

Самарец Ольга / samarets@prsp.ru

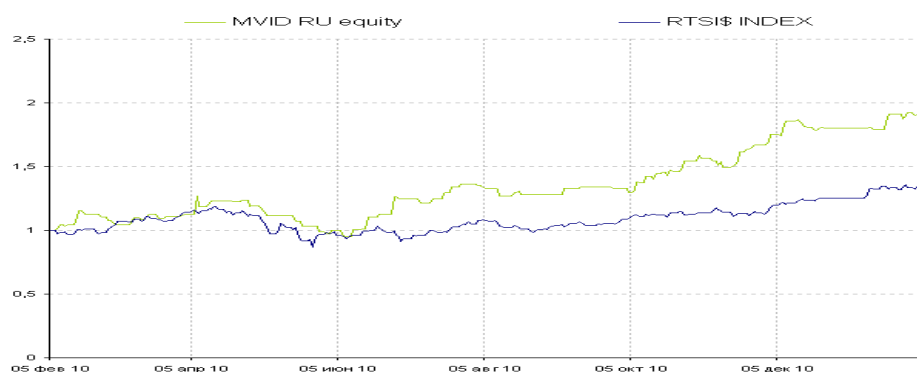
М.Видео – повышаем прогноз открытий

Мы внесли изменения в нашу модель оценки «М.Видео», повысив прогноз открытий новых магазинов и выручки. Целевая цена акций повышена с \$8,4 до \$11,9. Рекомендация – «Покупать».

М.Видео	
Тикер	MVID
Цена, \$	9.3
Кол-во акций, шт.	179 768 227
МСар, \$ млн.	1671.8
EV, \$ млн.	1663.0
Целевая цена, \$	11.9
Потенциал роста, %	27%
Рекомендация	Покупать

\$ млн.	2010П	2011П
Выручка	2 862	3 840
ЕБИТДА	146	197
Чистая прибыль	63	91
P/S	0.6	0.4
P/E	26.7	18.4
EV/ЕБИТДА	11.4	8.4

- В 2010 году розничная сеть «М.Видео» выросла на 42 новых магазина, что превысило и наши ожидания, и прогноз самой компании. И в ближайшие три года компания планирует открывать не менее 30 новых магазинов в год. Мы повысили наш прогноз открытий и расширения торговых площадей компании, а соответственно, и прогноз выручки «М.Видео».
- Розничная выручка «М.Видео» по итогам 2010 года составила 86,7 млрд.рублей, что на 23% показателя 2009 года и на 3% выше нашего прогноза. Помимо открытия новых магазинов увеличению оборота способствовал и рост LFL-выручки на 9% за год. При этом в 4 квартале года рост продаж сопоставимых магазинов был на уровне 18%.
- По итогам 1 полугодия 2010 года показатели рентабельности «М.Видео» снизились по сравнению с аналогичным периодом 2009 года, однако в основном это было связано с эффектом высокой базы. По итогам 2 полугодия прошлого года, как мы ожидаем, показатели эффективности выросли, наш прогноз рентабельности по ЕБИТДА за 2010 год составляет 5,1%. Менеджмент компании сохраняет свой среднесрочный прогноз валовой рентабельности на уровне 26% и рентабельности по ЕБИТДА 6%.
- Финансовая устойчивость «М.Видео» по-прежнему не вызывает опасений. 2010 год компания закончила, согласно предварительным данным, с чистой денежной позицией более 6 млрд.рублей. И учитывая стабильный собственный денежный поток компании, а также то, что большинство магазинов компании открывается на арендованных площадях, и соответственно, не требует значительных инвестиций, мы не ожидаем существенного роста долговой нагрузки.

