

## Интернет-гипермаркет электроники Ютинет.Ру: стремительный рост технологий

<b>Первичное публичное предложение (ИПО)</b>	
Последнее обновление финансовой модели	17 июня 2011 г.
Сектор	Интернет-ритейл

<b>Стоимость акционерного капитала, млрд. руб.</b>	
Верхняя граница	<b>9,19</b>
Нижняя граница	<b>8,57</b>

<b>Описание компании</b>	
Ютинет.Ру — российская компания, работающая в сфере интернет-торговли бытовой техникой и электроникой, лидер на рынке онлайн-продаж ноутбуков. Стратегическая цель Компании - стать лидером на российском рынке интернет-торговли электроникой за счет расширения товарных категорий, региональной экспансии и развития уникальной платформы выбора товаров.	

Максим Клягин  
klyagin@finam.ru

[www.utinet.ru](http://www.utinet.ru)



**Мысли масштабно —  
инвестируй в инновации и  
рост**

Уважаемые инвесторы!  
Вы можете принять участие в ИПО  
ОАО «Платформа ЮТИНЕТ.РУ».

Более подробную информацию Вы  
можете получить [здесь](#).

В июле 2011 г. состоится ИПО одного из лидеров российского рынка интернет-торговли – ОАО «Платформа ЮТИНЕТ.РУ». Ведущий игрок в сегменте онлайн-продаж ноутбуков с самым широким товарным ассортиментом, Ютинет.Ру в 1 кв. 2011 г. увеличил продажи на 271,1%, а среднесуточную аудиторию – на 148,1% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Учитывая значительные перспективы роста рынка интернет-торговли, принимая во внимание уникальные рыночные позиции самой Компании, а также ее ориентацию на увеличение конверсии и лояльности посетителей, выход в новые товарные группы и активное развитие современных технологий выбора товаров, мы полагаем, что ее акции представляют интерес для инвесторов.

Среди основных драйверов роста Компании в будущем можно выделить:

**Высокий потенциал роста российского рынка бытовой техники и электроники (БТиЭ).** Потребление техники и электроники в России после кризиса растет ускоренными темпами и сохраняет существенные перспективы роста. При этом доля онлайн-продаж в структуре розничной торговли потребительской электроникой составляет всего 9%, что в 3-4 раза ниже, чем в ЕС и США. Мы считаем, что именно интернет-магазины обладают наиболее высоким потенциалом роста продаж – среднегодовой прирост их выручки (CAGR) в 2010-2017 гг. составит 30%.

**Распространение успешного опыта Ютинет.Ру на столичном рынке ноутбуков на новые товарные направления и регионы.** Около 50% трафика сайта [www.utinet.ru](http://www.utinet.ru) формирует региональная интернет-аудитория, использующая ресурс как удобную площадку для поиска товаров. С целью повышения конверсии пользователей в покупателей Компания запустила продажи в Санкт-Петербурге, а в ближайшие 2 года планирует представить свои услуги в городах с населением более 1 млн. человек.

Запуск продаж и уникальной системы подбора товаров по целям использования – офисной техники, мобильных телефонов, бытовой техники и видео- и аудиоаппаратуры – позволит Компании существенно увеличить трафик и конверсию. Мы прогнозируем стремительный рост выручки Компании с CAGR 89,9% в 2010-2015 гг. При этом CAGR ежедневной аудитории в этот период может достичь 76,8%.

**Риски:** рост конкуренции с оффлайн-магазинами, падение потребительского спроса на электронику и бытовую технику, невысокие результаты от экспансии в регионы и новые товарные группы.

Проведенная нами оценка показала, что справедливая стоимость собственного капитала Ютинет.Ру составляет от 8,57 млрд. руб. до 9,19 млрд. руб. (или 429-460 руб. за 1 акцию). Верхняя граница оценки получена методом DCF (медиана WACC - 17,2%, 3% - TGR), а нижняя - на основе прогнозных мультипликаторов 2011-2013 P/E и EV/EBITDA для интернет-компаний с развивающихся рынков. Верхняя граница соответствует дисконту в 18% к MercadoLibre и 27% – к Amazon.com исходя из прогноза P/E 2012. Нижняя граница предусматривает дисконт к обозначенным аналогам в 23% и 32% соответственно.

## Ограничение ответственности

Настоящий документ подготовлен авторами независимо от ОАО «Платформа ЮТИНЕТ.РУ» («Компания») и соответствующих продающих акционеров (совместно упоминаются как «Продающие Акционеры»). ФИНАМ не имеет каких-либо полномочий предоставлять какую-либо информацию или делать какие-либо заявления или давать гарантии от имени Компании или любого Продающего Акционера или любого другого лица в связи с этим. В частности, мнения, оценки и предположения, озвученные в документе, являются полностью мнениями, оценками и предположениями авторов документа и не выражаются ФИНАМом в качестве агента Компании, любого Продающего Акционера или любого другого лица или в качестве менеджера или андеррайтера любого размещения.

ФИНАМ и/или одно или более его аффилированных лиц является или могут выступать в качестве андеррайтера при предложении ценных бумаг Компании. Настоящий документ не является или не составляет часть любого предложения или приглашения подписаться или купить любые ценные бумаги, а также он или любая его часть не формирует основу или на него не стоит полагаться в связи с любым договором или договоренностью какого бы то ни было характера. Любое решение о покупке или подписке на ценные бумаги Компании в рамках любого размещения должно приниматься исключительно на основе информации, приведенной в проспекте или другой брошюре с предложением купить акции, выпущенной Компанией в связи с таким размещением.

Настоящий документ основан на информации, которую мы считаем надежной, но ФИНАМ не проводил независимую проверку содержания настоящего документа. Высказанные в настоящем документе мнения, оценки и предположения выражены на настоящий момент и могут быть изменены без предупреждения. Заявление или гарантия, открытая или подразумеваемая, не предоставляется, и не следует полагаться на объективность, точность, полноту или обоснованность информации, мнений и предположений, озвученных в настоящем документе. ФИНАМ, Компания, любой Продающий Акционер или любое другое лицо не принимают на себя какую бы то ни было ответственность за любой убыток, какой бы ни возникал в связи с любым использованием настоящего документа или его содержания или иным образом возникающего в связи с настоящим документом.

***Настоящий документ предоставляется Вам исключительно для информации и не может быть воспроизведен, распространен или передан прямо или косвенно любому другому лицу или опубликован, полностью или частично, для любой цели. Ни настоящий документ, ни его копия не могут быть получены или переданы в Соединенные Штаты, Канаду или Японию или распространены прямо или косвенно в Соединенных Штатах или Канаде или распространены или повторно распространены в Японии или любому резиденту Японии. Настоящий документ не является рекламой или предложением приобрести ценные бумаги в Российской Федерации. Он не предназначен для этого и не должен распространяться неограниченному кругу лиц или широкой общественности и/или лицам, которые не являются «квалифицированными инвесторами» (в значении законодательства РФ о ценных бумагах) в Российской Федерации или для их блага. Распространение настоящего документа в других юрисдикциях может быть ограничено законом, и лица, получающие настоящий документ, должны соблюдать любые такие ограничения. Принимая настоящий отчет, Вы согласны подчиняться вышеизложенным инструкциям.***

## Содержание

<b>Резюме</b> .....	<b>4</b>
<b>Оценка стоимости Компании</b> .....	<b>6</b>
Метод DCF.....	6
Метод аналогов.....	7
Диапазон стоимости Компании.....	8
<b>Риски</b> .....	<b>10</b>
<b>Описание российского рынка БТиЭ</b> .....	<b>11</b>
<b>Рынок интернет-торговли</b> .....	<b>17</b>
<b>Описание Компании и стратегии развития</b> .....	<b>26</b>
История развития.....	26
Платформа выбора товаров.....	26
Торговая компания.....	27
Стратегия развития Компании.....	27
<b>Анализ финансовых показателей</b> .....	<b>29</b>
<b>Заложенные в модели предположения и прогнозы</b> .....	<b>32</b>
<b>Акционеры, корпоративное управление и менеджмент</b> .....	<b>35</b>
<b>Приложение 1: Финансовая модель ЮТИНЕТ.РУ</b> .....	<b>39</b>
<b>Приложение 2: Данные по аналогам из развивающихся и развитых стран</b> .....	<b>43</b>
<b>Приложение 3: Структура продаж с указанием основных брендов</b> .....	<b>44</b>

## Резюме

I	Рынок непродовольственных товаров РФ обладает высоким потенциалом роста: в посткризисный период, по мере восстановления макроэкономической конъюнктуры, структура расходов населения смещается от продовольствия к товарам длительного пользования – прежде всего, электронике и бытовой технике. По итогам 2010 г. наибольшую динамику роста – на 91,0% – продемонстрировал сегмент ноутбуков. К 2015 году мы прогнозируем рост рынка бытовой техники и электроники на 80,0%, а рынка ноутбуков – на 155,2%.
II	Интернет-торговля современного формата демонстрирует стремительный рост и имеет высокий потенциал роста. CAGR рынка интернет-торговли БТиЭ, по нашим прогнозам, в 2010-2015 гг. составит 34,3%. В структуре рынка онлайн-торговли на долю ТОП-15 игроков приходится менее 24,6%. Мы ожидаем, что к 2015 г. основные участники рынка смогут увеличить свою долю до 40,0%.
III	Бизнес Ютинет.Ру обладает уникальными характеристиками, позволяющими Компании стремительно расти. Базой выступает масштабируемая бизнес-модель с доставкой товара на следующий день, широчайший ассортимент, конкурентные цены, детализированная база с характеристиками товаров и сервисом подбора техники на сайте исходя из целей покупателя.
IV	По итогам 1 кв. 2011 г. Компания зафиксировала рекордный рост продаж – на 271,1% к аналогичному периоду прошлого года (в рублевом выражении). Основным драйвером роста данного показателя стало увеличение конверсии с 1% до 1,5%, а также рост среднесуточной аудитории на 148,1%.
V	Стратегия развития Компании предусматривает перенос успешной модели ведения бизнеса на столичном рынке ноутбуков в регионы и запуск новых товарных направлений. Это позволит Ютинет.Ру занять лидирующие позиции в своем сегменте.
VI	В планах Компании – масштабная региональная экспансия в города с населением более 1 млн. человек (где проживает 18,9% населения страны) и подушевыми доходами выше общероссийских показателей.
VII	CAGR выручки Компании в 2010-2015 гг. составит, по нашим прогнозам, 89,9%, ежедневной аудитории – 76,8%, SKU (товаров с уникальным штрих-кодом) – 64,7%.

Мы провели независимую оценку Ютинет.Ру – лидера российского рынка интернет-торговли ноутбуками. Компания обладает уникальной возможностью для роста на российском рынке непродовольственного ритейла, т.к. интернет-формат имеет наилучшие перспективы развития.

### Сильные фундаментальные показатели российского рынка БТиЭ

Российский рынок БТиЭ – один из самых быстрорастущих секторов торговли в России, CAGR которого в 2005-2010 гг. составлял 20,9%. Несмотря на падение в 2009 г. на 9,3% по причине замедления роста реальных доходов населения, уже в 2010 г. рынок восстановился – его объемы возросли более чем на 15,4%. Рынок БТиЭ является одним из уникальных секторов экономики России с точки зрения возможностей роста. Мы полагаем, что отечественный рынок БТиЭ фактически вернулся к устойчивому восходящему тренду и, по мере дальнейшего увеличения реальных располагаемых доходов населения, в этом секторе будет реализован значительный потенциал роста. Если в кризисном 2009 г. доля непродовольственного ритейла в структуре розничного товарооборота снизилась до 49,8%, то уже к 2015 году, по нашим прогнозам, она сможет достичь 59,2%.

Мы считаем, что российский рынок БТиЭ обладает высоким потенциалом роста. По нашим оценкам, в 2010-2017 гг. его CAGR составит 12,2% (в рублевом выражении).

Рынок ноутбуков растет наиболее динамично – по итогам 2010 г. он увеличился на 91% в денежном выражении и на 48% – в товарных единицах, превысив продажи десктопов (с долей 54% в натуральном выражении).

Ключевыми факторами увеличения рынка мобильных компьютеров и планшетов стали рост мобильного интернета, запуск новых продуктов (таких как iPad), замена устаревших десктопов на ноутбуки. Мы ожидаем дальнейшего роста рынка ноутбуков с темпами, превышающими динамику рынка БТиЭ - с CAGR на уровне 14,32% в 2010-2015 гг. Всего 43% семей имеют персональные компьютеры, в то время как мобильные телефоны – 90%.

Мы видим колоссальные возможности по увеличению доли интернет-торговли в структуре продаж непродовольственных товаров – как формата, предоставляющего потребителю удобный сервис и лучшие цены. В 2010 г. объем онлайн-продаж БТиЭ вырос на 39,8%. Мы считаем, что рынок будет расти стремительно, его CAGR в 2010-2015 гг. составит 26,21%. Основными драйверами роста онлайн-рынка

БТиЭ являются низкий уровень проникновения интернета (20% семей против 70% в Европе) и незначительный объем совершаемых населением РФ интернет-покупок (в 3-4 раза ниже, чем в США и Европе).

Интернет-магазины, продающие бытовую технику, электронику и компьютеры, с лучшим соотношением цена/сервис и возможностями по оплате и получению заказов оффлайн, смогут расти быстрее рынка. Около 75% интернет-пользователей выбирают электронику в онлайн-магазинах, однако платежные системы и логистика в России развиты слабо, в результате чего потенциальные покупатели вынуждены пользоваться услугами оффлайн-магазинов.

### **Компания на рынке: особенности и драйверы роста бизнеса**

Ключевым конкурентным преимуществом Компании является наличие одной из самых широких и детальных баз технических характеристик электроники. Интернет-магазин предлагает пользователям бесплатный набор различных клиентских сервисов – таких как отслеживание исполнения заказа, доставка не позднее следующего дня и др. Эффективное управление запасами (товарный цикл не превышает 2 дней(денежный цикл -18 дней)) позволяет Компании держать цены на одном из самых низких уровней, показывая при этом рентабельность продаж на уровне 10%.

Использование современных технологий для подбора электроники по целям использования позволит Ютинет.Ру еще больше увеличить конверсию – до 3% (с текущих 1,5%), став по этому показателю лидером на рынке.

Расширение товарных категорий и переход к формату универсального интернет-магазина электроники и бытовой техники позволят Компании увеличить число повторных покупок с 25% до 80% и предоставлять своей клиентской базе полный спектр услуг.

Мы прогнозируем CAGR выручки Компании в размере 89,9% в 2010-2015 гг. и увеличение ежедневной аудитории со среднегодовыми темпами на уровне 76,8%. Мы считаем, что в следующие 5 лет основным источником доходов Ютинет.Ру будет собственная торговая компания с 63%-й долей в обороте.

Мы видим незначительное увеличение среднего чека Компании (на 2,7%). По нашим прогнозам, за счет существенного роста ассортимента средняя цена за SKU будет в период до 2015 г. ежегодно снижаться на 5,1%, при этом количество приобретаемых SKU на 1 покупателя будет расти на 6,2% соответственно.

В результате развития сервиса по подбору товаров по целям использования Компания сможет повысить лояльность клиентской базы и увеличить количество повторных заказов с 25,0% до 80,0%, а конверсию – с 1,5% до 3%. При этом мы прогнозируем существенный рост маржинальности по EBITDA с 2,9% в 2010 и ее последующую стабилизацию на уровне 10% - за счет роста доли доходов от платформы.

