



Высшая
школа
бизнеса

Финансовый менеджмент
Стратегический менеджмент

0074-1-1

Д.Г. Лапин

СОВРЕМЕННЫЕ РЕАЛИИ МИРА ЭЛЕКТРОНИКИ: В ПОИСКАХ НОВЫХ ВЕРШИН

Данный учебный кейс разработан Дмитрием Геннадьевичем Лапиным (доцент Департамента финансового менеджмента Высшей Школы Бизнеса НИУ ВШЭ).

По вопросам доступа к материалам из Коллекции учебных кейсов Высшей школы бизнеса НИУ ВШЭ просьба обращаться по адресу электронной почты: cases@hse.ru или через форму обратной связи на сайте: <https://gsb.hse.ru/csc>

© Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», 2025 г.

Компания «Ансгар» одна из молодых высокотехнологичных российских компаний, специализирующаяся на внедрении передовых цифровых решений для крупных и малых промышленных предприятий. Являясь разработчиком программного обеспечения и производителем оборудования, компания приблизилась к предприятию полного цикла, что позволяет ей развиваться и конкурировать в этой динамичной отрасли. Не все так безоблачно и просто, но ее основатели с оптимизмом смотрят в будущее и ищут возможности укрепления бизнеса. С этого и началась в конце июля 2024 года очередная встреча основателей компании, на которой подводя итоги первого полугодия, было решено обсудить возможные направления инвестирования сформированного в компании капитала. Но, как и бывает, от слов к делу очень большой путь.

- Можно утверждать, что по итогам первого полугодия мы вышли на денежный остаток в 25 млн. рублей. – уверенно сказала главный бухгалтер.

Как профессионал, привыкший работать с цифрами и фактами, в этом обстоятельстве она была полностью уверена.

- Отлично, нам осталось не так много, и мы можем начать собственное производство оборудования и наконец перейти на полный цикл! – вдохновлённо отметил Алексей.

Алексей, один из сооснователей компании и директор по разработке Hardware. В этом порыве он был не одинок. Вячеслав, его коллега и также стоявший у истоков компании, директор по разработке software, разделял эту идею. Несколько лет назад их всех объединил Дмитрий, став генеральным директором компании и одним из ее основателей. Во много Алексей и Вячеслав стали операционными директорами, представляя профессионалов в своем направлении.

- Мысль интересная и заслуживает внимания, но..., - Дмитрий взял паузу, подбирая слова. - Старт собственной производственной линии требует гораздо больше, чем то, что у нас есть сейчас. И это нельзя не принимать в расчет.

- Вот с этого момента прям вся мечта вдребезги, - энтузиазм немного угас в голосе Алексея.

- Да, это конечно так, но может найти способ как преумножить этот капитал. Сейчас так быстро все меняется, и я, хоть и не специалист в инвестициях, но со всех стороны только и слышу, что, то один, то другой зарабатывает. Кто на акциях, кто на еще чем, - Вячеслав дополнил мысль Алексея. - Мы, конечно, спецы в другом, но кто нам мешал подумать об этом.

- Коллеги, финансы и инвестиции – это не казино. Здесь надо хорошо все обдумать.

Диля решила не оставаться в стороне от дискуссии, - А какие сроки реализации стратегии по запуску собственной линии производства? - просила она.

- Рынку нужно здесь и сейчас, но в пределах года окно возможностей еще будет открыто, - взвешенно и уверенно ответил Дмитрий. – Нам надо порядка 50 млн. рублей на свое производство. Предлагаю следующий подход. Через неделю также соберемся и обсудим возможные варианты инвестирования. Кто за?

Все присутствующие утвердительно подняли руки, хотя некоторым из них уже очень хотелось окунуться в мир инвестиций примерить на себя роль бизнесмена с Уолл-Стрит. В памяти всплывали образы главных героев из известных фильмов, которым удавалось поймать удачу за хвост и преумножить свой капитал сделав несколько успешных сделок.

Вернувшись в свой кабинет Вячеслав окунулся в привычную череду рабочих задач, одной из которых на тот день был анализ тенденций онлайн решений для бизнеса.