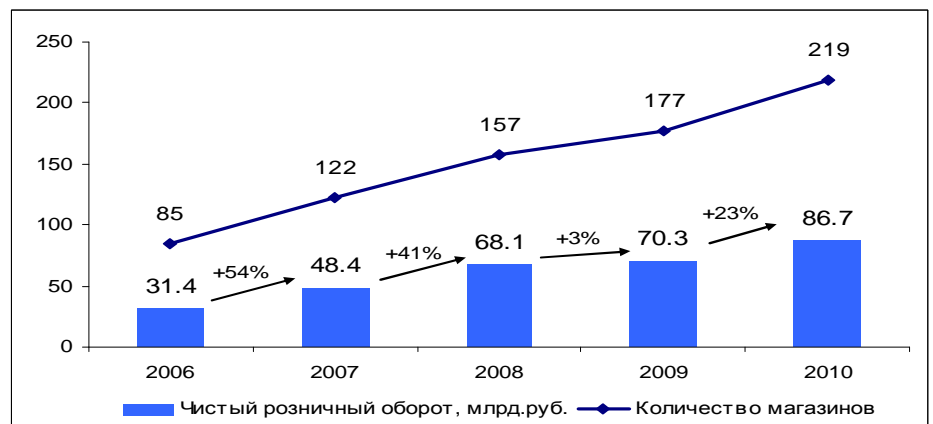


В 2010 году розничная сеть увеличилась на 42 новых магазина, превывсив прогнозы

Развитие розничной сети и новый прогноз

2010 год был для «М.Видео» рекордным по количеству новых магазинов. Компания открыла 44 и закрыла 2 магазина, при этом в 4 квартале было открыто 24 торговые точки. По темпам развития компания превзошла как наши ожидания, так и собственный прогноз открытий. Напомним, что в течение прошлого года «М.Видео» дважды повышала прогноз - с 20 до 30 новых гипермаркетов в апреле и с 30 до 40 в октябре.

Совокупная площадь магазинов «М.Видео» по состоянию на 31 декабря 2010 года составила 564 тыс.кв.м., увеличившись за год на 21%.

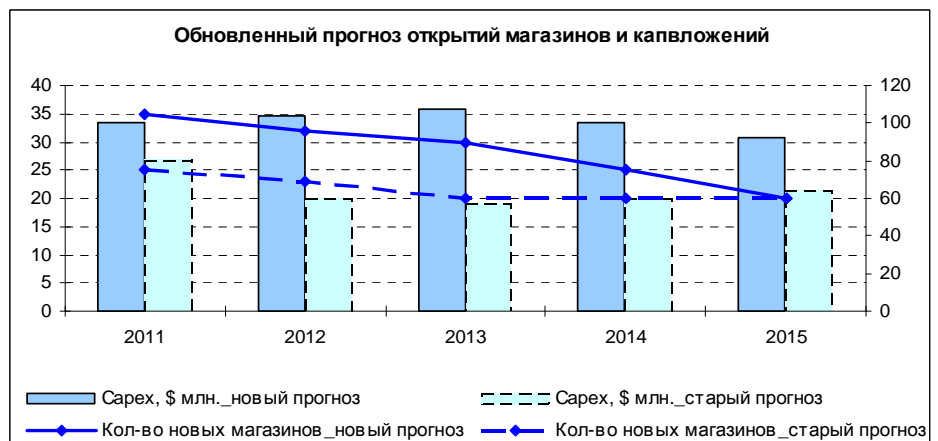


Источник: данные компании

В ближайшие 3 года «М.Видео» планирует открывать не менее 30 новых магазинов в год

В ближайшие три года, согласно заявлениям представителей компании, планируется открывать не менее 30 новых магазинов в год, в частности, в текущем году может быть открыто 30-40 новых торговых точек «М.Видео».

С учетом продемонстрированных компанией темпов развития и заявленных планов мы пересмотрели наш прогноз количества новых магазинов «М.Видео». В частности, прогноз открытий в текущем году был повышен с 25 до 35. В дальнейшем мы ожидаем постепенного замедления количества открываемых торговых точек, в частности, в связи с тем, что недостаток подходящих площадей на рынке может оказать определенное давление на темпы роста сети. При этом нельзя исключать, что компания может существенно нарастить свою розничную сеть за счет покупки других игроков, в частности, в странах СНГ, о возможности чего ранее заявлял менеджмент «М.Видео», однако в настоящее время мы закладываем в наш прогноз лишь возможности органического роста.