**Мы считаем, что агрессивная стратегия развития приведет Компанию к достижению рентабельности по EBITDA на уровне 6-8% в 2011-2013 гг., в 2015 г. она достигнет уровня 10%.**

**Ютинет.Ру обладает высоким потенциалом для опережения среднерыночных темпов роста, что позволит Компании занять до 10% рынка интернет-торговли потребительской электроникой и существенно увеличить акционерную стоимость.**

## Оценка стоимости Компании

### Метод DCF

Для оценки Компании мы использовали метод дисконтированных денежных потоков, основанный на модели ценообразования долгосрочных активов (САРМ). В постпрогнозный период мы используем ставку роста в 3%, поскольку считаем, что Компания имеет сильные перспективы роста после анализируемого периода.

Мы рассчитали средневзвешенную стоимость капитала (weighted average cost of capital, WACC) на каждый год из прогнозного периода со средним значением 16,4%, стоимость акционерного капитала оценивается в 19,8%.

**Табл. 1** Анализ WACC ОАО «Платформа ЮТИНЕТ.РУ»

	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Безрисковая ставка	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Страновой риск	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Коэффициент бета	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Премия за риск	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%
Ожидаемая доходность Компании	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%
Стоимость долгового финансирования	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Эффективная налоговая ставка	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Стоимость долгового финансирования после уплаты налогов	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%
Доля акционерного капитала	28,8%	50,0%	72,4%	84,3%	90,7%
Доля заемного капитала	71,2%	50,0%	27,6%	15,7%	9,3%
WACC	12,9%	15,0%	17,1%	18,3%	18,9%

Источник: оценки ИХ «ФИНАМ»

Основываясь на наших прогнозах, Ютинет.Ру будет иметь положительный денежный поток, несмотря на агрессивную стратегию развития. По результатам нашей DCF-оценки, **справедливая стоимость акционерного капитала Компании равна 9,19 млрд. руб.**

**Табл. 2** Оценка ОАО «Платформа ЮТИНЕТ.РУ»

Период	2011	2012	2013	2014	2015	Постпрогнозный период
<b>Операционная прибыль, тыс.руб.</b>	<b>75 049</b>	<b>428 966</b>	<b>900 670</b>	<b>1 474 424</b>	<b>2 321 585</b>	
Ставка налога на прибыль, %	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	
Налог на прибыль	-16 511	-94 372	-198 147	-324 373	-510 749	
<b>Прибыль после налогообложения, тыс. руб.</b>	<b>58 538</b>	<b>334 593</b>	<b>702 522</b>	<b>1 150 051</b>	<b>1 810 837</b>	
Амортизация, тыс.руб.	-6 053	-7 871	-10 952	-15 077	-20 093	
Изменения в оборотном капитале, тыс.руб.	-215 508	-225 244	-153 300	-97 911	-177 394	
<b>Капитальные вложения, тыс.руб.</b>	<b>14 195</b>	<b>22 480</b>	<b>31 310</b>	<b>39 630</b>	<b>48 527</b>	
<b>Денежный поток с учетом капитальных вложений, тыс.руб.</b>	<b>265 904</b>	<b>545 228</b>	<b>835 464</b>	<b>1 223 409</b>	<b>1 959 796</b>	<b>1 959 796</b>
Ставка дисконтирования, %	12,9%	15,0%	17,1%	18,3%	18,9%	18,9%
Прогнозный рост, %						3,0%
<b>Терминальная стоимость, тыс.руб.</b>						<b>12 695 971</b>

<b>Дисконтированный денежный поток, тыс.руб.</b>	<b>134 403</b>	<b>444 132</b>	<b>580 988</b>	<b>719 275</b>	<b>969 068</b>	
	<b>17.июн.11</b>	<b>Конец 11</b>				
Стоимость компании, тыс.руб.	9 125 693	9 598 516				
Чистый долг, тыс.руб.	-30 279	-280 279				
Доля меньшинства, тыс.руб.	-38 206	-38 206				
<b>Стоимость акционерного капитала, тыс.руб.</b>	<b>9 194 178</b>	<b>9 917 002</b>				

Источник: оценки ИХ «ФИНАМ»

В табл. 3 отражен анализ чувствительности для нашей оценки изменения WACC. Используя чувствительность WACC на уровне 5%, мы считаем, что *справедливая стоимость акционерного капитала компании Ютинет.Ру составляет 8,05-12,10 млрд. руб.*

Табл. 3 Анализ чувствительности оценки Ютинет.Ру

Чувствительность оценки, млрд. руб.							Чувствительность оценки, изменение (%)						
WACC	Темп роста в постпрогнозируемом периоде						WACC	Темп роста в постпрогнозируемом периоде					
		1%	2%	3%	4%	5%			1%	2%	3%	4%	5%
	-15%	10,29	10,88	11,55	12,34	13,27		-15%	12%	18%	26%	34%	44%
-10%	9,58	10,08	10,66	11,32	12,10	-10%	4%	10%	16%	23%	32%		
-5%	8,95	9,38	9,88	10,44	11,10	-5%	-3%	2%	7%	14%	21%		
<b>0%</b>	8,38	8,77	<b>9,19</b>	9,68	10,24	<b>0%</b>	-9%	-5%	<b>0%</b>	5%	11%		
+5%	7,88	8,22	8,59	9,01	9,49	+5%	-14%	-11%	-7%	-2%	3%		
+10%	7,43	7,72	8,05	8,42	8,83	+10%	-19%	-16%	-12%	-8%	-4%		
+15%	7,02	7,28	7,57	7,89	8,25	+15%	-24%	-21%	-18%	-6%	-10%		

Источник: оценки ИХ «ФИНАМ»

## Метод аналогов

Мы использовали сравнительную оценку, основанную на средних мультипликаторах интернет-компаний из развитых и развивающихся стран. Отметим, что аналоги из развивающихся стран обладают большим потенциалом роста продаж по сравнению с аналогами из развитых стран (ежегодные темпы роста продаж аналогов развивающихся стран в долларовом выражении в 2011-2015 гг. составляют 35-40%, в развитых странах – 24-28% по сравнению с 89%-м ростом продаж Ютинет.Ру), и оценки на основе их мультипликаторов не отражают перспектив роста, которые мы прогнозируем для Ютинет.Ру.

**В связи с этим использование мультипликаторов группы аналогов из развивающихся стран без корректировки на вышеуказанное, на наш взгляд, будет являться консервативным предположением.**

Табл. 4 Оценка Компании, основанная на средних мультипликаторах

	2011П	2012П	2013П	Среднее 2011-13П
ЕВITDA Ютинет.Ру, тыс. руб.	81 102	436 837	911 621	
<b>Средний коэффициент EV/ЕВITDA, x</b>				
- Компании развитых стран	9,97	8,19	8,19	8,8
- Компании развивающихся рынков	27,10	19,80	14,51	20,5
EV Ютинет.Ру, тыс. руб.				
- Компании развитых стран	808 247	3 576 782	7 470 624	3 951 884
- Компании развивающихся рынков	2 198 186	8 648 317	13 226 533	8 024 345
Чистый долг, тыс. руб.	(279 977)	(834 530)	(1 688 047)	
<b>Акционерный капитал Ютинет.Ру, тыс. руб.</b>				
- Компании развитых стран	1 088 224	4 411 312	9 158 671	<b>4 886 069</b>
- Компании развивающихся рынков	2 478 163	9 482 847	14 914 580	<b>8 958 530</b>
Чистая прибыль Ютинет.Ру, тыс. руб.	58 732	325 539	697 911	

Средний коэффициент P/E, x				
- Компании развитых стран	24,3	16,6	16,1	19,0
- Компании развивающихся рынков	36,6	26,5	19,7	27,6
Акционерный капитал Ютинет.Ру, тыс. руб.				
- Компании развитых стран	1 426 241	5 417 306	11 258 691	6 034 079
- Компании развивающихся рынков	2 152 368	8 635 616	13 775 452	8 187 812
Средний акционерный капитал Ютинет.Ру, тыс.руб.				
- Компании развитых стран	1 257 232	4 914 309	10 208 681	5 460 074
- Компании развивающихся рынков	2 315 265	9 059 232	14 345 016	<b>8 573 171</b>

Источник: оценки ИХ «ФИНАМ»

Мы отдельно выделяем компанию MercadoLibre как близкий аналог Ютинет.Ру, работающий на развивающихся рынках, включая Бразилию и другие страны Латинской Америки.

Рис. 1 EV/EBITDA группы аналогов

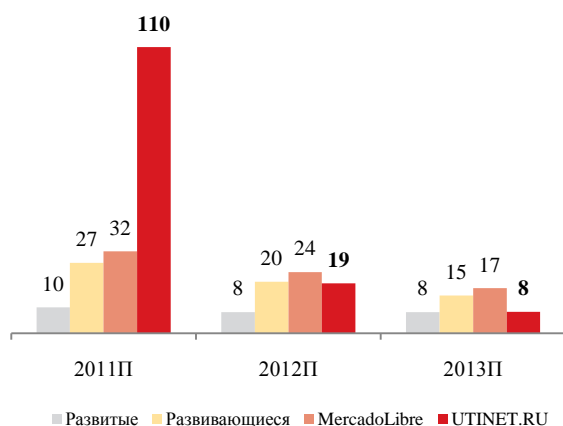
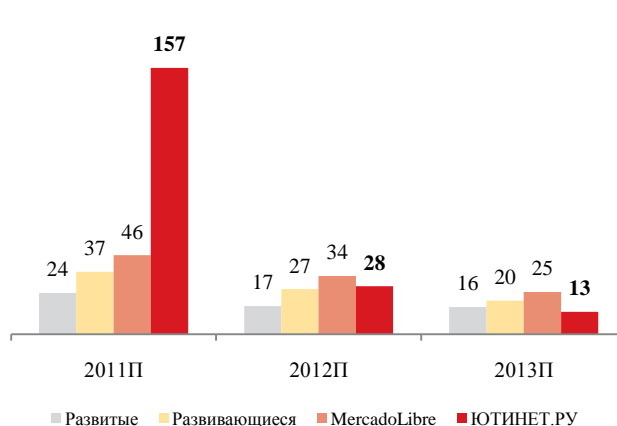


Рис. 2 P/E группы аналогов



Источник: Bloomberg, данные Компании, оценки ИХ «ФИНАМ»

На основе оценки аналогов мы определили диапазон **стоимости акционерного капитала (equity) Ютинет.Ру: 4,89-8,96 млрд. руб.** (исходя из среднего показателя EV/EBITDA за 2011-2013 гг.) и **6,03-8,19 млрд. руб.** (на основе среднего показателя P/E за 2011-2013 гг.). Мы считаем, что данные Компании за 2011 г. не являются репрезентативными по сравнению с ожиданиями доходов на 2012 г. и далее с учетом экспансии в регионы, выхода в новые товарные категории, поэтому далее оцениваем стоимость Ютинет.Ру по средним прогнозным показателям 2011-2013 EV/EBITDA и P/E.

## Диапазон стоимости Компании

Мы видим следующий диапазон стоимости Компании:

**Основанный на методе аналогов.** Основываясь на средних мультипликаторах 2011-2013П EV/EBITDA, P/E компаний-аналогов развивающихся стран, мы получили справедливую стоимость акционерного капитала, равную **8,57 млрд. руб.** *Это нижняя граница диапазона.*

**Основанный на методе DCF.** На основе оценки методом DCF мы устанавливаем справедливую стоимость для Ютинет.Ру в размере **9,19 млрд. руб.** *Это верхняя граница диапазона.*



**Рис. 3** Диапазон оценки акционерного капитала Ютинет.Ру, млрд. руб.



Источник: оценки ИХ «ФИНАМ»

**Табл. 5** Прогнозные мультипликаторы Ютинет.Ру

	Нижняя граница (8,57 млрд. руб.)			Средний уровень (8,88 млрд. руб.)			Верхняя граница (9,19 млрд. руб.)		
	11П	12П	13П	11П	12П	13П	11П	12П	13П
EV/Sales	2,9	1,1	0,6	3,0	1,1	0,7	3,1	1,2	0,7
EV/EBITDA	102,3	17,8	7,6	106,1	18,5	7,9	109,9	19,2	8,3
P/E	146,0	26,3	12,3	151,3	27,3	12,7	156,5	28,2	13,2
P/CF	30,6	15,3	9,9	31,7	15,9	10,3	32,8	16,5	10,7

Источник: оценки ИХ «ФИНАМ»

## Риски

### Мы отмечаем следующие риски инвестирования в Компанию:

- Ухудшение экономической ситуации и сокращение бюджетов, в том числе, на рынке интернет-торговли.
- Рынок онлайн-покупок в России активно развивается, и рост масштабов бизнеса Компании зависит от продолжения увеличения онлайн-продаж и уровня проникновения интернета в России.
- Компания работает на быстроразвивающемся рынке с динамично изменяющимися техническими стандартами, поэтому ее бизнес зависит от постоянного развития собственных продуктов и сервисов.
- Увеличение конкуренции и, как следствие, сокращение рыночной доли и рентабельности Компании.
- Риски потери крупных партнеров.
- Риск невозможности привлечь капитал за счет дополнительного размещения акций при схлопывании «пузыря» социальных сетей.
- Риски получения меньшей отдачи от внедрения новых технологий, выхода в новые товарные категории и регионы.
- Риск, связанный с потерей клиентов из-за оказания некачественных услуг партнерами.
- Риски, связанные с потерей ключевых для Компании кадров, технических проблем и стихийных бедствий.
- Кража или потеря конфиденциальной информации, включая данные о клиентах, что может отрицательно сказаться на репутации и бизнесе Компании.
- Снижение выручки Компании в случае снижения покупательского спроса на определенные товарные категории.
- Риски, связанные с невозможностью реализовать выгоды от будущих приобретений компаний, технологий, услуг.
- Выручка Компании подвержена сезонным колебаниям.
- Компания зависит от маркетинговой политики поставщиков, с которыми она работает. Негативные изменения в ней могут отрицательно сказаться на привлечении и удержании клиентов, а также повышении узнаваемости бренда.
- Увеличение затрат на рекламу может уменьшить рентабельность Компании.