Анализируя новостную ленту, он обратил внимание на новость о создании в Группе «М.Видео-Эльдорадо» в мае 2024 год специализированной дирекции по электронной коммерции, которая будет отвечать за онлайн-продажи, что по замыслу руководства Группы отражало стремление компании в приоритезации развития электронной коммерции и росте онлайн-продаж¹. Эта новость была еще одним позитивным подтверждением правильности стратегического видения перспектив онлайн-решений, разрабатываемых компанией «Ансгар». Только что завершившаяся встреча и обсуждаемые на ней вопросы были свежи и это заставило Вячеслава взглянуть на эту новость под новым, не свойственным для него, финансовым углом. В новостях сообщалось, что продажи на маркетплейсе «М.Видео-Эльдорадо» выросли в 1 квартале 2024 года на 33% год к году, ассортимент маркетплейса увеличился в 1,5 раза в годовом сопоставлении, с площадкой работает уже 860 поставщиков, что вдвое больше, чем в начале 2023 года, а средний чек партнёрских товаров увеличился в 1,5 раза, достигнув 7,5 тысяч рублей. «А что, может быть это хорошая идея – акции!» - подумал Вячеслав, сделав запись в своем дневнике.

Неделя до запланированной встречи прошла быстро, много задач и вопросов.

- И так, мы договаривались с вами обсудить инвестиционные варианты и прикинуть наши возможности. – Дмитрий окинул взглядом участников встречи.

- Да, верно, - Вячеслав подтвердил слова Дмитрия, - и вот о чем я подумал – Фондовый рынок! Многие заметили, что за прошедшую пару лет акции многих компаний сильно подешевели и сейчас имеют потенциал роста. Какие-то стали дешевле на 50%, какие-то в 2 раза. Но, как и многие, компании приспосабливаются и снова встают на ноги. Так и мы можем использовать их рост в нашу пользу. Купить сейчас, получить прибыль и вот – наша мечта у нас в кармане!

- Как идея инвестирования как такового, звучит интересно. Но кого ты имеешь ввиду? Тут надо конкретно обсуждать показатели Компании» - спросил Дмитрий.

- Верно, и вот о ком я подумал – «М.Видео». Посмотрите, они дешевле чем когда-либо, а финансовые результаты идут в гору. Вот, что я успел собрать по материалам Компании к этому моменту, - Вячеслав включил презентацию (рис. 1).

¹ https://www.mvideodorado.ru/fileadmin/user_upload/news-240524.pdf



Рисунок 1. Котировки акций ПАО «М.Видео»

Источник: Investing.com.

Группы «М.Видео-Эльдорадо» (далее – Группа) — ведущая российская торговая сеть по продаже электроники и бытовой техники, которая была образована после приобретения дочерней компанией ПАО «М.Видео» розничных сетей ООО «Эльдорадо» и ООО «Медиа-Сатурн-Руссланд» (российский бизнес немецкой компании MediaMarktSaturn) в 2018 году. На конец 2023 г. ей принадлежит сеть из 1 242 магазинов «М.Видео», «Эльдорадо» и «М.Компакт» в 362 городах России. Дмитрий и его коллеги прекрасно знали, что с начала 2022 года большинство западных и часть азиатских производителей бытовой техники и электроники приостановили деятельность в России. Деятельность Группы «М.Видео-Эльдорадо» это также затронуло и сказалось нехваткой товаров как на складах, так и магазинах. Именно продажи западных и части азиатских производителей обеспечивали Группе² порядка 70% выручки, а свыше 50% оборота приходилось на три бренда: Apple, Samsung и LG, которые официально прекратили поставку техники в Россию в марте 2022 года. По итогам 2022 года продажи этой категории товаров сократились на 15,4%, до 2,2 трлн рублей³. Чтобы восполнить нехватку товаров в своих магазинах, компании пришлось развивать собственный параллельный импорт⁴, что потребовало от компании авансовых платежей поставщикам и производителям⁵. По итогам 2023 года доля товаров в ассортименте, которую «М.Видео-Эльдорадо» импортировала сама, достигла примерно 30%⁶. А уже в марте 2024 глава компании сообщил, что

² <https://www.comnews.ru/content/232015/2024-03-13/2024-w11/1007/mvideo-eldorado-osvoilas-parallelnym-importom>

³ <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2023/05/10/974305-iz-za-uhoda-zarubezhnih-brendov-prodazhi-bitovoi-tehniki-upali>

⁴ https://www.rbc.ru/interview/technology_and_media/06/12/2023/656c69639a79477110c396cd

⁵ <https://www.rbc.ru/business/25/05/2022/628def789a7947289a4c2e05>

⁶ https://mvideoeldorado.ru/fileadmin/user_upload/annual_reports/ru/2023/annual_report_of_m-video_2023_ru.pdf

ритейлеру удалось вернуть на свои полки почти все бренды⁷.