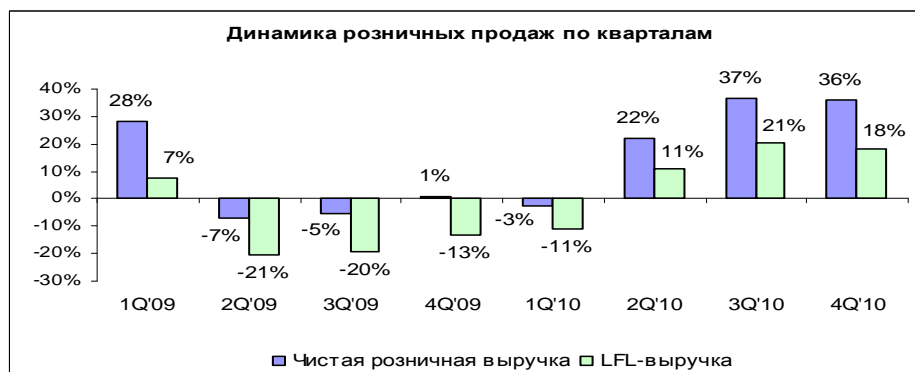


В 2010 году компания нарастила розничную выручку на 23%, до 86,7 млрд.рублей

Продажи – лучше ожиданий

Чистые розничные продажи магазинов «М.Видео» в 2010 году выросли на 23% и составили 86,7 млрд.рублей, что на 3% превысило наш прогноз. В основном это было связано с тем, что компания открыла больше новых магазинов, чем ожидалось.

Помимо расширения розничной сети, положительное влияние на рост оборота «М.Видео» оказали высокие результаты сопоставимых магазинов. LFL-выручка за год выросла на 9% в рублях за счет увеличения среднего чека на 7,5% и количества покупателей на 1,5%, при этом в 4 квартале сопоставимая рублевая выручка увеличилась на 18%.

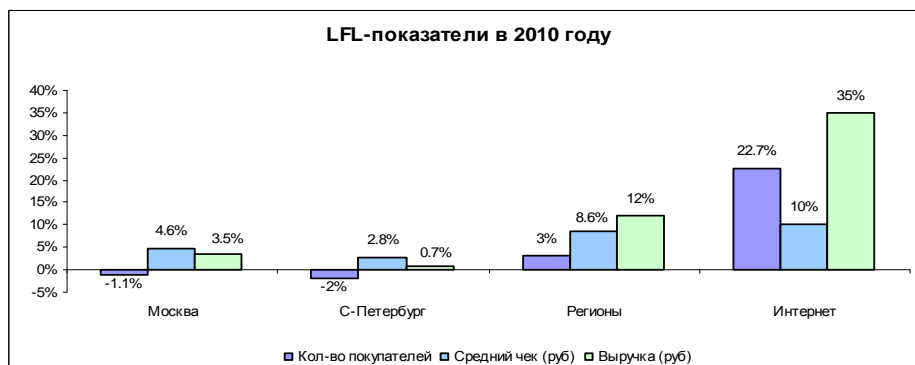


Источник: данные компании

Отметим, что в немалой степени рост LFL-продаж в 2010 году, особенно во 2 и 3 кварталах, был обусловлен эффектом низкой базы, ведь 2009 год был достаточно сложным, хотя «М.Видео» и развивалась лучше рынка. Но даже с учетом этого фактора мы считаем достигнутые результаты сильными.

Рост LFL-выручки по итогам 2010 года был в первую очередь обеспечен региональными магазинами, которые обеспечили 65% сопоставимых продаж розничной сети. LFL-продажи в регионах за год увеличились на 12% за счет увеличения среднего чека на 8,6% и роста трафика на 3%.