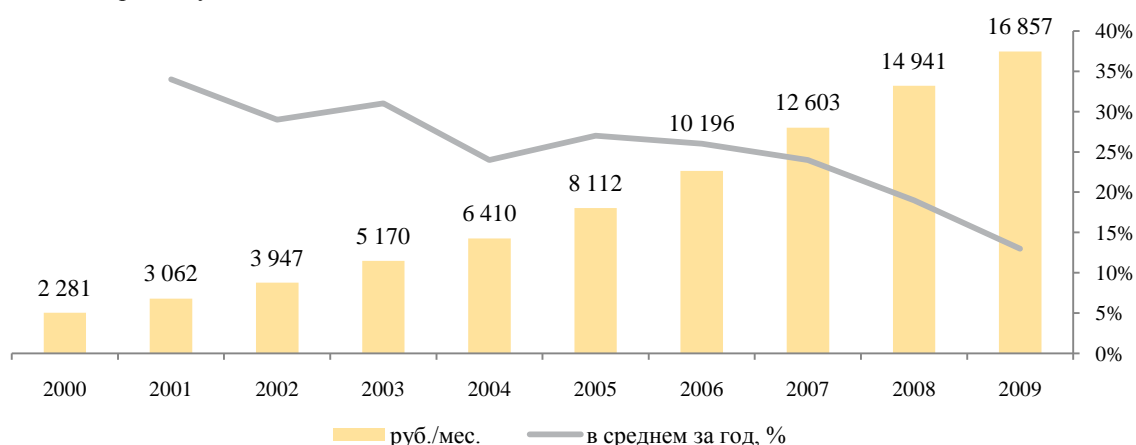
## Описание российского рынка БТиЭ

I	Российский рынок розничной торговли потребительской электроникой восстановился после кризиса и показывает устойчивые темпы роста: в 2010 г. Они составили 15,4%. Мы ожидаем, что рынок будет расти со среднегодовыми темпами в 12,2% до 2017 г. – за счет роста реальных доходов населения и увеличения доли расходов на непродовольственные товары в бюджетах семей.
II	Рынок мобильных компьютеров и планшетов растет наиболее динамично – по итогам 2010 г. он увеличился на 91% в денежном выражении и на 48% – в товарных единицах, превысив продажи десктопов (с долей 54% в натуральном выражении). Ключевыми факторами роста рынка мобильных компьютеров и планшетов стали увеличение уровня проникновения мобильного интернета, запуск новых продуктов (таких как iPad), замена устаревших десктопов на ноутбуки. Мы ожидаем дальнейшего роста рынка ноутбуков, превышающего темпы рынка БТиЭ, с CAGR на уровне 14,32% в 2010-2015 гг. Всего 43% семей имеют ноутбуки, в то время как мобильные телефоны – 90%.
III	Мы видим колоссальные возможности по увеличению доли интернет-торговли в общем объеме розничных продаж электроники и бытовой техники – как формата, предоставляющего потребителю удобный сервис. За 2010 г. рынок интернет-торговли вырос на 39,8%, и мы считаем, что он продолжит стремительно расти с CAGR 26,21% в 2010-2015 гг. Основным драйвером роста станет низкий уровень проникновения интернета в России (20% семей против 70% в Европе) и незначительный объем совершаемых населением РФ интернет-покупок (в 3-4 раза ниже, чем в США и Европе).
IV	Интернет-магазины, торгующие бытовой техникой и компьютерами, с лучшим соотношением цена/сервис и возможностями по получению и оплате товара, смогут расти быстрее рынка. Около 75% интернет-пользователей выбирают электронику в онлайн-магазинах, однако платежные системы и логистика в России развиты слабо, в результате чего потенциальные покупатели вынуждены пользоваться услугами оффлайн-магазинов.

### Общие положения

Благоприятная экономическая ситуация, формировавшаяся в России на большем протяжении последнего десятилетия, способствовала бурному росту рынка электробытовой техники и потребительской электроники. Высокие темпы роста доходов населения в 2000-е гг. и значительное увеличение покупательной способности стали основными факторами динамичного развития рынка БТиЭ.

**Рис. 4** Рост среднедушевых доходов населения



Источник: ФСГС

Дополнительными драйверами роста выступали: снижение средней стоимости БТиЭ на фоне технического прогресса и, соответственно, повышения уровня доступности данных товаров для населения, активное развитие каналов дистрибуции, наращивание объемов потребительского кредитования, а также специфика рынка – постоянное сокращение сроков замены техники. В условиях крайне быстрой качественной эволюции индустрии производства БТиЭ, динамичного развития информационных технологий и внедрения инноваций, постоянного совершенствования и расширения

ассортимента продукции ключевым фактором, мотивирующим потребителей к новым покупкам в последние годы, стал не фактический износ, а замена функционально и морально устаревающей техники.

На сегодняшний день российский рынок БТиЭ, несмотря на все еще сравнительно невысокий уровень среднедушевого потребления, входит в число крупнейших в Европе и, несомненно, сохраняет весьма существенный потенциал дальнейшего роста. Значительный масштаб рынка формируется, прежде всего, за счет высокой численности населения страны и существенной географии потребления техники. В России, в отличие от большинства других развивающихся стран, использование широкого ассортимента бытовых электронных устройств традиционно распространено в значительно большей степени. Согласно различным экспертным оценкам, более чем 90% домохозяйств страны эксплуатируют все ключевые категорий товаров БТиЭ, а общая численность бытовой электроники в пользовании составляет около 300 млн. единиц.

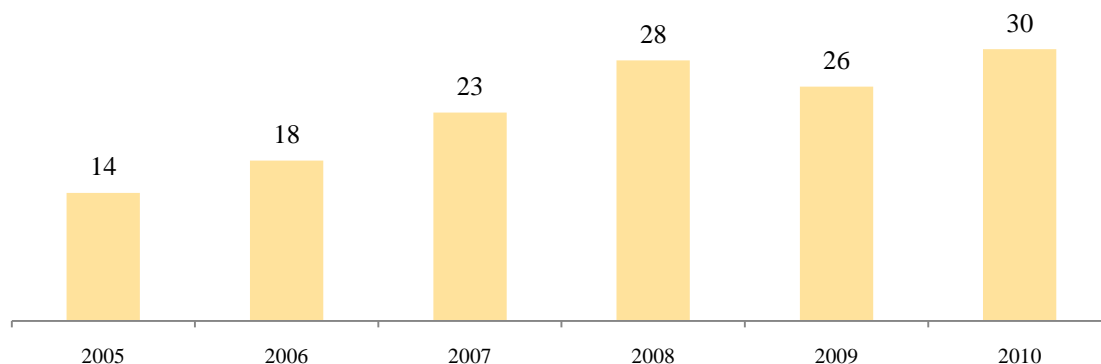
### Объем и динамика рынка

Описывая объем российского рынка потребительской электроники и бытовой техники, необходимо подчеркнуть, что существующие на сегодняшний день оценки варьируются в достаточно широком диапазоне. Данные различных профильных игроков, специализированных исследовательских компаний, отраслевых ассоциаций и цифры официальной статистики продаж часто не совпадают. Мы полагаем, что подобная ситуация связана как с достаточно вариативными определениями границ рынка и практикой использования различных методологий подсчета и выделения групп товаров, которые различные источники включают в сектор БТиЭ, так и с относительно невысоким пока еще уровнем прозрачности рынка. Крайне небольшое количество публичных игроков, недостаточный объем розничного аудита, по-прежнему присутствующие на рынке «серые» схемы в условиях значительной зависимости рынка от поступлений по импорту – все эти факторы затрудняют анализ. Особенно это актуально, когда речь идет о периоде первой половины 2000-х гг. (для 90-х годов, характеризующихся потребительским бумом и расцветом «теневого» экономики, актуальной статистики практически нет). На наш взгляд, более или менее заслуживающие доверия данные представлены только для последних нескольких лет.

В нашей работе мы использовали широкий круг данных, ориентируясь преимущественно на цифры Федеральной службы государственной статистики РФ как наиболее репрезентативного источника розничного аудита, а также на информацию участников рынка и профильных исследовательских компаний, представляющей нам наиболее компетентной.

По нашей оценке, объем российского рынка потребительской электроники и бытовой техники в его самом широком профиле – с учетом всех ключевых групп товаров, включая мелкие бытовые электроприборы, крупногабаритную технику, персональные компьютеры, ноутбуки, а также мобильные телефоны и другие портативные мобильные устройства, технические носители информации и прочую периферию – по итогам 2010 г. составил около **\$30 млрд.**

**Рис. 5** Объем российского рынка БТиЭ в 2005-2010 гг. (млрд. долл.)



Источник: данные ФСГС, профильных исследований, оценка ИХ «ФИНАМ»

В открытых источниках сегодня зачастую фигурируют оценки объема рынка БТиЭ в диапазоне \$14-20 млрд. На наш взгляд, в данном случае речь, как мы отмечали, идет о различных границах определений рынка и, соответственно, разных методологиях оценки.

Основываясь на доступных данных, мы полагаем, что в течение предыдущих 6-7 лет средние темпы роста рынка в денежном выражении формировались на уровне около 25%. Исключением стал период 2009-2010 г., когда на фоне негативного влияния на индустрию финансового коллапса темпы снизились

и даже на пике кризиса демонстрировали отрицательную динамику. Впрочем, необходимо отметить, что рынок заметно сократился в товарной массе, в то время как высокая инфляция в секторе (в том числе, на фоне ослабления рубля) компенсировала снижение рынка в денежном выражении. Несмотря на снижение спроса, инфляция в секторе БТиЭ формировалась на весьма высоких уровнях. Подобные темпы в значительной степени были спровоцированы эффектом девальвации национальной валюты - в силу высокой доли импорта в данном сегменте ослабление рубля привело к достаточно резкому росту цен.

Финансовый кризис имел весьма неприятные последствия для рынка БТиЭ. Прежде всего, речь идет о существенном снижении платежеспособного спроса на фоне падения реальных располагаемых доходов, сопровождавшемся заметно более высокими, чем в предыдущие годы, темпами роста цен в результате девальвации национальной валюты. Существенным негативным фактором стало и снижение потребительского кредитования – по разным оценкам, до четверти покупок в розничных сетях в докризисный период совершались в кредит. Что касается изменений в структуре спроса, то наблюдалось смещение платежеспособного спроса в пользу товаров средних и низких ценовых категорий.

В совокупности перечисленные факторы привели к существенному падению продаж в товарной массе (по некоторым категориям сокращение оценивалось в 30-40%), а также падению объемов внутреннего производства и снижению темпов развития профильных розничных компаний.

Вместе с тем, мы не склонны драматизировать ситуацию. На наш взгляд, снижение в денежном выражении носило умеренный характер. И уже в 2010 г., на наш взгляд, рынок БТиЭ в условиях стабилизации макроэкономической ситуации преодолел основные негативные последствия кризиса и не только вышел на вектор устойчивого восстановления, но и даже превысил показатели докризисного 2008 г. в денежном выражении.

В отдельных товарных категориях наблюдались более чем существенные темпы увеличения продаж. Основными точками роста в 2010 г. стали сегменты мобильных телефонов (преимущественно, смартфонов), фотоаппаратуры и мобильных компьютеров, в том числе, нетбуков и планшетов (одновременно продажи традиционных персональных ПК демонстрировали снижение). В частности, по данным исследования компании GfK, в сегменте ноутбуков и планшетных компьютеров в 2010 году в России было продано 4,14 млн. устройств на сумму около \$3 млрд. Рост в товарной массе составил более 50%, в денежном выражении – около 90%.

**Табл. 6** Продажи ключевых групп товаров БТиЭ в 2009-2010 гг. (в млрд. руб.)

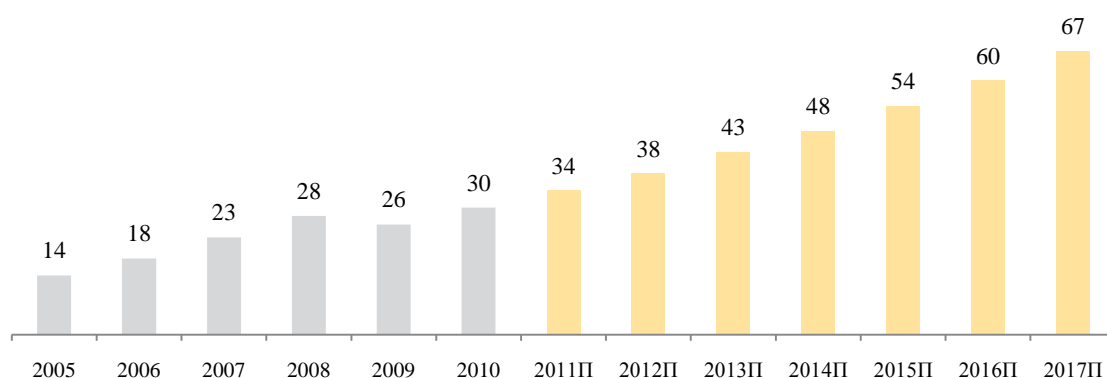
	2009	2010	изм. в %
Бытовые электротовары	180,7	202,1	12%
Холодильники и морозильники	80,0	82,7	3%
Стиральные машины	50,8	55,7	10%
Аудио- и видеоаппаратура	151,7	174,3	15%
Аудиоаппаратура	22,9	26,4	16%
Телевизоры	97,5	106,3	9%
Технические носители информации	8,4	10,6	26%
Персональные компьютеры (без учета мобильных и планшетных компьютеров)	85,5	79,9	-7%
Мобильные компьютеры	47,1	90,0	91%
Фотоаппаратура и фототовары	12,4	16,5	33%
Мобильные телефоны	91,8	113,8	24%

Источник: данные ФСГС, GfK, оценки ИХ «ФИНАМ»

Мы полагаем, что российский рынок БТиЭ фактически вернулся к устойчивому восходящему тренду и, по мере дальнейшего увеличения реальных располагаемых доходов населения (согласно консервативным прогнозам МЭР, в перспективе следующих 3 лет темпы роста реально располагаемых доходов составят около 4%), в этом секторе будет реализован сохраняющийся здесь значительный потенциал роста.

Согласно нашим оптимистичным оценкам, в перспективе следующих 5-7 лет среднегодовые темпы роста не опустятся ниже 10-12%, и к 2017 г. объем рынка теоретически может вырасти более чем в 2 раза, достигнув ранее прогнозирувавшихся уровней свыше \$65 млрд.

**Рис. 6** Объем российского рынка БТиЭ в 2005-2010 гг., прогноз 2011-2017 гг. (млрд. долл.)



Источник: данные ФСГС, профильных исследований, оценки ИХ «ФИНАМ»

Мы обращаем внимание на то, что на сегодняшний день объем среднестатистического потребления БТиЭ все еще сравнительно невелик. В России, по различным оценкам, среднестатистический потребитель тратит в год на приобретение БТиЭ не более \$300, в большинстве развитых стран данный показатель в 3-5 раз выше.

**Табл. 7** Состав потребительских расходов домашних хозяйств (в среднем на члена домашнего хозяйства; руб. в месяц)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Потребительские расходы - всего</b>	<b>2757,5</b>	<b>3350,0</b>	<b>4239,2</b>	<b>5083,4</b>	<b>6540,7</b>	<b>8216,8</b>
в том числе на:						
продукты питания и безалкогольные напитки	1040,0	1206,4	1406,2	1604,0	1857,3	2393,6
алкогольные напитки, табачные изделия	88,1	101,2	114,7	137,8	158,6	185,3
одежду и обувь	348,1	389,7	452,9	553,9	677,4	854,9
жилищно-коммунальные услуги, топливо	290,2	362,0	480,7	615,4	761,2	853,2
предметы домашнего обихода, бытовую технику и уход за домом	200,0	230,9	305,6	368,9	475,6	619,1
здравоохранение	61,3	78,9	104,8	151,7	202,1	238,1
транспорт	252,6	342,0	516,3	633,4	1083,4	1275,8
связь	66,3	98,7	155,3	202,6	251,3	302,7
организацию отдыха и культурные мероприятия	164,7	209,6	299,2	325,1	418,5	634,5
образование	36,1	57,3	77,6	100,5	115,2	129,8
гостиницы, кафе и рестораны	84,6	118,5	124,5	130,8	195,9	243,8
другие товары и услуги	125,5	154,8	201,4	259,3	344,2	485,9

Источник: ФСГС, оценки ИХ «ФИНАМ»

По данным ФСГС, в структуре потребительских расходов домашних хозяйств на долю приобретения бытовой техники в 4 кв. 2010 г. приходилось только 1,2% расходов. Для сравнения, на одежду и обувь – 12,6%, на предметы домашнего обихода – 3,1%. Также мы отмечаем, что доля основных товаров БТиЭ в структуре розничного товарооборота остается относительно низкой.