В целях повышения операционной эффективности Компания изменила подход к формату торговых точек и у Компании появились магазины малого формата «М-компакт»⁸, затраты на содержание которых примерно в три раза ниже⁹. По итогам 2023 года компания открыла 62 магазина малого формата и вышла в 15 новых городов¹⁰. В первом квартале 2024 года появилось еще 15 таких магазинов, в том числе в трех новых для компании городах¹¹.

- А что у компании с онлайн продажами? Про это что-то удалось найти? – спросил Дмитрий.

- Да, из в этом направлении много что сделано, - Вячеслав перелистнул слайды презентации.

МАРКЕТПЛЕЙС КАК ИСТОЧНИК РОСТА

Ритейлер стал уделять больше внимания собственному маркетплейсу. В хронологии группы 2022—2023 указаны как период масштабирования специализированного маркетплейса¹². Компания еще в 2017 году запустила собственный маркетплейс goods.ru, но в 2021 году продала контрольную долю Сберу, и сейчас площадка известна как «Мегамаркет». А с 2020 года ритейлер развивает маркетплейс на базе онлайн-площадок «М.Видео» и «Эльдорадо»¹³. В итоге по результатам первого квартала 2024 года продажи маркетплейса «М.Видео-Эльдорадо» выросли на 33% год к году¹⁴, ассортимент сторонних продавцов — на 26%, общий ассортимент — на 15%, а средний чек — в полтора раза¹⁵. Так же компания начала развивать торговлю и доставку техники совместно с «Мегамаркетом», Ozon и «Яндекс Маркетом»¹⁶. В 2023 году ритейлер отчитался, что запустил продажи на Wildberries и стал крупнейшим партнером «Яндекс Маркета» по числу магазинов с возможностью самовывоза¹⁷.

- Так, а что у них с финансами и операционными результатами? Слава, ты знаешь, тут надо все посмотреть.

- Дима, ты прав. И это мне тоже удалось собрать. Я анализ не делал, как раз бухгалтер нам в этом поможет, - ответил Вячеслав. - Все идет в гору. EBITDA

⁷ <https://www.comnews.ru/content/232015/2024-03-13/2024-w11/1007/mvideo-eldorado-osvoilas-parallelnym-importom>

⁸ <https://tass.ru/ekonomika/17443303>

⁹ <https://www.retail.ru/news/m-video-prodolzhit-razvitie-formata-magazinov-m-kompakt-31-maya-2023-229199/>

¹⁰ <https://www.mvideoeldorado.ru/ru/akcioneram-i-investoram/novosti/detail/3150>

¹¹ <https://www.mvideoeldorado.ru/ru/akcioneram-i-investoram/novosti/detail/3211>

¹² https://mvideoeldorado.ru/fileadmin/user_upload/annual_reports/ru/2023/annual_report_of_m-video_2023_ru.pdf

¹³ <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2020/07/23/835241-mvideo-eldorado-zapuskayet-marketpleis>

¹⁴ <https://www.mvideoeldorado.ru/ru/akcioneram-i-investoram/novosti/detail/2909>

¹⁵ <https://tass.ru/interviews/18990341?ysclid=lx99b4hnb606484203>

¹⁶ <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2022/05/15/922114-mvideo-eldorado-yandeksmarkete>

¹⁷ https://mvideoeldorado.ru/fileadmin/user_upload/annual_reports/ru/2023/annual_report_of_m-video_2023_ru.pdf

больше, чем в 2021 году в 2,5 раза, объем продаж тоже на высоте. Я собрал в таблицу, вот посмотри (табл. 1).

Таблица 1. Операционные и финансовые результаты «М.Видео-Эльдорадо» по годам, млрд. рублей

Показатель	2019	2020	2021	2022	2023
Общие продажи группы	437,5	504,8	570,7	488,7	540,4
Общие онлайн-продажи	144,0	300,4	386,9	326,8	386,0
Количество магазинов, штук	1038	1074	1258	1226	1242
Выручка	365,2	417,9	476,4	402,5	434,4
Скорректированная EBITDA	26,7	28,5	9,1	15,5	21,5
Скорректированная чистая прибыль	11,2	12,2	-7,5	-6,7	-5,2
Чистый долг (Net Debt)	44,7	40,5	57,1	65,5	67,8
NetDebt/EBITDA	-	-	-	4,5	3,2
Дивиденд, руб./акцию	63.37	38	0	0	0

Источник: данные компании.