Трафик сопоставимых магазинов «М.Видео» в Москве и С-Петербурге по итогам 2010 года продолжил снижаться, что оказало давление и на LFL-выручку, рост которой за год составил лишь 3,5% и 0,7% соответственно. Наибольший рост LFL-выручки продемонстрировал сегмент продаж через Интернет, что было во многом связано с эффектом низкой базы. Существенного влияния на совокупный оборот это направление пока не оказывает, доля Интернет-продаж в общей LFL-выручке компании в 2010 году составила лишь 1,8%. Однако учитывая впечатляющую динамику развития, особенно увеличение количества покупателей, можно предположить, что со временем доля сегмента в продажах «М.Видео» будет расти.



Источник: данные компании

Прогноз выручки повышен в среднем на 14%

Мы повысили наш прогноз выручки «М.Видео», в первую очередь в связи с повышением прогноза открытий новых магазинов, в среднем на 14% на протяжении прогнозного периода. В текущем году мы ожидаем рост выручки компании в рублевом выражении на 28% как за счет открытия 35 новых гипермаркетов, так и за счет увеличения продаж сопоставимых магазинов.



Эффективность деятельности должна вырасти

По итогам 1 полугодия 2010 года показатели рентабельности «М.Видео» снизились по сравнению с январем-июнем 2009 года. Валовая рентабельность составила по итогам полугодия 25,8% против 26,2% годом ранее, а рентабельность по EBITDA сократилась с 5% в 1 полугодии 2009 года до 4,1%. Связано это было, в основном, с эффектом высокой базы из-за результатов 1 квартала 2009 года, который характеризовался «нетрадиционно» высоким уровнем как продаж, так и рентабельности. В связи с этим, мы не рассматриваем снижение показателей рентабельности по сравнению с 1 полугодием 2009 года как негативный фактор, можно говорить о том, что эффективность компании лишь вернулась к своему «нормальному» уровню.

Мы ожидаем, что во 2 полугодии 2010 года рентабельность «М.Видео» была выше, в том числе благодаря фактору сезонности. При этом мы не прогнозируем изменения валовой рентабельности, наш прогноз на год составляет 25,8%. Однако мы ожидаем рост эффективности на уровне EBITDA до 5,8% во 2 полугодии 2010 года и 5,1% в целом за год.

Мы полагаем, что в текущем году «М.Видео», как и прочие розничные компании, будет ощущать некоторое давление со стороны увеличения расходов на оплату труда из-за роста страховых взносов. Кроме того, по мере восстановления рынка коммерческой недвижимости можно ожидать увеличения арендных расходов. Впрочем, у компании есть возможности сдерживать рост расходов, в частности, за счет оптимизации численности персонала, увеличения доли магазинов в собственности, а также работы над прочими статьями расходов, так что снижения эффективности деятельности «М.Видео» мы не ожидаем.

Менеджмент «М.Видео» сохраняет свой среднесрочный прогноз валовой рентабельности на уровне 26%, а рентабельности по EBITDA на уровне 6%. Мы ожидаем, что этот уровень эффективности на уровне валовой прибыли может быть достигнут уже в следующем году. Что касается рентабельности по EBITDA, то здесь наш прогноз более осторожный, мы ожидаем достижения уровня 6% к 2014 году.

По сравнению с предыдущим прогнозом наши ожидания валовой рентабельности остались практически без изменений. Прогноз рентабельности по EBITDA был повышен в среднем на 40 б.п. на протяжении прогнозного периода.