**Табл. 8** Структура потребительских расходов домашних хозяйств

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Персональные компьютеры (без учета мобильных и планшетных компьютеров)	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
Мобильные телефоны	...	...	...	0,6	0,6	0,6	0,6
Аудиоаппаратура	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
Телевизоры цветного изображения	0,7	0,8	0,9	0,7	0,8	0,8	0,7
Холодильники и морозильники	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,5
Стиральные машины	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3

Источник: ФСГС, оценки ИХ «ФИНАМ»

## Драйверы роста

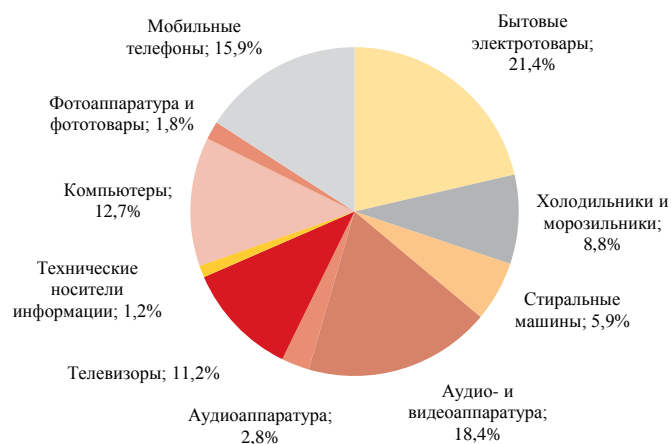
Основными драйверами роста российского рынка БТиЭ в среднесрочной перспективе будут оставаться:

- рост доходов населения, развитие потребительского кредитования и увеличение среднедушевых расходов на БТиЭ;
- внедрение инноваций и сокращение сроков эксплуатации морально устаревшей техники ее замена;
- расширение географии потребления за счет роста активности покупателей в регионах и расширения каналов сбыта, в том числе, в результате развития форм дистанционной торговли (прежде всего, e-commerce).

## Структура рынка

Рынок БТиЭ включает весьма широкий ассортимент товаров. В структуре рынка можно выделить несколько наиболее крупных сегментов. Это, в первую очередь, достаточно широкая группа бытовых электротоваров (около 200 млрд. руб.), крупногабаритная бытовая техника (холодильники, стиральные машины – около 140 млрд. руб.), телевизоры (106 млрд. руб.), аудио и аудиовидеоаппаратура (около 200 млрд. руб.), мобильные телефоны (114-150 млрд. руб.), десктопы и мобильные компьютеры (около 120 млрд. руб.).

Рис. 7 Оценка структуры рынка по товарным категориям в 2010 г. (%)



Источник: данные ФСГС, оценка ИХ «ФИНАМ»

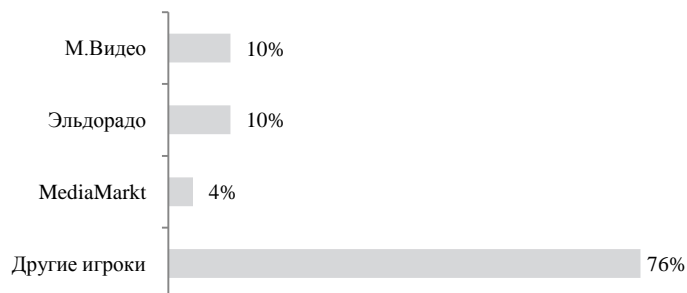
На наш взгляд, в среднесрочной перспективе доля бытовых электроприборов существенных изменений не претерпит, доля крупногабаритной техники будет расти умеренными темпами за счет обновления этих товаров домохозяйствами. Более динамично будет увеличиваться доля многофункциональных мультимедийных устройств (в том числе, мы ожидаем, что на фоне перехода РФ на цифровое вещание и развития новых технологий будет увеличиваться доля телевизоров), которые постепенно вытесняют традиционную аудиовидеоаппаратуру. Также мы полагаем, что стоит ожидать увеличения доли компьютеров за счет динамичного роста сегмента ноутбуков и планшетов. И, несомненно, продолжится рост доли мобильных портативных устройств, прежде всего, смартфонов, что приведет к увеличению телекоммуникационного сегмента.

## Конкурентная среда, география рынка и каналы продаж

Конкурентная среда рынка, несмотря на негативное влияние кризиса, остается весьма насыщенной. В период 2008-2010 гг. значительно изменилась расстановка ведущих игроков рынка. Некоторые розничные компании, ранее входившие в число лидеров, прекратили свое существование, другие существенно ослабили позиции или поменяли акционеров – основатели-бенефициары были вынуждены продавать свои сети новым инвесторам. В то же время, ряд компаний смогли использовать ослабление конкурентной среды для значительного укрепления позиций.

По нашим оценкам, ведущая тройка игроков, в которую входят крупнейшие розничные сети М.Видео, Эльдорадо и MediaMarkt (группа Metro), контролирует 24% рынка БТиЭ (совокупный оборот публичной компании М.Видео по всем видам деятельности в 2010 г. составил 102 млрд. руб.).

**Рис. 8** Доли ключевых игроков рынка БТиЭ



Источник: StartupIndex, оценки ИХ «ФИНАМ»

В широком профиле рынка, который мы оцениваем примерно в \$30 млрд., мы полагаем, что доля средних и мелких операторов составляет не менее 60%.

География рынка на данном этапе тяготеет к столичному региону. Доля московского рынка составляет около 30% от общего объема продаж (по данным исследования агентства StartupIndex). Доля рынка Санкт-Петербурга составляет, по разным оценкам, около 10-15%. Оставшиеся 65% продаж генерируют регионы. В том числе, примерно 30-40% приходится на долю городов-миллионников, около 10-15% – на средние и малые города. В среднесрочной перспективе региональная доля будет динамично расти за счет дальнейшего проникновения на периферию розничных сетей и развития других каналов дистрибуции, в частности, e-commerce.

Мы полагаем, что в перспективе следующих 4-5 лет ландшафт рынка на фоне динамичного увеличения дистанционных продаж может значительно измениться. Существенно вырастет роль онлайн-операторов, что может привести к формированию нового баланса сил на рынке. Сегодня этот сегмент представлен очень большим количеством игроков и остается практически неконсолидированным. Доля крупнейших онлайн-ритейлеров БТиЭ не превышает 5-7%, около 70% рынка приходится на небольших независимых игроков, число которых составляет около 5000 (по данным StartupIndex). Мы полагаем, что в ближайшее время этот рынок ждут значительные перемены.

**Рис. 9** Основные игроки онлайн-сегмента БТиЭ



Источник: StartupIndex, оценки ИХ «ФИНАМ»



## Рынок интернет-торговли

### Развитие сети интернет

На сегодняшний день вклад интернет-индустрии в экономику России все еще сравнительно невысок и заметно уступает сопоставимым показателям развитых стран. Согласно опубликованным оценкам Boston Consulting Group (BCG), доля интернет-бизнеса в российском ВВП составляет около 1,6%, или порядка \$19 млрд. (данные за 2009 год).

По прогнозам BCG, к 2015 году показатель вырастет до 2,6%. В большинстве европейских стран вклад интернета уже сейчас в 3-4 раза выше.

**Рис. 10** Интернет-экономика (в % к ВВП, 2009 г.)

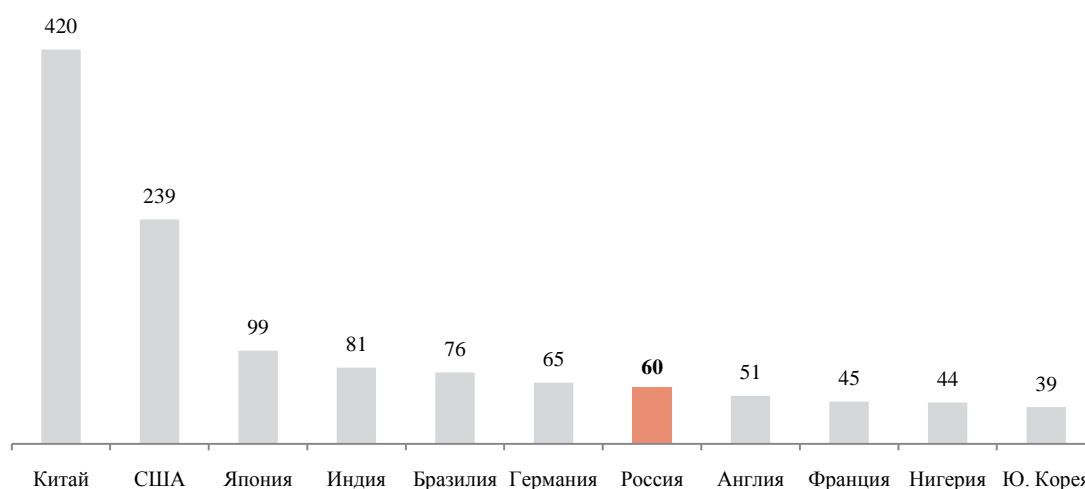


Источник: Boston Consulting Group, оценки ИХ «ФИНАМ»

Вместе с тем, более чем значительный потенциал роста и динамика последних лет, формирующиеся в этом секторе на очень высоких уровнях, свидетельствуют о крайне высокой привлекательности онлайн-индустрии.

Уровень проникновения интернета в России, согласно различным измерениям, по итогам 2010 г. составил около 40% (по данным Фонда «Общественное мнение» (ФОМ), интернетом пользуется 51 млн. россиян в возрасте старше 18 лет). Для сравнения, в европейских странах в среднем этот показатель не ниже 60%, в Великобритании и США – около 80%. Тем не менее, уже сейчас российский интернет-рынок является одним из самых крупных в мире.

**Рис. 11** Количество интернет-пользователей крупнейших государств мира, млн. пользователей

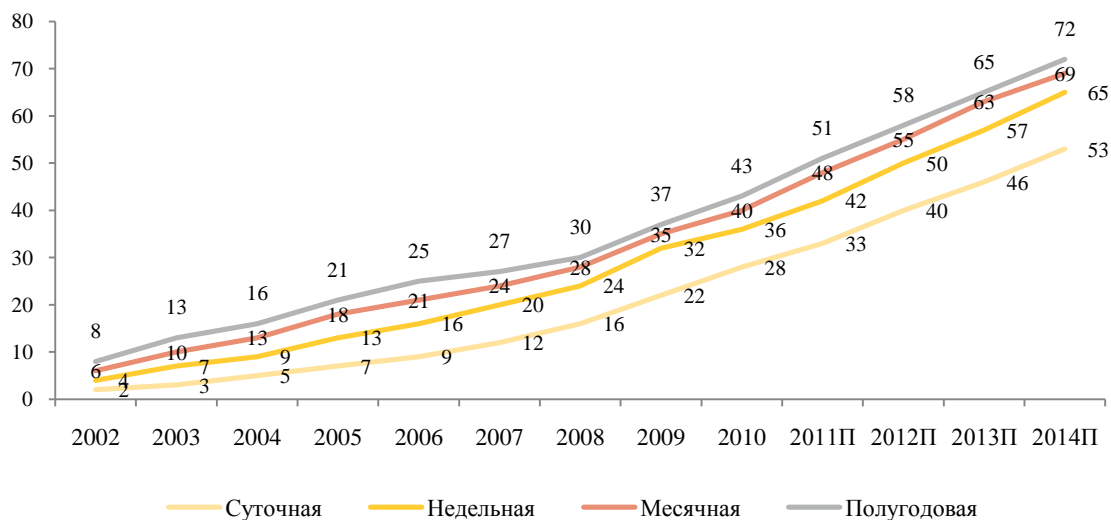


Источник: Internetworldstats, оценки ИХ «ФИНАМ»

При этом широкополосный доступ (активное развертывание сетей ШПД является основным драйвером увеличения проникновения интернета) в России доступен пока только для 20% домохозяйств. В Великобритании, для сравнения, им располагают 70% домохозяйств.

Темпы роста уровня проникновения сети интернет за последние несколько лет составляют около 20% ежегодно. Очевидно, что в среднесрочной перспективе уровень проникновения вырастет как минимум до 60%. Согласно последним прогнозам ФОМ, ежегодно в период 2011-2014 гг. российская аудитория Сети будет увеличиваться на 6-7 миллионов россиян. При сохранении текущих тенденций в развитии и распространении интернета число пользователей рунета к 2014 году вырастет почти на 60%, или приблизительно на 30 миллионов человек. Таким образом, российский интернет станет крупнейшим в Европе как по формальному охвату, так и по количеству активных пользователей.

**Рис. 12** Прогноз динамики российской интернет-аудитории (% ,18+)



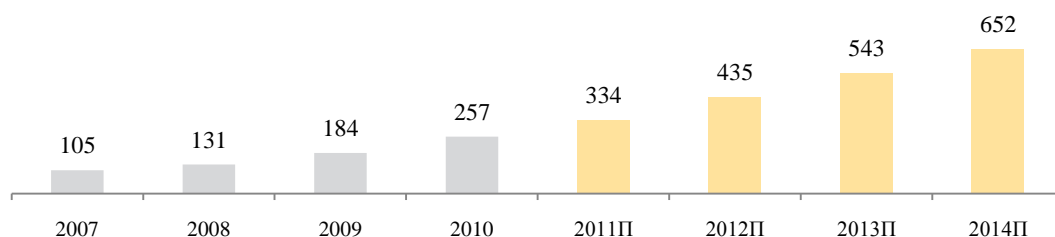
Источник: ФОМ, оценки ИХ «ФИНАМ»

Основными драйверами развития интернета в России, на наш взгляд, будут оставаться такие факторы, как расширение доступности сети в регионах (в том числе, на фоне снижения стоимости доступа в результате дальнейшего развертывания ШПД и расширения конкуренции), государственная поддержка индустрии – прежде всего в части обеспечения доступа учебных заведений к интернету и реализации программы информатизации общества (Целевая Программа «Информационное общество (2011—2018 гг.)»).

### Интернет-торговля

Примерно 45% российской интернет-экономики приходится сегодня на долю сектора e-commerce. Объем розничной онлайн-торговли по итогам 2010 г., согласно различным подсчетам, оценивается в 240-260 млрд. руб. (около \$8,7 млрд.). На наш взгляд, несмотря на уже достаточно длительный срок существования, данный рынок в России находится на первоначальном этапе своего формирования и сохраняет огромный потенциал роста. Доля этого сегмента в общем объеме розничной торговли (16,6 трлн. руб. в 2010 г.) составляет только около 1,6%. Аналогичные показатели для развитых европейских стран выше в среднем в 5-10 раз (например, в Великобритании – около 20%). В перспективе следующих 7-10 лет средние темпы роста рынка e-commerce не опустятся ниже 20%, а в течение ближайших нескольких лет будут оставаться существенно более высокими – 34,3%. К 2015 году объем этого рынка может возрасти в 2-2,5 раза, и это – умеренный базовый сценарий. При этом объем интернет-торговли может достичь 3-3,5% от общего объема розничного товарооборота.

**Рис. 13** Объем рынка e-commerce 2007-2010 гг., прогноз до 2014 г. (млрд. руб.)



Источник: данные участников рынка, профильных исследований, оценки ИХ «ФИНАМ»

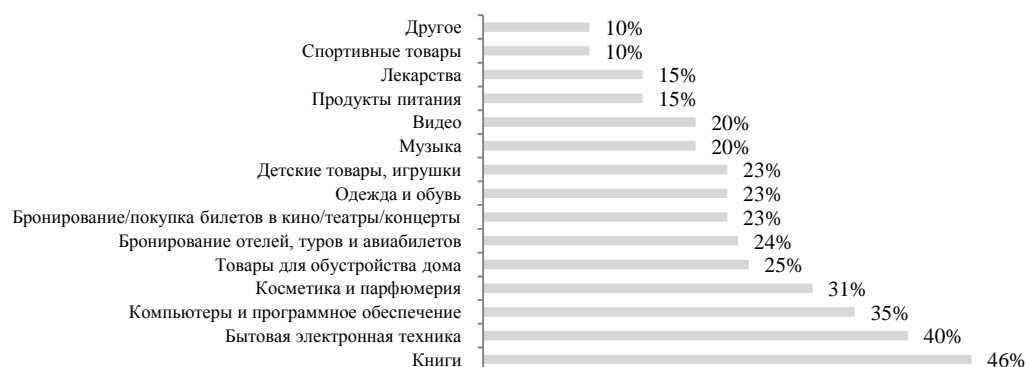
Основным драйвером роста рынка e-commerce будет динамичное развитие сети интернет и, соответственно, изменение потребительских стратегий – онлайн-шоппинг по мере своего развития и совершенствования логистики (в том числе, логистики платежей) будет постепенно отвоевывать долю рынка у традиционных форматов. Высокими темпами продолжают развиваться большинство онлайн-сервисов, в первую очередь, решения, ориентированные на потребительский рынок, а также связанные с сегментом финансовых услуг.