- Да, выглядит оптимистично, но все же показатели все еще ниже результатов 2021 года¹⁸, - отметил Дмитрий. – Смотри, у компании большой долг, а процентные ставки сейчас очень высокие.

- Ставки дело временное, они упадут и тогда акции еще взлетят. А вот с долгами компания работает. По итогам 2023 года мультипликатор «чистый долг / EBITDA» составило 3,2× — против 4,5× годом ранее¹⁹. Кроме того, руководство «М.Видео-Эльдорадо» ожидает дальнейшего снижения показателя к концу 2024 года²⁰. Эксперты полагают, что в перспективе 2025 год отношение чистого долга к EBITDA может снизиться до показателя 2-2,5х. Даже если они просто выйдут на уровень 2020 - это уже означает взлет акций.

- И это может быть сигналом по дивидендам, - добавил Дмитрий.

Несмотря на положительную динамику результатов конца 2023 – начала 2024 годов, в середине мая 2024 года совет директоров компании одобрил увеличение уставного капитала путем проведения дополнительной эмиссии акций «М.Видео-Эльдорадо» в размере 30 млн. штук, что соответствует 17% акционерного капитала²¹.

Уставный капитал компании составлял 1,797 млрд руб., он был разделен на 179,77 млн акций стоимостью 10 рублей за акцию²². 2 июля 2024 года Центральный

¹⁸ <https://www.mvideoeldorado.ru/ru/shareholders-and-investors/results-and-reports/results-center>

¹⁹ <https://www.rbc.ru/story/658c8bf99a7947aa57f65661>,

²⁰ <https://www.mvideoeldorado.ru/ru/akcioneram-i-investoram/novosti/detail/3211>

²¹ <https://www.mvideoeldorado.ru/ru/akcioneram-i-investoram/novosti/detail/3195>

²² <https://www.e-disclosure.ru/portal/event.aspx?EventId=p2Mnr6gJ8kqiMZP9rfHAPg-B-B>

банк России зарегистрировал данную дополнительную эмиссию. Представители Группы сообщили, что компания имеет право осуществить размещение акций в любое время в течение года. После завершения дополнительной эмиссии общее количество акций компании достигнет 209,77 млн штук. По заявлениям компании, привлеченные в ходе размещения средства будут направлены на достижение целевого уровня долговой нагрузки по показателю Net Debt/EBITDA для формирования дивидендной привлекательности бумаг. «Сделка позволит улучшить показатели финансовой ликвидности и сохранить гибкость при принятии операционных, финансовых и инвестиционных решений» — отмечается в сообщении Компании.

- А что у компании с кредитным рейтингом? — спросила Диля.

- В конце февраля 2024 года АКРА установило облигациям «М.Видео» позитивный прогноз, а рейтинг был подтвержден на уровне A(RU)²³. А в марте 2024 года рейтинговое агентство «Эксперт РА» подтвердило кредитоспособность ПАО «М.Видео» на уровне ruA, с прогнозом по рейтингу «стабильный»²⁴. Вячеслав уже почувствовал себя в роли финансиста.

- Я бы также добавила вариант облигаций, — добавила Диля, — Риск там ниже, хотя вероятность банкротства около 20% — это много для консервативного инструмента. Доходность к погашению до 25% годовых. Пусть не такой большой выигрыш, но и вероятность сохранить наши средства куда как больше, чем в акциях (рис. 2).