Компания сохраняет среднесрочный прогноз валовой рентабельности на уровне 26% и рентабельности по EBITDA 6%

Прогноз показателей рентабельности

Мы повысили наш прогноз рентабельности по EBITDA в среднем на 40 б.п., в текущем году ожидаем показатель на уровне 5,1%

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Валовая рентабельность							
Предыдущий прогноз	25.5%	25.8%	26.0%	26.2%	26.2%	26.2%	н/д
Новый прогноз	25.8%	25.8%	26.0%	26.2%	26.2%	26.2%	26.2%
Рентабельность по EBITDA							
Предыдущий прогноз	4.8%	4.9%	5.2%	5.4%	5.4%	5.2%	н/д
Новый прогноз	5.1%	5.1%	5.6%	5.8%	6.0%	5.9%	5.9%

Обновление модели

Мы внесли изменения в нашу модель оценки справедливой стоимости акций «М.Видео» с учетом обновленного прогноза операционных и финансовых показателей компании.

Кроме того, ставка дисконтирования снижена с 15,3% до 14,6% в связи с уменьшением безрисковой ставки. Темпы роста в постпрогнозируемом периоде остались без изменений, на уровне 3%. Прогнозный период был увеличен на один год. Целевая цена рассчитана на 12-месячную перспективу.

Модель дисконтированных денежных потоков

\$ млн.	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ЕВИТ	141	206	264	313	353	389
Налог на ЕВИТ	28	41	53	63	71	78
Амортизация	57	64	74	80	87	93
Сарех	100	104	107	100	92	98
Изменение неденежной части оборотного капитала	50	55	90	7	8	9
Денежный поток	19	69	88	223	269	297
Ставка дисконтирования	14,6%					
Фактор дисконтирования		0.90	0.78	0.68	0.60	0.52
Дисконтированный денежный поток		62	69	152	160	154
Сумма ДДП	598					
Темпы роста в постпрогнозируемом периоде	3.0%					
Продленная стоимость	2638					
Приведенная продленная стоимость	1372					
Стоимость компании	1970					
Чистый долг, 2011П	-162					
Стоимость акционерного капитала	2131					
Количество акций, млн.шт.	179,8					
Стоимость на акцию, \$	11,9					

Наша обновленная целевая цена акций «М.Видео» составляет \$11,9. Рекомендация – «Покупать».

Анализ чувствительности модели

Темпы роста в постпрогнозируемом периоде	Ставка дисконтирования				
	13.6%	14.1%	14.6%	15.1%	15.6%
2.0%	12.2	11.7	11.2	10.7	10.3
2.5%	12.6	12.0	11.5	11.0	10.6
3.0%	13.0	12.4	11.9	11.3	10.9
3.5%	13.5	12.8	12.2	11.7	11.2
4.0%	14.0	13.3	12.7	12.1	11.5

Сравнение с мультипликаторами компаний-аналогов

	МСap, \$ млн.	EV, \$ млн.	P/S		EV/EBITDA	
			2010	2011	2010	2011
М.Видео	1672	1663	0.6	0.4	11.4	8.4
Российские ритейлеры						
X5 Retail Group	10966	12840	1.0	0.7	14.6	10.3
Магнит	11807	12089	1.5	1.0	18.9	12.8
Дикси	1201	1458	0.6	0.4	12.3	8.4
О'Кей	2965	3181	1.1	0.8	13.7	11.1
Среднее			1.0	0.7	14.9	10.7
Премия/дисконт к российским ритейлерам			-43.8%	-40.1%	-23.7%	-20.9%
Развитые рынки						
Best Buy	12330	13891	0.2	0.2	4.2	4.0
RadioShack Corp	1586	1656	0.4	0.3	3.6	4.1
Dixons Retail plc	1016	1404	0.1	0.1	3.0	2.7
Kesa Electricals Plc	1123	957	0.1	0.1	2.8	2.5
JB Hi-Fi Ltd	2003	1854	0.8	0.7	10.5	8.1
Среднее			0.3	0.3	4.8	4.3
Премия/дисконт к аналогам развитых рынков			78.7%	51.0%	136.5%	97.1%
Развивающиеся рынки						
Gome Electrical Appliances	6023	7393	0.8	0.7	17.1	14.0
Pertama Holdings Ltd	87	37	0.3	-	3.3	-
Funtalk China Holdings Ltd	309	497	0.3	0.2	6.0	5.1
Globex Utilidades S.A.	5182	n/a	1.1	-	-	-
Trikonsel Oke Tbk PT	309	458	0.5	0.4	11.7	9.4
Среднее			0.6	0.5	9.6	9.5
Премия/дисконт к аналогам развивающихся рынков			-1.6%	-3.5%	18.8%	-11.3%