Также как положительный фактор мы отмечаем высокую динамику развития банковского процессинга в России – за последние годы число обладателей пластиковых карт значительно возросло, теоретически рынок e-commerce в перспективе может претендовать на значительную часть этой аудитории. К началу 2011 г., по данным ЦБ, в России эмитировано более 144 млн. карт. Однако, пока собственно безналичные платежи развиты недостаточно. Из общего количества операции 67% - это снятие средств и только 33% - операции по оплате товаров и услуг. При этом в денежном выражении (объем операций в 2010 г. составил около 12,1 трлн.) доля операций по снятию средств составляет почти 90%. Ситуация, несомненно, будет меняться, но процесс изменения потребительского поведения займет, очевидно, достаточно длительный период.

### Структура и география рынка

Согласно данным большинства различных измерений, наибольшая доля продаж в натуральном выражении от общего объема товаров реализуемых посредством дистанционной торговли (интернет-торговли) приходится на долю контента на физических и цифровых носителях (в том числе, это и книги), а также на мелкую и крупную электронику и бытовую технику. Второй эшелон - товары для детей, мебель, предметы интерьера, товары личного пользования (преимущественно, одежда, аксессуары и т.д.), предметы коллекционирования и т.п.

**Рис. 14** Наиболее покупаемые товары



Источник: PwC, оценки ИХ «ФИНАМ»

При этом в денежном выражении около 60% рынка (покупки дороже \$500) приходится именно на долю товаров БТиЭ. Это самая значительная категория в структуре рынка, которая, на наш взгляд, будет превалировать в среднесрочной перспективе.

На долю Москвы и Санкт-Петербурга приходится около 40% покупателей и примерно 60% от общего оборота e-commerce (данные исследований компании Data Insight). Объем среднестатистических расходов на онлайн-покупки в Москве составляет около \$525, в Санкт-Петербурге - \$390, в регионах – \$220 (Data Insight). Основная возрастная категория потребительской аудитории – 20-45 лет.

На наш взгляд, в среднесрочной перспективе активность дистанционной торговли будет смещаться в сторону периферии, где количество физических каналов продаж ограничено. На данном этапе фактором, тормозящим эти процессы, остается сравнительно более низкий уровень проникновения интернета в регионах и невысокий уровень развития логистической инфраструктуры.

### Конкурентная среда

Сегодня на рынке представлено очень большое количество игроков, и оценки их численности значительно варьируются. В среднем, речь идет о 8-10 тысячах функционирующих интернет-магазинов в целом по РФ. Рынок не консолидирован. Так среди клиентов Яндекс.Маркета – крупнейшего агрегатора коммерческих онлайн-предложений – на долю крупного бизнеса приходится только около 5%, среднего — 35%, при этом около 60% занимают небольшие

операторы. Более чем существенная доля малого бизнеса связана с низким порогом входа в сектор: высокие ставки аренды и другие издержки, в том числе, избыточные бюрократические барьеры, мотивируют предпринимателей при организации розничного бизнеса именно к созданию интернет-магазинов, а не более традиционных форматов, инвестиции в которые существенно выше. Аудитория Яндекс.Маркета составляет около 9 млн. человек.

**Табл. 9** ТОП-15 интернет-магазинов в рунете, 2010 г.

	Магазин	Формат магазина	Среднемесячный оборот, млн.руб.	Конверсия <sup>1</sup> , %	Посещаемость, тыс. чел. в месяц
1	Ozon.ru	Гипермаркет	348,6	0,93	14652
2	KupiVip.ru	Одежда,обувь, аксессуары	186,78	1,59	4913
3	Sotmarket.ru	Телефоны, компьютеры	87,38	0,81	1315
4	<b>Utinnet.ru</b>	<b>Компьютеры</b>	<b>77,03</b>	<b>2,25</b>	<b>419</b>
5	Citilink.ru	Телефоны, компьютеры	44,3	0,81	667
6	Vasko.ru	Гипермаркет	43,54	2,32	356
7	Fifty.ru	Бытовая техника	40,76	2,95	117
8	Techhome.ru	Гипермаркет	40,01	2,85	249
9	Boutique.ru	Одежда,обувь, аксессуары	35,51	0,5	641
10	Top-shop.ru	Гипермаркет	32,44	0,9	1300
11	Electroklad.ru	Бытовая техника	28,33	1,87	194
12	4tochki.ru	Все для авто	27,84	0,85	217
13	Dostavka.ru	Гипермаркет	27,83	0,87	712
14	Pult.ru	Бытовая техника	26,86	1,45	238
15	Euromaxx.ru	Бытовая техника	24,45	1,64	124

Источник: исследование ИД Коммерсантъ, оценки ИХ «ФИНАМ»

Традиционные ритейлеры, представленные в интернет-формате, оцениваются покупателями хуже лидеров интернет-торговли. Причины этого: менее отлаженная, по сравнению с онлайн-ритейлерами, логистика, высокие цены, меньший ассортимент. Основная функция интернет-магазина офлайн-ритейлера – быть витриной выбора с информацией о ближайших магазинах, имеющих в наличии необходимый покупателю товар.

**Табл. 10** Качество услуг интернет-магазинов

	1/5	5/5	всего	Рейтинг ЯМ	Сроки доставки в днях после дня заказа
Mvideo.ru	257	256	712	4/5	2-3
Eldorado.ru	196	160	572	3/5	2-3
Tehnosila.ru	107	37	205	2/5	2-3
Ozon.ru	388	665	1620	4/5	2-3
KupiVip.ru	n/a	n/a	n/a	n/a	4-6
Sotmarket.ru	n/a	n/a	n/a	n/a	2-3
<b>Utinnet.ru*</b>	<b>163</b>	<b>824</b>	<b>1181</b>	<b>5/5</b>	<b>1</b>
Citilink.ru	190	496	973	4/5	2-3
Vasko.ru	n/a	n/a	n/a	n/a	2-3
Fifty.ru	n/a	n/a	n/a	n/a	2-3
Techhome.ru	n/a	n/a	n/a	n/a	3-4
Electroklad.ru	608	1441	2607	4/5	2-3
Dostavka.ru	144	875	1329	4/5	2-3
Pult.ru	66	778	1248	4/5	2-3
Euromaxx.ru	121	217	402	4/5	1-2
Justcom.ru	30	993	1219	5/5	1-2
Pleer.ru	667	2566	4314	4/5	2-3

<sup>1</sup> Показатель за 3 недели в апреле 2011

Euroset.ru	116	152	338	3/5	2-4
------------	-----	-----	-----	-----	-----

Источник: Яндекс.Маркет, оценки ИХ «ФИНАМ»

\* включая: uti-note.ru, uti-projector.ru, uti-dom.ru, uti-office.ru, uti-tv.ru,

Ютинет.Ру оценен потребителями выше, чем любой другой универсальный магазин. М.Видео, у которого потребители отмечают серьезные проблемы с качеством услуг, запустил активную кампанию, направленную на улучшение качества, но эффект от нее стоит ожидать не ранее чем в июле 2012 г. Ozon.ru, ранее показывавший серьезные темпы увеличения бизнеса, в 2010 году вырос меньше рынка – всего на 34%. Ключевой причиной этого мы считаем появление новых сильных игроков и выход в онлайн крупных оффлайн-игроков, с которыми Ozon.ru стал конкурировать, начав формировать собственную логистику, а также стагнацию основного для магазина онлайн-рынка книг. Однако, она оказалась менее эффективной, чем у крупных оффлайн-магазинов, при этом уровень сервиса Ozon.ru близок к оффлайн-магазинам по срокам доставки и цене, что снижает к нему интерес интернет-пользователей. Следует отметить, что такие компании, как Pleeг.ru, Citilink.ru, Justcom.ru, являются узкоспециализированными дискаунтерами и представляют интерес для будущего поглощения крупными игроками, но самостоятельно выйти из своих сегментов, на наш взгляд, не смогут.

Мы считаем, что с учетом потенциала, высокой динамики и привлекательности данного рынка, в ближайшее время конкуренция в этой сфере существенно возрастет, более активно будут происходить процессы консолидации и укрупнения бизнеса основных игроков, в том числе, за счет сделок M&A. Основными бенефициарами этих процессов станут наиболее динамично развивающиеся компании, которые смогут в короткий период усилить позиции благодаря реализации комплексной стратегии, ориентированной на расширение аудитории своих проектов – как в результате активной маркетинговой политики, внедрения сервисных решений, ориентированных на повышение лояльности покупателей, усиления логистической инфраструктуры, так и за счет активных действий на рынке M&A.

### **Прогноз компьютерного рынка и парка компьютеров России на 2011-2016 годы**

В настоящее время ключевым рынком, на котором компания Ютинет.Ру добилась значительных успехов, является компьютерный рынок, в первую очередь – сегмент мобильных компьютеров (ноутбуков). Для оценки перспектив этого рынка нами выполнены прогнозы рынка персональных компьютеров (ПК) и его мобильного сегмента до 2016 года. Для построения прогнозов использовались хорошо известные маркетинговые модели диффузии инноваций и все доступные нам данные, включая статистику продаж, публикуемую IDC, Gartner и ITResearch, итоги массовых социологических опросов Левада-Центра, данные обследования бюджетов домохозяйств Росстата, а также сведения маркетинговых исследований срока службы компьютера.

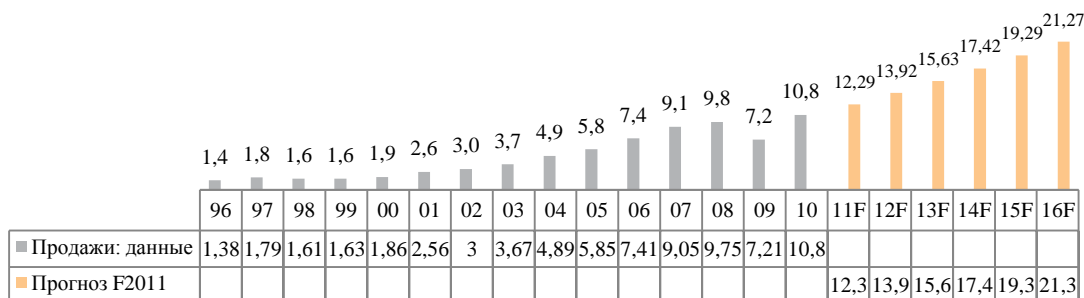
В 2016 году рынок персональных компьютеров Российской Федерации удвоится по сравнению с 2010 годом.

Объем продаж ноутбуков как в натуральном, так и в денежном выражении, в 2016 году вырастет почти в три раза по сравнению с 2010 годом.

### **Прогноз рынка персональных компьютеров России до 2016 года**

Выполненные нами прогнозы размеров российского компьютерного парка и компьютерного рынка России в натуральных величинах свидетельствуют об удвоении рынка в 2016 году по сравнению с 2011 годом, в том числе – трехкратном росте продаж ноутбуков.

При анализе динамики продаж компьютеров в России в 1996-2010 гг. мы использовали данные исследовательских компаний IDC, ITResearch, Gartner. Основным драйвером роста компьютерного рынка в прошедшие пятнадцать лет выступил спрос домашних хозяйств, которые в условиях роста доходов смогли позволить себе использование интернета, покупку компьютерных игр, видео- и прочих товаров и услуг, предоставляемых растущим числом поставщиков.

**Рис. 15** Продажи компьютеров (млн. единиц)

Источник: IDC, IT-Research и Gartner, оценки ИХ «ФИНАМ»

Российский рынок ПК в 1996-2007 гг. демонстрировал устойчивые темпы прироста – около 21% ежегодно. В последнем квартале 2008 года финансовый кризис вызвал резкое падение продаж, и в 2009 г. рынок провалился на 30%, однако провал был вскоре компенсирован резким ростом – на 48% в 2010 году.

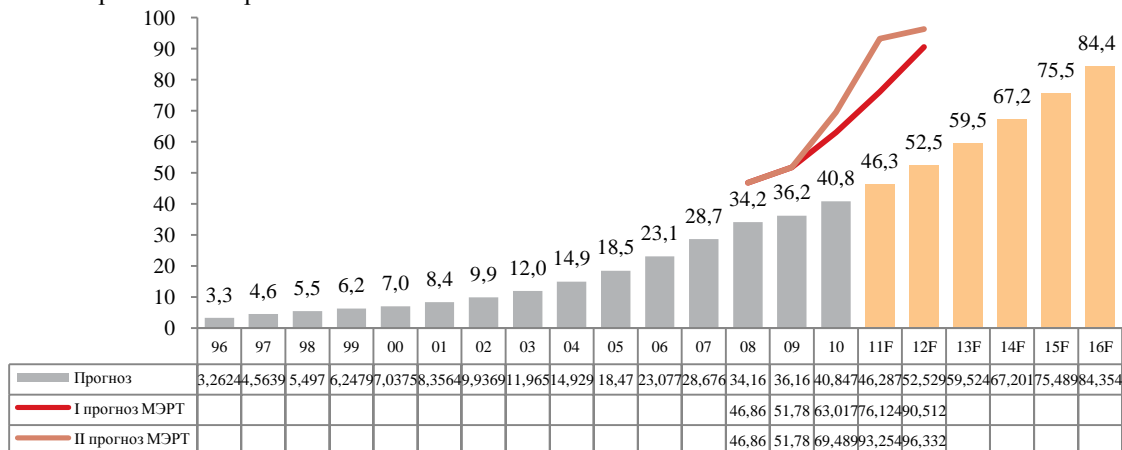
Мы предполагаем, что в 2011-2016 г. спрос со стороны домохозяйств продолжит расти, поскольку в настоящее время персональный компьютер имеется лишь у 43% российских семей, в то время как мобильный телефон есть уже почти у 90%. Мы оцениваем потенциал роста проникновения портативных компьютеров (включая любые будущие устройства, способные использовать интернет, предоставлять возможность играть в цифровые игры, смотреть видео и обрабатывать документы) также в 90%.

В основе наших расчетов компьютерного рынка лежит модель динамики распространения ПК в российских домохозяйствах и организациях. Для каждого из сегментов рынка – домашнего и корпоративного – мы строим отдельную модель компьютерного парка, при помощи которой затем рассчитываем величину рынка. Под эксплуатационным компьютерным парком мы понимаем совокупное количество компьютеров (настольных, мобильных и серверов), которые эксплуатируются пользователями. Российский компьютерный парк, по известным нам оценкам, сегодня насчитывает от 40 до 63 млн. устройств. Наша оценка составляет 46,3 млн. устройств в 2011 году.

При моделировании спроса домохозяйств на компьютеры мы используем широко применяемую модель диффузии инноваций Ф.Басса и подбираем ее параметры таким образом, чтобы удовлетворить ежегодно публикуемым данным опросов Левада-Центра о наличии или отсутствии компьютера в российских семьях. Кроме того, как свидетельствуют результаты произведенного Росстатом исследования бюджетов домохозяйств, некоторая доля российских семей, владеющих ПК, с течением времени приобретает второй и третий компьютеры. По нашим расчетам, эта доля составляет 40% для второго компьютера и 16% - для третьего, а соответствующие временные лаги – 3 года (для второго дополнительного компьютера) и 6 лет (для третьего). Покупки дополнительных компьютеров также включены в нашу модель, что позволило нам учесть как данные Левада-Центра, так и данные Росстата.