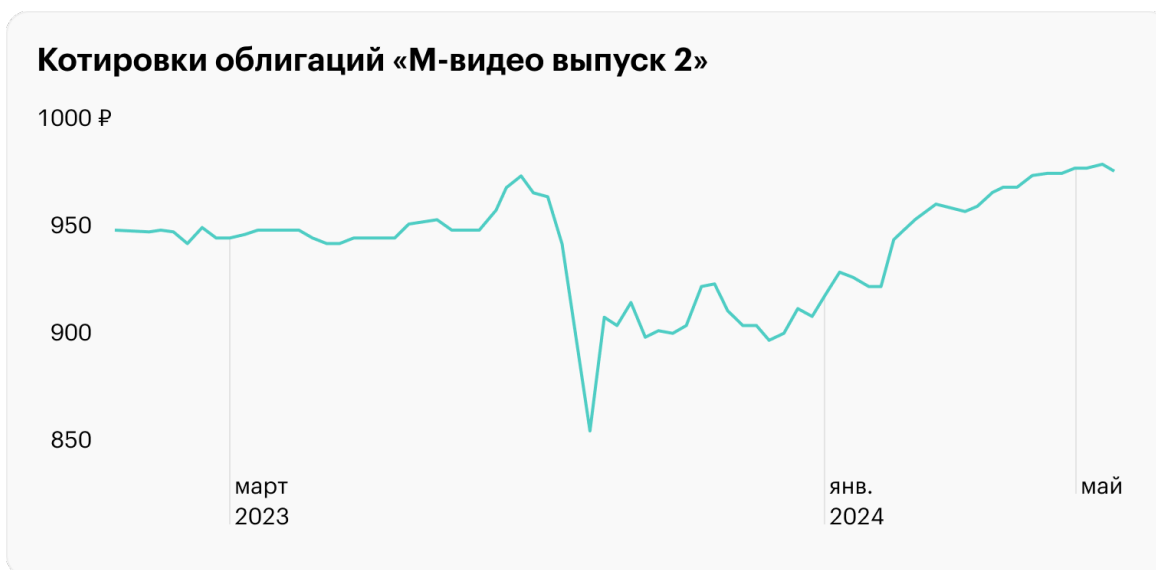


Рисунок 2. Котировки облигаций «М-видео выпуск 2»

Источник: Т-Инвестиции.

По состоянию на март 2024 года в обращении находилось 4 выпуска биржевых облигаций «МВ Финанс» на 31 млрд. рублей²⁵. Положительный момент — это

²³ <https://www.acra-ratings.ru/press-releases/4633/>

²⁴ <https://raexpert.ru/releases/2024/mar18a>

²⁵ <https://rusbonds.ru/news/20240313162200971580>

погашение одного из выпусков облигаций на сумму 4,2 млрд рублей в апреле 2024 года в полном объеме²⁶. В августе 2024 года Компания отчиталась о погашении облигаций серии 001P-02 на сумму 9 млрд. руб. за счет собственных операционных средств.

- Информации много, надо все взвесить и просчитать. Только так мы сможем принять решение: акции, облигации или подождать. – подвел итог Дмитрий.

Вариант был интересным, но и рискованным, как часто оно и бывает!

ПРИЛОЖЕНИЯ

ФРАГМЕНТ

Положения о дивидендной политике Публичного акционерного общества «М.видео» (утверждено «05» февраля 2021 г. решением Совета директоров Публичного акционерного общества «М.видео» Протокол № 195/2021 от 08.02.2021 г.)

Статья 3. Условия выплаты Дивидендов

3.1. Общество выплачивает Дивиденды при соблюдении следующих условий:

- наличие у Общества чистой прибыли в отчетном периоде, за который объявляются Дивиденды, и/или нераспределенной прибыли, прошлых лет, отражённых в бухгалтерской (финансовой) отчетности, составленной в соответствии с законодательством Российской Федерации о бухгалтерском учете;
- отсутствие ограничений на выплату Дивидендов, предусмотренных законодательством Российской Федерации;
- наличия рекомендаций Совета директоров;
- принятия соответствующего решения Общим собранием акционеров Общества.

Статья 4. Определение размера дивиденда

4.1. При определении рекомендуемого размера Дивидендов Совет директоров Общества руководствуется законодательством РФ, настоящим Положением, рекомендациями Комитета по аудиту при Совете директоров по размеру чистой прибыли, направляемой на выплату Дивидендов, финансовыми результатами деятельности и предложениями исполнительных органов компаний Группы «М.Видео-Эльдорадо».

4.2. Совет директоров Общества при определении размера Дивидендов, рекомендуемых Общему собранию акционеров Общества, считает своим приоритетом обеспечение выплаты Дивидендов таким образом, чтобы размер средств, направляемых на выплату Дивидендов за отчетный год, составлял не менее 100 % Консолидированной чистой прибыли по МСФО (IAS) 17 при условии, что

²⁶ https://www.mvideoeldorado.ru/fileadmin/user_upload/news-240524.pdf

коэффициент отношения Чистый долг по МСФО (IAS) 17 к EBITDA по МСФО (IAS) 17 на конец последнего отчетного года равен и/или менее 2,0.