Источник: Bloomberg, прогнозы и расчеты ИК «Проспект»

«М.Видео», как и прочие российские ритейлеры, торгуется с существенной премией к аналогам, работающим на развитых рынках, что объясняется в первую очередь более высокими темпами роста. По сравнению с отечественными продуктовыми ритейлерами бумаги «М.Видео» торгуются с дисконтом. Также акции компании по рыночным мультипликаторам на основе прогнозных финансовых показателей 2011 года дешевле аналогов развивающихся рынков.

Прогнозный отчет о прибылях и убытках

\$ млн.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Выручка	2 862	3 840	4 858	5 768	6 603	7 406	8 182
Себестоимость	2125	2851	3593	4256	4871	5464	6037
Валовая прибыль	737	989	1 265	1 512	1 731	1 942	2 145
<i>Валовая рентабельность</i>	<i>25.8%</i>	<i>25.8%</i>	<i>26.0%</i>	<i>26.2%</i>	<i>26.2%</i>	<i>26.2%</i>	<i>26.2%</i>
SG&A	662	879	1098	1295	1472	1648	1822
Прочие операционные доходы, net	23	31	39	46	53	59	65
Операционная прибыль	99	141	206	264	313	353	389
<i>Операционная рентабельность</i>	<i>3.4%</i>	<i>3.7%</i>	<i>4.2%</i>	<i>4.6%</i>	<i>4.7%</i>	<i>4.8%</i>	<i>4.8%</i>
Финансовые расходы, net	-0.1	0.7	0.6	0.5	0.3	0.1	0.0
Прибыль до налогообложения	99	140	205	263	312	353	389
Налог на прибыль	36	49	70	87	97	106	117
Чистая прибыль	63	91	136	176	215	247	272
<i>Чистая рентабельность</i>	<i>2.2%</i>	<i>2.4%</i>	<i>2.8%</i>	<i>3.1%</i>	<i>3.3%</i>	<i>3.3%</i>	<i>3.3%</i>

Прогнозный баланс

\$ млн.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Денежные средства и эквиваленты	228	203	203	190	288	407	529
Запасы	574	741	934	1106	1267	1421	1570
Дебиторская задолженность	99	127	160	190	218	244	270
Прочие текущие активы	38	38	38	35	32	29	25
Итого текущие активы	938	1109	1336	1523	1805	2101	2394
Основные средства	242	291	339	371	387	390	392
Нематериальные активы	18	21	24	27	29	32	35
Прочие долгосрочные активы	62	67	64	62	60	61	67
Итого долгосрочные активы	322	379	426	460	476	483	494
Всего активы	1260	1489	1762	1983	2281	2584	2888
Банковские займы	7	7	7	7	7	7	7
Кредиторская задолженность	774	890	1028	1106	1254	1392	1522
Прочие текущие обязательства	101	132	165	196	226	257	289
Итого краткосрочные обязательства	882	1029	1200	1310	1487	1656	1819
Банковские займы	33	34	36	36	36	36	36
Прочие долгосрочные обязательства	19	31	37	44	51	59	67
Итого долгосрочные обязательства	52	65	73	81	88	95	104
Уставный капитал	59	62	65	65	65	65	65
Добавочный капитал	151	158	164	167	166	166	166
Нераспределенная прибыль	116	175	260	360	474	600	733
Итого капитал	326	395	489	592	706	832	965
Всего обязательств и акционерного капитала	1260	1489	1762	1983	2281	2584	2888