Что касается корпоративного сегмента рынка, то мы предполагаем, что спрос на компьютеры со стороны российских организаций продолжит расти на 16% в год (что соответствует среднегодовым темпам прироста за прошедшее десятилетие).

Суммируя парки домашних и корпоративных компьютеров, мы получаем итоговый прогноз парка ПК, изображенный на рис. 16.

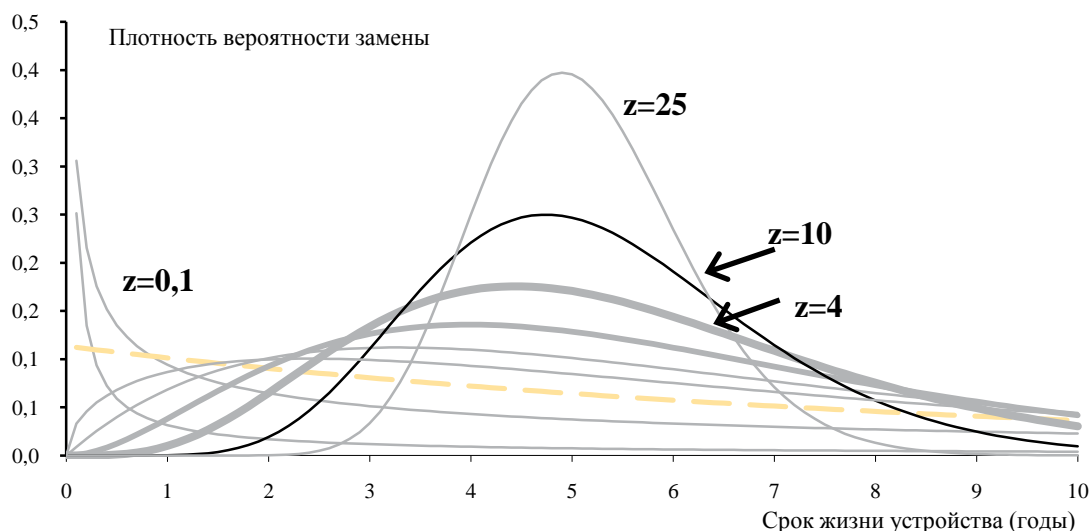
**Рис. 16** Парк компьютеров России

Источник: Министерство экономического развития, оценки ИХ «ФИНАМ»

Отметим, что наши прогнозы компьютерного парка приблизительно вдвое скромнее, чем аналогичные прогнозы Минкомсвязи РФ и Министерства экономического развития РФ (МЭР). Если же брать за основу прогнозы Минкомсвязи и МЭР, то и соответствующие прогнозы компьютерного рынка окажутся существенно выше, чем в наших расчетах.

Компьютеры приобретаются пользователями (домашними и корпоративными) как впервые, так и на замену устаревшим (физически или морально). Построив прогноз парка компьютеров (рис.16), мы немедленно рассчитываем количество «первых продаж», а для расчета продаж «на замену» нам требуется распределение срока службы компьютера. Такое распределение было получено нами при помощи моделирования данных маркетинговых исследований. Средний срок службы компьютера в наших расчетах составляет 6,12 года.

**Рис. 17** Плотность распределения срока службы компьютера



Источник: оценки ИХ «ФИНАМ»

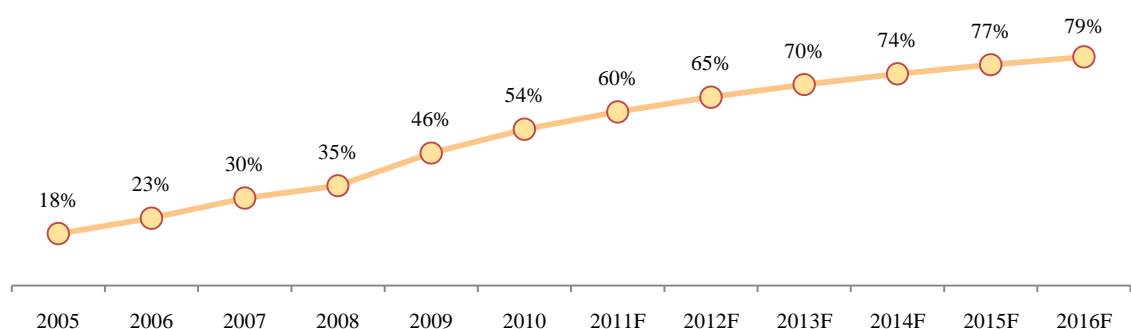
Итогом расчетов является прогноз продаж компьютеров на российском рынке до 2016 года, который изображен на рис.16. Несмотря на то, что наши прогнозы гораздо менее оптимистичны официальных прогнозов Минкомсвязи и МЭР, они, тем не менее, свидетельствуют об удвоении продаж персональных компьютеров (включая десктопы, ноутбуки, нетбуки и проч.) в 2016 году по сравнению с 2010 годом.

### Прогноз рынка ноутбуков в России до 2016 года

Объем продаж ноутбуков в натуральном выражении в 2016 году, по нашим расчетам, вырастет в три раза по сравнению с 2010 годом.

Российский рынок мобильных ПК является относительно молодым, и поэтому – сравнительно быстро растущим. Доля мобильных ПК (включая нетбуки) в продажах в 2005-2010 гг. быстро росла и, по данным ITResearch, в 2011 году составила 54% в натуральном выражении. Темпы прироста продаж ноутбуков в 2005-2010 гг. существенно опережали темпы прироста продаж настольных ПК, никогда (за исключением 2009 года) не опускаясь ниже 50%. В частности, в 2010 г. по данным ITResearch рынок мобильных ПК вырос в натуральном выражении на 107%.

**Рис.18** Доля ноутбуков в продажах персональных компьютеров



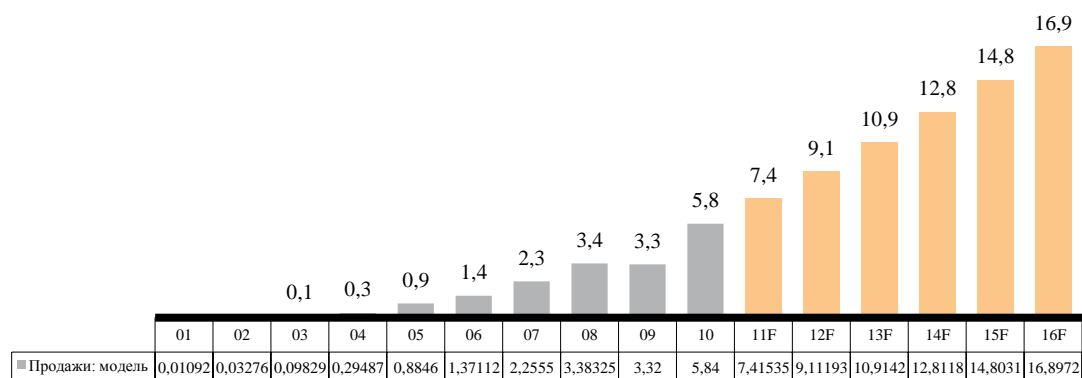
Источник: данные IDC и ITResearch, оценки ИХ «ФИНАМ»

Мы предполагаем, что тенденция замещения настольных компьютеров мобильными продолжится, в первую очередь, в домашних хозяйствах. Настольные компьютеры в будущем будут использоваться преимущественно организациями, в особенности – по мере вытеснения десктопных приложений облачными.

Продолжая наблюдаемые тенденции, мы получаем прогноз роста доли ноутбуков в продажах персональных компьютеров изображенный на рис.19. Наши прогнозы хорошо согласуются с прогнозами других организаций: в частности, компания eTForcasts ожидает роста доли ноутбуков на рынке США с 60% в 2010 до 69% в 2014 году.

Выполненные расчеты доли ноутбуков на рынке ПК позволили нам построить окончательный прогноз российского рынка ноутбуков, который представлен на рис.19. **Как показывает прогноз, рынок ноутбуков утроится: с 5,8 млн. единиц в 2010 году до почти 17 млн. единиц в 2016 году.**

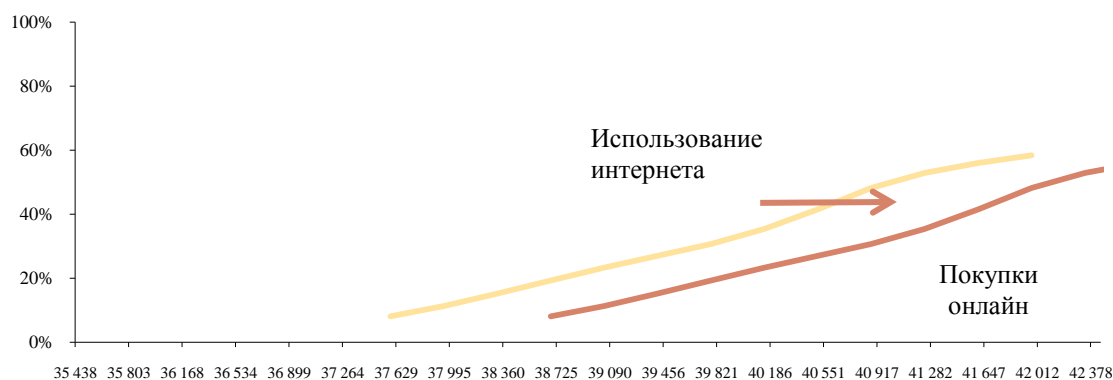
**Рис. 19** Рынок ноутбуков РФ: продажи ноутбуков (млн. единиц)



Источник: ITRResearch, IDC, оценки ИХ «ФИНАМ»

Отметим, что компания Ютинет.Ру продает мобильные компьютеры активным пользователям интернета. Как свидетельствуют данные опросов Eurostat (рис.21), средняя задержка между началом использования интернета и покупками онлайн составляет для европейцев около 3 лет. Аналогичные данные были получены и российскими исследователями.

**Рис. 20** Статистика использования интернета и покупок онлайн



Источник: Eurostat, оценки ИХ «ФИНАМ»

Согласно прогнозу Фонда «Общественное мнение», число пользователей Сети в 2014 году превысит 80 млн. человек. По мере роста проникновения интернета в России, накопления опыта использования сети, россияне будут чаще покупать компьютеры онлайн, поскольку это поможет им как наилучшим образом выбрать подходящее устройство, а заодно – сэкономить время. За счет замещения традиционных покупателей молодыми, уже привыкшими покупать в интернете, онлайн-рынок ноутбуков может расти значительно быстрее традиционного – его объемы могут увеличиться не в 2-3, а в 5-6 раз.



**Рис. 21** Прогноз доли россиян, совершающих покупки онлайн (на основании данных о пользователях интернета и покупателях в Европе)



Источник: ФОМ, оценки ИХ «ФИНАМ»

# Описание Компании и стратегии ее развития

## История развития

Компания была основана в 2004 г. Михаилом Уколовым (генеральный директор) и Олегом Рыбаловым (финансовый директор), имеющими стартовый капитал в размере \$3 700. В этом же году началась разработка системы выбора товаров по целям использования, которой занимались Михаил Уколов и Давид Галоян (занимающий в настоящее время в Компании позицию IT-директора). Первоначально ассортимент продукции, который предлагала Компания, состоял только из ноутбуков, одной и первых компаний была внедрена система выбора товара по параметрам и начаты продажи через интернет-магазин. Через год линейка реализуемой Компанией продукции была расширена за счет нового товарного направления – проекторов.

В 2008 г. Ютинет.Ру стал лидером по продажам ноутбуков в России с долей рынка 10% по выручке. Также были запущены направления продаж LCD-мониторов, цифровой техники, автомобильной электроники.

В кризисный 2009 г. Компания сохранила лидерство на рынке продаж ноутбуков и разработала прототип инновационной платформы выбора товара. Торговый оборот Компании вырос в 4,5 раза по сравнению с 2004 г. Менеджментом Ютинет.Ру было принято решение о разделении исходного бизнеса на два направления: «платформу» (для оформления и передачи заказов торговым компаниям) и торговую компанию (для исполнения заказов) с целью создания более масштабируемой и устойчивой бизнес-модели. В 2009 г. были заключены первые агентские договора с продавцами электроники на привлечение клиентов через платформу выбора товаров. Также была открыта новая витрина с офисной техникой (uti-office.ru). Ютинет.Ру был подготовлен прототип технологии поиска для платформы Ютинет 2.0 и начато ее тестирование. В этом же году была открыта витрина бытовой техники и начато сотрудничество с компанией Holodilnik.ru. Исполнение заказов осуществляет сторонняя торговая компания, платформа начинает зарабатывать на привлечении заказов для партнеров Компании.

В 2010 г. Компания привлекает инвестиции на развитие от инвестиционного фонда IQ One Holdings S.A. В этом же году были заключены агентские договора с продавцами электроники на привлечение клиентов через платформу выбора товаров.

В 2011 г. Ютинет.Ру открывает продажи ТВ, бытовой техники и мобильных телефонов. В этом же году была проведена реорганизация компании из общества с ограниченной ответственностью в открытое акционерное общество «Платформа ЮТИНЕТ.РУ», которой была поглощена собственная торговая компания – ООО «Ритейл Систем».

Таким образом, в настоящий момент Ютинет.Ру – универсальный интернет-магазин, который предлагает товары всех основных категорий электронной и цифровой техники с системой подбора по целям использования.

## Платформа выбора товаров

Основным продуктом Компании является уникальная технологическая платформа. Платформа Ютинет 2.0 представляет собой площадку, которая владеет широким каталогом технических характеристик товаров с уникальной возможностью их выбора по целям использования и оформления заказа. За каждый оформленный заказ платформа получает до 5% от суммы переданного на исполнение заказа. Заказы можно оформлять как через витрину [www.utinet.ru](http://www.utinet.ru), так и через внешние витрины, сгенерированные для владельцев узкоспециализированных тематических сетей, блогов и т.д. на основе выборки каталога. Владелец места размещения витрины получает процент от заказов, оплачивая фиксированную комиссию за пользование внешней витриной Компании. Сервисы платформы способны понимать человеческий язык («универсальный утюг», «недорогой качественный телефон в подарок бабушке», «быстрый компьютер для студента» и т.д.). Уникальный алгоритм обработки баз данных по продуктам упрощает процесс выбора товара, позволяя быстро находить товар, соответствующий конкретным потребностям покупателя. Впервые система выбора была представлена на выставке CeBit-2011. В настоящий момент в мире нет действующего аналога системы.

Техника становится все сложнее, и большинство консультантов в традиционных магазинах не знают всех функций и, соответственно, не могут подобрать наиболее оптимальный товар для покупателя. Технологичная система подбора знает все характеристики и может оптимально представить на выбор несколько товаров из сотен тысяч.

В мае Google купил компанию Sparkbuy.com с разработками в области подбора телевизоров и ноутбуков по целям использования. Мы считаем, что в среднесрочной перспективе Google не сможет составить конкуренцию Ютинет.Ру на российском рынке, т.к. в России не работает сервис Google shopping (аналог Яндекс.Маркета), и на его локализацию и запуск может уйти 3-4 года, доработка технологий Sparkbuy может занять еще 1-2 года, а их локализация – 1-3 года. Яндекс не располагает сколько-либо значимыми разработками в области подбора товаров и, по нашим оценкам, не сможет сделать конкурентный продукт раньше Google в перспективе 3-4 лет.