В случае, если коэффициент отношения Чистый долг по МСФО (IAS) 17 к EBITDA по МСФО (IAS) 17 на конец последнего отчетного года составляет более 2,0, определение рекомендуемого размера Дивидендов будет осуществляться с учетом положений п. 2.1. и 4.4 настоящего Положения.

4.3. При определении размера Дивидендов на одну обыкновенную акцию в соответствии с п. 4.2 Положения полученный результат округляется до целого числа копеек в меньшую сторону. С учетом данного условия фактическое соотношение дивидендных платежей к размеру Консолидированной чистой прибыли по МСФО (IAS) 17, указанному выше, может незначительно отклоняться в меньшую сторону.

4.4. Совет директоров Общества при выработке рекомендаций по размеру Дивидендов может использовать различные показатели финансово-хозяйственной деятельности.

Таблица 2. Агрегированные финансовые показатели компании ПАО «М.Видео» за 2019-2023 гг.

Показатель	2019	2020	2021	2022	2023
Торговый оборот GMV, млрд. руб.	437.5	504.8	570.7	489.0	540.4
Онлайн продажи, млрд. руб.	144.0	300.4	387.0	327.0	386.0
Доля онлайн продаж, %	33%	60%	68%	67%	71%
Выручка, млрд. руб.	365.2	418.0	476.4	402.5	434.4
Операционная прибыль, млрд. руб.	24.1	22.9	5.76	7.75	16.3
EBITDA, млрд. руб.	26.8	28.5	9.13	15.5	21.5
Чистая прибыль, млрд. руб.	9.09	6.54	-7.49	-6.73	-5.20
Операционный денежный поток, млрд. руб.	18.1	31.0	19.9	3.76	16.8
CAPEX, млрд. руб.	9.34	7.91	14.6	6.04	6.80
FCF, млрд. руб.	-2.25	12.9	-9.35	-12.5	-1.74
Дивиденд, руб./акцию	63.37	38	0	0	0
Операционные расходы, млрд. руб.	67.0	76.3	83.6	68.7	75.0
Себестоимость, млрд. руб.	274.1	322.8	388.8	319.4	343.0
Процентные расходы, млрд. руб.	12.3	11.8	7.90	12.7	15.7
Активы, млрд. руб.	349.6	390.1	443.4	334.0	360.0
Чистые активы, млрд. руб.	32.1	33.6	23.2	6.38	-0.200
Долг, млрд. руб.	49.4	47.9	69.1	95.7	86.4
Наличность, млрд. руб.	4.74	7.44	12.1	30.2	18.7
Чистый долг, млрд. руб.	44.7	40.5	57.0	65.5	67.7
Собственный капитал, млрд. руб.	32.1	33.6	23.2	6.38	-0.200
Цена акции, руб.	518.6	715.1	437.9	160.8	164.0

Показатель	2019	2020	2021	2022	2023
Число акций (среднегодовая), млн. штук	179.8	179.8	179.8	179.8	179.8
Капитализация, млрд. руб.	93.2	128.6	78.7	28.9	29.5
EV, млрд. руб.	137.9	169.0	135.8	94.4	97.2
Балансовая стоимость, млрд. руб.	-36.9	-37.2	-54.6	-70.1	-73.6
EPS, руб.	50.6	36.4	-41.7	-37.4	-28.9
FCF/акцию, руб.	-12.5	71.9	-52.0	-69.6	-9.68
Рентабельность EBITDA, %	7.3%	6.8%	1.9%	3.8%	4.9%
ROE, %	28.3%	19.5%	-32.3%	-105.4%	2331.0%
ROA, %	2.6%	1.7%	-1.7%	-2.0%	-1.4%
P/E	10.3	19.7	-10.5	-4.30	-5.67
P/FCF	-41.5	9.94	-8.42	-2.31	-16.9
P/S	0.26	0.31	0.17	0.07	0.07
P/BV	-2.53	-3.45	-1.44	-0.41	-0.40
EV/EBITDA	5.16	5.94	14.9	6.10	4.52
Долг/EBITDA	1.67	1.42	6.25	4.23	3.15
WACC		14%			25.42%

Источник: составлено авторами на основании годовой финансовой отчетности ПАО «М.Видео»).