 г. «Бин» (прежнее название САФМАР сообщил о покупке контроля в «М.видео» у ее основателей Александра и Михаила Тынкованова и Павла Бреева. Сейчас САФМАР владеет 38,2% группы.
- В 2017 г. М.Видео приняли решение не выплачивать дивиденды. Решение было оправданным в связи с необходимостью иметь деньги для предстоящей покупки «Эльдорадо».
- В 2018 году САФМАР купил Media Markt, а немецкая компания купила 15% М.Видео с премией к рыночной стоимости около 1,8x (258 млн. евро против рыночной стоимости 145 млн. евро).

Группа САФМАР с точки зрения отношения к миноритариям пока черный ящик. Пока вот что мы видели от них:

- Отказ от дивидендов в пользу потенциального развития группы
- Активная скупка и консолидация активов

Оценка оставляет простор для роста

По нашим оценкам, у акций компании есть потенциал для роста к концу 2019 года около 37% при нынешней цене 407 р./акцию

Подход #1

Мультипликатор EV/EBITDA

| | | |
|-------------------|------------|----------|
| EBITDA'19F | р млн. | 29 629 |
| Multiple EV | x | 5,0 |
| | р млн. | 148 146 |
| Оценка | | |
| Target EV | р млн. | 148 146 |
| Debt | р млн. | - 53 778 |
| Cash | р млн. | 3 564 |
| Equity | р млн. | 97 932 |
| <hr/> | | |
| Акция в обращении | млн. шт | 180 |
| <hr/> | | |
| Целевая цена | руб./акция | 545 |
| | | 37% |
| <hr/> | | |
| Цена акции | руб./акция | 398 |

Низкорисковый трейд:

Заработать на улучшении финпоказателей 10-15% к текущей котировке за 3-6 месяцев

Агрессивный трейд:

Заработать 35-40% на улучшении финпоказателей и дивидендах в 4 кв 2019

Выводы

Мы считаем компанию привлекательной инвестицией, но смотрим на неё с долей осторожности из-за специфичных рисков

Плюсы:

- Интересная история роста. Как через рост выручки за счёт интеграции новых активов, так и через рост маржинальности и EBITDA за счёт улучшения эффективности и реализации синергий
- Лидер рынка. Сейчас компании принадлежит около 28% рынка
- Успешный послужной список интеграций в виде Эльдорадо, что делает продолжении операционных улучшений ЭльВидео и нового Media Markt более вероятным

Риски:

- Реализация роста потребует времени. Если макроэкономические потрясения случатся раньше, это не позволит инвесторам реализовать upside потенциал
- Развитие компании упирается в продуктивное использование новых активов. Если интеграция затянется, то потенциал роста не будет реализован и группе будет сложнее оплачивать долг
- Дивиденды. Без возобновления выплат и ясной дивполитики компания не реализует значительную часть upside

КОМАНДА И КОНТАКТЫ

Ниже представлена команда, подготовившая этот отчет. Мы всегда рады ответить на ваши вопросы или обсудить наш продукт.

Сергей Пирогов

Управляющий по рынку акций
s.pirogov@invest-heroes.ru

Николай Чиквашвили

Аналитик
n.chikvashvili@invest-heroes.ru

Светлана Дубровина

Аналитик
s.dubrovina@invest-heroes.ru

INVEST HEROES

Контакты:

107113, Москва, Головановский пер. 17А
research@invest-heroes.ru



ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобного рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной сумм, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения. Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое про- движение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.