## Торговая компания

100% ООО «Ритейл Систем» принадлежит ОАО «Платформа ЮТИНЕТ.РУ». Компания занимается торговлей ноутбуками и проекторами, и занимала 15% рынка интернет-торговли в России по итогам 2010 г. Заказы торговая компания покупает у платформы и доставляет покупателю, а доход получает за счет товарной наценки в размере 8-10%. Ключевыми факторами успеха торговой компании являются:

- уникальная система обработки и логистики заказов, которая позволяет доставлять ноутбук в день или на следующий день после оформления заказа. При этом всего 10% товаров Компания хранит на своем складе, остальные заказы выполняются непосредственно со склада дистрибьюторов;
- система отслеживания исполнения заказа. Клиенты получают уведомления по СМС о статусе заказа.

Ритейл Систем владеет пунктом выдачи заказов в г. Москве площадью 300 кв. м по адресу: ул. Шухова д. 14 стр. 11. Его основное назначение - выдача товаров, за которыми приезжают покупатели интернет-магазина. Также в пункте выдачи заказов в автоматическом режиме можно выбрать и оплатить товар. В магазине находятся 3 окна для оплаты заказов, 4 окна выдачи заказов, 10 онлайн-терминалов для оформления новых покупок, 3 терминала «Автокасса», а также банкоматы «Сбербанка» и «Альфа-банка», в зале работают 10 консультантов.

Табл. 11 Структура продаж Ютинет.Ру

	2010	Доля в выручке, %	1 кв. 2011	Доля в выручке, %
<b>Выручка (руб.)</b>	<b>980 011 100</b>		<b>367 148 120</b>	
Ноутбуки	826 160 100	84,30%	270 424 017	73,66%
Проекторы	67 503 623	6,89%	26 150 726	7,12%
Офисная техника	37 323 242	3,81%	52 105 826	14,19%
Аксессуары	39 200 444	4,00%	15 053 073	4,10%
Доставка и услуги	9 823 692	1,00%	3 414 478	0,93%

Источник: данные Компании, оценки ИХ «ФИНАМ»

## Стратегия развития Компании

Ютинет.Ру использует проверенную бизнес-модель, основные цели развития до 2015 г. – стать лидером на рынке электроники в рунете, выйти на международный рынок и стать одним из лидеров по рентабельности EBITDA в секторе.

Стратегия состоит из 3 основных этапов:

- Внедрение платформы выбора товара;
- Реклама и маркетинг;
- Повышение рентабельности бизнеса.

### **Внедрение платформы выбора товара**

Разработка идеи платформы выбора товаров по качественным характеристикам была начата в 2004 г. – с момента создания Компании. Платформа выбора Ютинет 2.0 с уникальной технологией поиска была успешно запущена в бета-тестирование в мае 2011 года.

До конца 2011 г. Компания планирует окончательно внедрить платформу выбора и довести товарные витрины до полной готовности. Основные направления деятельности Ютинет.Ру: открытие витрин в смежных (электронных) направлениях для работы со сторонними торговыми компаниями (одна витрина в первые 4 месяца с 1 подрядчиком на витрину, и две витрины – по итогам 6-7 месяцев).

### **Реклама и маркетинг**

Маркетинг Компании состоит из товарного маркетинга (осуществляется постоянно) и маркетинга формирования бренда (2011-2012 гг.).

Товарный маркетинг направлен на обеспечение притока необходимого количества целевого трафика на витрины проекта за счет покупки трафика и мероприятий по увеличению лояльности и уменьшению покупательского цикла (скидки при повторной покупке, эмоциональные подарки, партнерские акции с ритейлерами, предусматривающие предоставление скидок для клиентов).

Маркетинг формирования бренда направлен на повышение узнаваемости бренда «Ютинет.Ру» на уровне 10-15% интернет-аудитории и формирование ядра постоянных посетителей в объеме не менее 50 тыс. человек в сутки.

### **Повышение рентабельности бизнеса**

Выручка Компании состоит из выручки от платформы выбора товаров (плата торговых компаний за получение заказа с сайта) и выручки собственной торговой компании. С целью повышения рентабельности бизнеса планируется увеличить долю выручки от высокомаржинального бизнеса интернет-платформы в общей выручке. Для этого планируется привлечь к каждой витрине не по одной, а по несколько конкурирующих торговых компаний, что позволит, в том числе, расширить возможности выбора для клиентов Ютинет.Ру.

В итоге, в процессе расширения бизнеса Компания планирует выйти на рынки СНГ, Европы, США и других стран, а также нарастить локальное присутствие в России за счет открытия точек выдачи товаров в регионах.

**Мы считаем, что стратегия развития Компании, ориентированная на консолидацию быстрорастущего рынка розничной торговли электроникой, а также стремительный рост интернет-торговли, является продуманной и реализуемой.**

**Стратегия роста подразумевает распространение успешной модели торговли ноутбуками в Москве на другие регионы и товарные категории. Это позволит Компании стать универсальным интернет-ритейлером потребительской техники и электроники.**

**В планах Компании - удвоение клиентской базы к 2012 г. за счет выхода в региональные города-миллионники посредством открытия в них точек выдачи товаров, расширения товарных категорий. К 2015 г. Компания планирует довести количество ежедневных посетителей сайта до 137 тыс.**

## Анализ финансовых показателей

I	В 2008-2010 гг. доходы Компании увеличивались с CAGR 107%.
II	Вследствие выхода экономики из кризиса 2008-2009 гг., выручка Компании в 2010 г. по сравнению с 2009 г. увеличилась в 3 раза, при этом значительно увеличился штат сотрудников и связанные с этим расходы.
III	В 2010 г. прибыль Компании составила 26,83 млн. руб., в 2009 г. чистый убыток составил 16,66 млн. руб.
IV	Среднеотраслевые товарные запасы в ритейле обычно составляют 30-40 дней, в сегменте БТиЭ - 90-120 дней. У Ютинет.Ру средний объем товарных запасов рассчитан на 2 дня. Сегодня это одна из самых эффективных компаний на рынке розничной торговли БТиЭ в России.

Финансовые показатели Ютинет.Ру за 2010 гг. по МСФО были аудированы ООО «Интерком-Аудит», независимым членом BKR International, Всемирной ассоциации бухгалтерских и консалтинговых фирм.

В 2008-2010 гг. доходы Компании увеличивались с CAGR 106,59% за счет уменьшения конкурентов после финансового кризиса, роста доли потребителей, которым важна быстрая доставка товара, открытие новой товарной категории, увеличения количества повторных покупок.

На выручку Ютинет.Ру значительное влияние оказывает сезонный фактор. Основные продажи приходятся на сентябрь (начало учебного года) и конец года (новогодние и рождественские праздники). В конце 2010 г. Компания открыла ряд новых товарных групп, эффект от запуска которых можно будет оценить в отчетности за 2011 г. К концу 2011 г. за счет очередного увеличения товарных направлений (в настоящий момент интернет-магазин предлагает товары всех основных категорий электронной и цифровой техники) Компания планирует увеличение выручки до 2,9 млн. руб., показатель рентабельности EBITDA до 2,9%. Торговая выручка составляет 97% от общей выручки в 2010 г. и 100% - от общей выручки в 2009 г.

У Компании отмечается значительная оборачиваемость капитала: только за 5 месяцев 2011 г. данный показатель составил 43,13 оборота, средняя оборачиваемость товара – 5,75 оборота.

**Табл. 12** Структура выручки Компании, млн. руб.

	2009	2010
Торговая выручка	318	952
Выручка платформы <sup>1</sup>	0	0
Прочая выручка	0	29
<b>Итого</b>	<b>318</b>	<b>980</b>

Источник: данные Компании

Основными факторами роста прибыли в будущем станут: открытие высокомаржинальных товарных групп (малая и крупная бытовая техника, автоэлектроника, цифровая техника, аудиоэлектроника, аксессуары к ТВ и пр.), экспансия в регионы и открытие свыше 233 точек выдачи товаров к 2015 году, сохранение тенденции увеличения доли повторных покупателей (с 25% в 2010 году до 80% в 2015 году), рост доли выручки от высокомаржинальной платформы, снижение закупочных цен за счет роста объема, а также увеличение торговых наценок на 2-3% после перехода на работу по постоянной клиентской базе.

**Табл. 13** Финансовые результаты Ютинет.Ру в 2008-2010 гг. по МСФО, тыс. руб.

	2008	2009	2010	CAGR 2008/ 2010
<b>Выручка</b>	<b>229 626</b>	<b>317 760</b>	<b>980 011</b>	<b>106,59%</b>
Себестоимость продаж	213 846	303 122	877 800	
<b>Валовая прибыль</b>	<b>15 780</b>	<b>14 638</b>	<b>102 211</b>	<b>154,50%</b>

<sup>1</sup> выручка платформы представляет собой доход от оказания услуг по передаче заказов партнерским организациям

<i>Валовая рентабельность</i>	7%	5%	10%	
Административные затраты	(6 727)	(8 500)	(14 711)	
Затраты на маркетинг	(13 559)	(19 024)	(29 771)	
Коммерческие затраты	(4 420)	(3 867)	(31 635)	
<b>Коммерческие административные затраты</b>	<b>(24 706)</b>	<b>(31 391)</b>	<b>(76 117)</b>	
Прочая операционная прибыль	27	190	2 092	
убыток				
Прочий операционный убыток	(23)	(74)	(17)	
<b>ЕБИТДА</b>	<b>(8 682)</b>	<b>(16 423)</b>	<b>28 212</b>	<b>-</b>
<i>Рентабельность ЕБИТДА</i>	<i>отриц</i>	<i>отриц</i>	3%	
Амортизация	(240)	(214)	(43)	
<b>ЕБИТ</b>	<b>(8 922)</b>	<b>(16 637)</b>	<b>28 169</b>	<b>-</b>
<i>Рентабельность ЕБИТ</i>	<i>отриц</i>	<i>отриц</i>	3%	
Процентные доходы			442	
Процентные расходы			(1 135)	
Налоги	(16)	(26)	(646)	
Налоговая ставка				
<b>Чистая прибыль</b>	<b>(8 938)</b>	<b>(16 663)</b>	<b>26 830</b>	<b>-</b>
<i>Рентабельность чистой прибыли</i>			3%	

Источник: данные Компании, оценки ИХ «ФИНАМ»

В 2008-2009 гг. чистая прибыль Компании была отрицательной, что было связано с кризисной ситуацией в экономике, когда резко сократилось потребление бытовой техники и электроники.

#### Структура затрат и оборотный капитал

Текущие расходы Компании делятся на управленческие и административные, затраты на продажу, маркетинг. В силу специфики торгового бизнеса, наиболее существенные статьи затрат – на продажи и маркетинг. Эти расходы составили 6% от розничной выручки в 2010 году и 7% - от розничной выручки за 2009 год.

**Табл. 14** Структура затрат на продажу Ютинет.Ру в 2008-2010 гг. по МСФО, тыс. руб.

	2008	2009	2010
Услуги связи	1 370	2 002	3 102
Транспортные расходы	230	549	887
Оплата труда	557	484	23 081
Социальное обеспечение	115	89	2 597
Материальные затраты	1 117	372	1 106
Расходы на амортизацию НМА	71	45	12
Расходы по текущему ремонту	502	35	309
Прочие затраты на продажу	458	291	208
Комиссионные вознаграждения, оплата посредникам	-	-	164
Страхование	-	-	132
Расходы по участию в тендерах, аукционах	-	-	37
<b>Итого затраты на продажу</b>	<b>4 420</b>	<b>3 867</b>	<b>31 635</b>

Источник: данные Компании, оценки ИХ «ФИНАМ»

Увеличение расходов на оплату труда в 48 раз и соответствующих налогов связано с существенным увеличением штата сотрудников (на конец 2010 года общая численность персонала Компании составляла 158 чел., а на 2009 год – 4 чел<sup>1</sup>).

<sup>1</sup> без учета внештатных сотрудников

Расходы на содержание офиса возросли также вследствие увеличения количества, а также расширения масштаба деятельности.

**Табл. 15** Структура общих и административных расходов Ютинет.Ру в 2008-2010 гг. по МСФО, тыс. руб.

	2008	2009	2010
Расходы по текущей аренде	5 647	6 127	5 945
Расходы по бухгалтерскому учету и аудиту	180	66	4 451
Оплата банковских услуг	425	367	1 375
Материальные затраты (включая топливо)	-	-	973
Расходы на управление, управленческие расходы	-	-	703
Корпоративные мероприятия	-	-	487
Расходы по созданию резерва по сомнительным долгам	26	(476)	458
Расходы по хозяйственно-техническому обслуживанию, эксплуатации	-	-	72
Оплата профессиональных услуг	-	-	47
Налоги	19	23	35
Расходы по износу основных средств	169	169	31
Страхование	-	-	30
Оплата юридических, нотариальных услуг	-	9	25
Расходы по текущему ремонту	-	-	19
Командировочные расходы	-	-	16
Обучение персонала	182	153	9
Расходы по найму оборудования	3	2	9
Транспортные расходы	-	-	6
Штрафы, пени и неустойки	-	26	2
Расходы по хранению, складские расходы	-	-	2
Расходы на консалтинг	-	2 034	-
Прочие расходы	76	-	16
<b>Итого общие и административные расходы:</b>	<b>6 727</b>	<b>8 500</b>	<b>14 711</b>

Источник: данные Компании, оценки ИХ «ФИНАМ»

**Табл.16** Сравнение доходности Ютинет.Ру и М.Видео, 2010 г.

	М.Видео	Ютинет.Ру
Валовая маржа	25,2%	10,0%
Рентабельность по EBITDA	5,2%	2,9%
Чистая рентабельность	2,6%	2,7%

Источник: данные Компании, оценки ИХ «ФИНАМ»

**Табл. 17** Сравнение операционного цикла Ютинет.Ру и М.Видео, 2010 г.

	М.Видео	Ютинет.Ру
Дней на хранение	118	2
Расчеты с покупателями	6	1
Расчеты с поставщиками	142	21
Цикл	-18	-18

Источник: данные Компании, оценки ИХ «ФИНАМ»

Ютинет.Ру обладает одной из лучших систем логистики товара и реализует механизм доставки товара "next day" (доставка на следующий рабочий день) при том, что товар еще не закуплен у производителей. Компания хранит на складе ядро товаров (<10% опорных SKU) на которое приходится 40-45% продаж.

Одна из уникальных в России разработок Компании - логистическая система, которая в режиме реального времени прогнозирует наличие товара на складах поставщиков (точность прогноза - 98%).

Выбор поставщика осуществляется также на основании собственной уникальной системы закупки: программа анализирует предложения поставщиков и выбирает тех, у кого лучше условия. За счет этого сроки исполнения заказа Ютинет.Ру - одни из самых низких на рынке.

## Заложенные в модели предположения и прогнозы

I	Мы прогнозируем рост выручки Компании с CAGR 89,9% в 2010-2015 гг. и увеличение ежедневной аудитории со среднегодовыми темпами на уровне 76,8%. Мы считаем, что в следующие 5 лет основным источником доходов Ютинет.Ру будет собственная торговая компания с 63%-й долей в обороте.
II	Мы видим незначительное увеличение среднего чека Компании (на 2,7%). По нашим прогнозам, за счет существенного роста ассортимента средняя цена за SKU в период до 2015 г. будет ежегодно снижаться на 5,1%, при этом количество приобретаемых SKU будет расти на 6,2% соответственно.
III	Мы предполагаем выгоду от развития сервиса по подбору товаров по целям использования, что позволит повысить лояльность клиентской базы и увеличить количество повторных заказов с 25,0% до 80,0% и конверсию с 1,5% до 3%. При этом мы прогнозируем существенный рост маржинальности по EBITDA и ее последующую стабилизацию на уровне 10% - за счет роста доли доходов от платформы.
IV	Ютинет.Ру имеет очень выгодные условия расчетов по товарам: беспроцентные кредиты на реализацию составляют в среднем 10 дней, таким образом, у Компании формируется значительный объем наличных средств, поскольку 55-60% заказов доставляются со склада дистрибьютора под конкретный заказ.