Прогнозный отчет о движении денежных средств

\$ млн.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Чистая прибыль за год	63	91	136	176	215	247	272
Налог на прибыль	36	49	70	87	97	106	117
Процентные платежи и купонные выплаты	0	1	1	0	0	0	0
Амортизация	48	57	64	74	80	87	93
Прочие статьи	20	17	11	4	0	0	0
Изменение в оборотном капитале							
Изменение дебиторской задолженности	-64	-24	-28	-28	-28	-26	-26
Изменение товаров и запасов	-64	-141	-161	-161	-161	-154	-149
Изменение кредиторской задолженности	81	79	100	66	148	138	130
Прочие статьи	26	24	25	25	25	24	23
Денежные средства от операционной деятельности	145	153	216	243	377	422	460
Уплаченный налог на прибыль	-36	-49	-70	-87	-97	-106	-117
Уплаченные проценты	0	-1	-1	0	0	0	0
Денежный поток от основной деятельности	109	103	145	156	280	316	344
Приобретение основных средств и компаний	-96	-100	-104	-107	-100	-92	-98
Приобретение НМА	-3	-2	-2	-2	-3	-3	-3
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-98	-102	-106	-110	-103	-95	-101
Кредиты и займы	39	0	0	0	0	0	0
Дивиденды	-14	-26	-39	-59	-79	-101	-121
Денежный поток от финансовой деятельности	26	-26	-39	-59	-79	-101	-121
Увеличение денежных средств	37	-25	0	-13	98	119	122
Денежные средства на начало года	203	228	203	203	190	288	407
Денежные средства на конец года	228	203	203	190	288	407	529

Аналитический отдел + 7 (495) 937 3363

Потавин Александр

Начальник отдела
тел.: +7 (495) 933-32-34
доб. тел.: 6188
potavin@itinvest.ru

Самарец Ольга

Потребительский сектор
доб. тел.: 6170
samarets@prsp.ru

Солодин Дмитрий

Технический анализ
тел.: +7 (495) 933-32-34
solodin@itinvest.ru

Егишянц Сергей

Макроэкономика, мировые рынки
тел.: +7 (495) 933-32-34
egishynts@itinvest.ru

Трейдинг + 7 (495) 937 3363

Лобанов Александр

Начальник отдела
lobjr@prospect.com.ru

Кузнецова Ирина

kuznetsova@prospect.com.ru

Хмельник Михаил

hop@prospect.com.ru

Синельщикова Екатерина

skat@prsp.ru

Зуев Дмитрий

zouev@prospect.com.ru

Билялов Энвер

bilyalov@prospect.com.ru

Гусев Николай

ngusev@prospect.com.ru

Брокерская группа «Ай Ти Инвест - ПРОСПЕКТ»

119180, Москва, 1-й Голутвинский пер., д. 6

Тел.: +7 (495) 937 3363

Факс: +7 (495) 937 3360

www.prospect.com.ru

www.itinvest.ru

www.prospect.com.ua

www.plasma-prospect.com

Представленная информация базируется на достоверных источниках.

Тем не менее, содержание данного аналитического обзора может использоваться только в информационных целях.

Брокерская группа «Ай Ти Инвест - Проспект» не несет ответственности за точность представленных данных.

Данный документ не является предложением на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг.

Он также не является рекомендацией на покупку или продажу ценных бумаг, упомянутых в отчете.

Брокерская группа «Ай Ти Инвест - Проспект» и ее сотрудники, включая тех, кто готовил этот отчет, могут иметь позиции, а также покупать и продавать ценные бумаги упомянутых в отчете компаний.

Инвестирование в странах СНГ является исключительно рискованным, поэтому инвесторы должны самостоятельно тщательно проработать свое решение.

Все права на данный аналитический отчет принадлежат Брокерской группе «Ай Ти Инвест - Проспект».

Перепечатка целиком или отдельными частями без письменного разрешения Брокерской группы «Ай Ти Инвест - Проспект» не допускается.