### Ключевые предположения

#### Рост клиентской базы

Мы оцениваем CAGR выручки Компании с 2010 до 2015 гг. на уровне 89,9%. По прогнозам Компании, с 2011 г. 70% оборота будет приходиться на собственную торговую компанию, а 30% - на торговую компанию, при этом выручка платформы от партнеров составит 4% от всей выручки компании.

Основываясь на данных продаж 1 кв. 2011 г. с конверсией 1,5%, мы делаем предположение, что уже начиная с 2012 года этот показатель составит 2,6%, т.к. будет достигнут максимальный эффект по повторным покупкам существующей клиентской базой от запущенных в 1 кв. 2011 г. новых товарных категорий.

**Табл. 18** Рост клиентской базы Ютинет.Ру в 2010-2015П гг.

	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Количество посетителей в день, чел.	14 021	26 067	47 724	69 950	91 324	136 986
Конверсия, %	1,50%	1,71%	2,60%	2,80%	3,00%	3,00%
<b>Среднее количество заказов</b>	<b>141</b>	<b>542</b>	<b>1 510</b>	<b>2 383</b>	<b>3 333</b>	<b>5 000</b>
Собственная торговая компания	131	461	1 057	1 549	2 000	3 000
Сторонние торговые компании	10	80	453	834	1 333	2 000
Средний чек торговой компании, руб.	19910	27 000	27 000	28 350	29 201	30 077
Средний чек партнеров, руб.	7 641	12 000	12 000	12 600	12 978	13 367

Источник: данные Компании, оценки ИХ «ФИНАМ»

#### Валовая рентабельность

Мы прогнозируем рост валовой рентабельности и выделяем 2 существенных драйвера:

- Торговая компания сможет получать лучшие условия у дистрибьюторов при росте объемов закупок, что позволит ей довести валовую рентабельность до 14%;
- Несмотря на долю 4-5% в выручке, рентабельность продаж платформы сможет оставить к 2015 г. 57%.



**Табл. 19** Прогноз финансовых показателей Ютинет.Ру в 2010-2015П гг., млн. руб.

	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	CAGR 2010/ 2015П
<b>Выручка</b>	<b>980 011</b>	<b>2 907 439</b>	<b>7 169 096</b>	<b>11 065 459</b>	<b>15 673 044</b>	<b>24 214 853</b>	<b>89,9%</b>
<b>Валовая прибыль</b>	<b>102 211</b>	<b>278 299</b>	<b>873 913</b>	<b>1 540 746</b>	<b>2 291 057</b>	<b>3 539 683</b>	<b>103,2%</b>
<i>Валовая рентабельность</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>12%</i>	<i>14%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	
<b>Коммерческие административ ные затраты</b>	(76 117)	(203 250)	(444 947)	(640 077)	(816 633)	(1 218 098)	
<b>ЕВИТДА</b>	<b>28 212</b>	<b>81 102</b>	<b>436 837</b>	<b>911 621</b>	<b>1 489 501</b>	<b>2 341 678</b>	<b>142%</b>
<i>Рентабельность ЕВИТДА</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>	<i>6%</i>	<i>8%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	
<b>Чистая прибыль</b>	<b>26 830</b>	<b>58 732</b>	<b>325 539</b>	<b>697 911</b>	<b>1 171 362</b>	<b>1 870 983</b>	
<i>Рентабельность чистой прибыли</i>	<i>3%</i>	<i>2%</i>	<i>5%</i>	<i>6%</i>	<i>7%</i>	<i>8%</i>	

Источник: данные Компании, оценки ИХ «ФИНАМ»

### Доходность

Мы предполагаем, что в 2011-2013 гг. компания будет тратить до 7% от выручки на рекламу и развитие продаж. В связи с этим мы прогнозируем широкий коридор по рентабельности ЕВИТДА. В 2014-2015 гг. мы видим стабилизацию расходов на уровне 3-4% и рост маржинальности до 10% по ЕВИТДА.

### Капитальные вложения

Мы рассчитываем, что капитальные затраты составят менее 1% от выручки и будут расти незначительно, т.к. основная часть затрат пойдет на покупку серверного оборудования, необходимого для поддержания роста постоянных посетителей сайта. Расходы на новые разработки, по нашим прогнозам, будут минимальны, и не превысят 0,3% от выручки, поскольку основная часть технологий уже разработана. Затраты на открытие до 100 точек выдачи и оплаты товара площадью 50 кв. м. не превысят 0,2% годовой выручки.

**Табл. 20** Прогноз затрат Ютинет.Ру млн. руб.

	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
На оборудование	14	23	31	40	49
На открытие точек выдачи товаров и оплаты	29	36	33	16	24
<b>Итого</b>	<b>43</b>	<b>58</b>	<b>65</b>	<b>55</b>	<b>723</b>
Долг	254	429	429	429	429

Источник оценки ИХ «ФИНАМ»

Текущая долговая нагрузка Компании – низкая, 3,5 млн. руб. Мы считаем, что для реализации агрессивной программы по привлечению пользователей Компании целесообразно привлечь в 2011-2012 гг. до 425 млн. руб. для предотвращения рисков, связанных с уменьшением объемов и/или условий предоставления товарных кредитов и изъятием капитала из торгового оборота.

При этом мы считаем, что денежный поток Компании сохранится на положительном уровне.

## Прогноз макроэкономических показателей

**Табл. 21** Прогноз макроэкономических показателей 2009-2015П

	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Средний курс \$, руб.	31,77	30,38	29,40	28,50	27,50	26,50	26,30
Индекс потребительских цен	8,8%	8,5%	8,7%	7,6%	6,5%	6,0%	6,0%
Индекс цен	13,9%	12,0%	11,1%	9,9%	8,5%	7,5%	7,5%

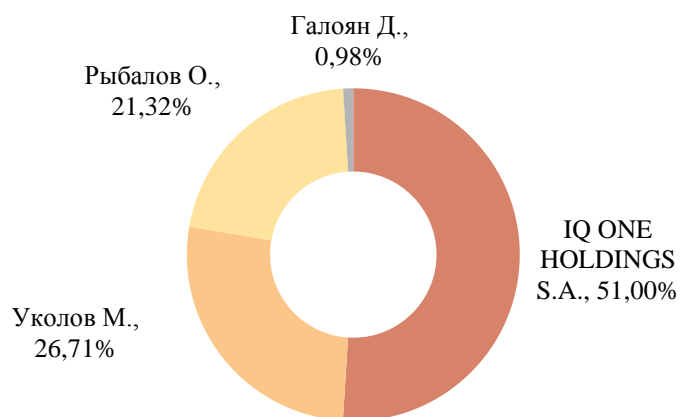
производителей							
ВВП, млрд. руб.	39 101	44 491	51 889	59 815	67 838	76 183	85 325
Реальный темп роста ВВП	-7,9%	4,5%	5,0%	6,0%	5,5%	5,2%	5,1%
Дефлятор ВВП, Россия	2,7%	10,1%	9,9%	8,8%	7,5%	6,8%	6,5%
Безрисковая ставка (средняя)	8,1%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%

Источник: оценки ИХ «ФИНАМ»

## Акционеры, корпоративное управление и менеджмент

Акционеры и менеджмент Компании обладают значительным опытом в построении и развитии IT-бизнеса в России.

**Рис. 22** Текущая структура акционеров ОАО «Платформа ЮТИНЕТ.РУ»



Источник: данные Компании

- IQ One (51,00%) - управляющая компания, осуществляет инвестиционную деятельность в сфере IT, оказывает услуги по поиску и отбору инвестиционных проектов, занимается организацией и сопровождением сделок по приобретению и продаже IT-компаний. Бенефициар группы – Ульви Касимов. IQ One приобрела 51% акций Ютинет.Ру в 2010 г.
- Михаил Уколов (26,71%): генеральный директор Компании, создатель ряда IT-проектов, соавтор инновационной системы выбора товаров, позволяющая осуществлять поиск на разговорном языке. Вместе с его партнером Олегом Рыбаловым основал Ютинет.Ру.
- Олег Рыбалов (21,32%): финансовый директор Компании, генеральный директор торговой компании ООО «Ритейл Систем».
- Давид Галоян (0,98%): IT-директор Ютинет.Ру, соавтор системы выбора товаров на сайте [www.utinet.ru](http://www.utinet.ru). В Компании с момента ее основания.

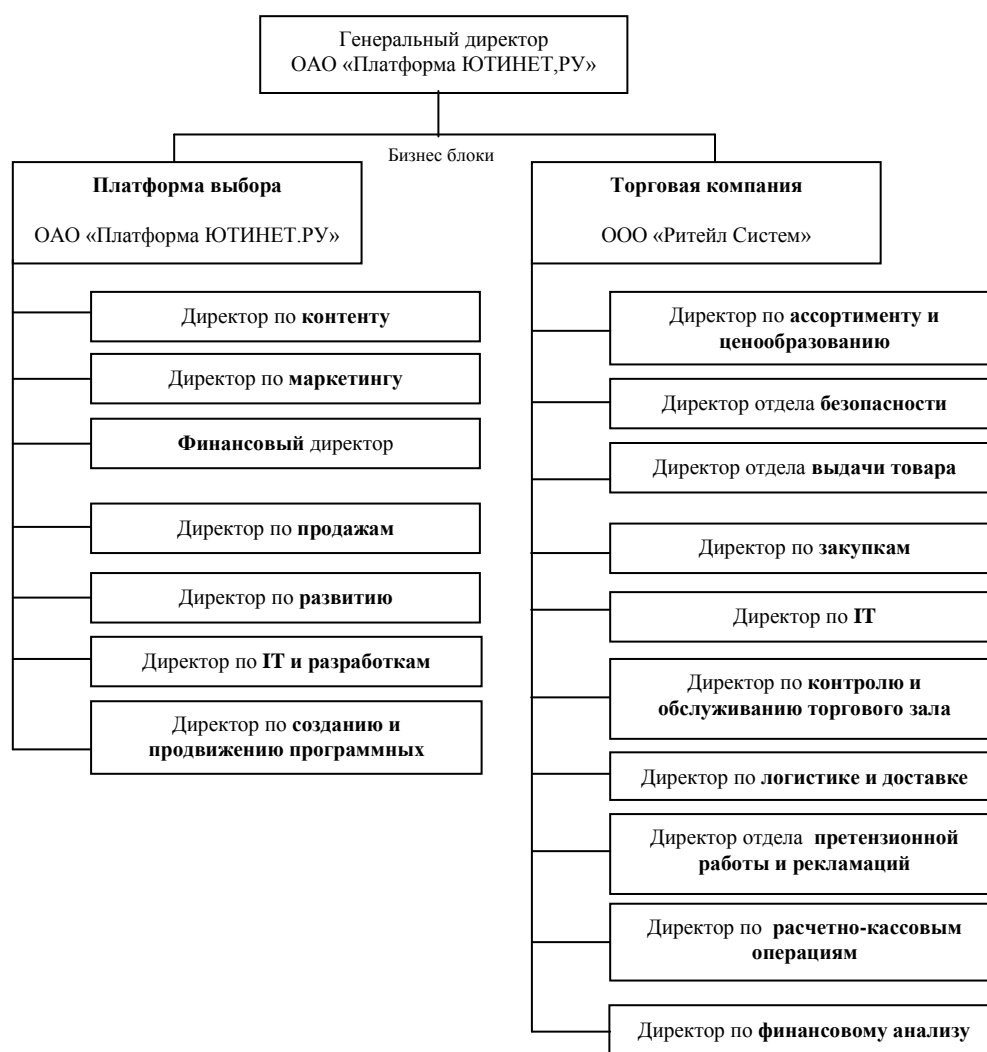
### Корпоративное управление и менеджмент

Компания Ютинет.Ру была создана группой молодых профессионалов, которых заинтересовала идея создания интернет-магазина ноутбуков с поиском товара по качественным характеристикам. Помимо Ютинет.Ру, Михаил Уколов и Давид Галоян создали ряд успешных интернет-проектов: Мегаплан (лидер российского SaaS-рынка, сервисы для организации совместной работы, хранения документов и общения в компаниях малого и среднего бизнеса и т.д.), Крутилка.ру (сервис для планирования, проведения, контроля и анализа рекламных мероприятий в интернете) и пр. Менеджмент успешно продемонстрировал свои компетенции в 2009 г., когда Компания, несмотря на неблагоприятную отраслевую конъюнктуру, смогла сохранить свою рыночную долю. Мы верим, что менеджмент Компании будет и в дальнейшем успешно применять свои знания, умения и навыки, развивая проект Ютинет.Ру.

Высшим органом управления Компанией является Общее собрание акционеров.

Совет директоров состоит из пяти членов, включая менеджмент и трех представителей инвестиционного фонда IQ One. К основным компетенциям Совета директоров относятся: определение приоритетных направлений и стратегии развития Компании; назначение генерального директора; выплата вознаграждений менеджменту.

Рис. 23 Корпоративная структура ОАО «Платформа ЮТИНЕТ.РУ»



Источник: данные Компании

Табл. 22 Персональные данные акционеров, членов Совета директоров и топ-менеджмента Компании

<b>Михаил Уколов</b>	Генеральный директор, член Совета директоров, основатель Компании и акционер	Родился в 1982 г. в Санкт-Петербурге. Окончил МЭСИ. К.э.н., автор и идеолог «Ютинет.Ру», автор книг и научных работ по интернет-маркетингу. В настоящее время является генеральным директором ОАО «Платформа ЮТИНЕТ.РУ».
<b>Олег Рыбалов</b>	Генеральный директор ООО «Ритейл Систем», член Совета директоров, основатель Компании и акционер	Родился в 1981 г. в Москве. Окончил МЭСИ. Как внешний консультант осуществлял разработку системы документооборота в интернет-магазине Быттехника.ру. С 2008-март 2011 г. занимал пост генерального директора в ООО «ЮТИНЕТ.РУ» В настоящее время является генеральным директором ООО «РитейлСистем», ООО «Первая аутсорсинговая компания» и ООО «Лазерная Техника», а также исполнительным директором

		ООО «Мегаплан».
<b>Давид Галоян</b>	IT-директор, акционер	<p>Родился в 1982 г. в Ахалкалаки (Грузинская ССР). Окончил МЭСИ с красным дипломом. Системный архитектор проектов Ютинет.Ру», соавтор системы управления рекламой проекта Крутилка.ру.</p> <p>В 2001 году работал в «Центре вахтовой медицины», где занимался программированием сигналов и интерфейсов для работы специальных медицинских приборов – миостимуляторов.</p> <p>С 2002 г. работал программистом в проекте Крутилка.Ру (холдинг E-house).</p> <p>В 2004 г. перешел на постоянную работу в компанию Ютинет.Ру на должность IT-директора.</p> <p>В настоящее время возглавляет IT-департамент ОАО «Платформа ЮТИНЕТ.РУ, В Компании с момента ее основания.</p>
<b>Тарас Донской</b>	Директор по маркетингу	<p>Родился в 1981 г. Окончил МАИ.</p> <p>В 2000-2004 гг. являлся руководителем интернет-проектов Mail.ru (news.mail.ru, boom.ru, chat.mail.ru, cards.mail.ru, games.mail.ru).</p> <p>В 2005-2006 гг. руководил департаментом интернет-проектов холдинга ИСТ ЛАЙН (управление аэропортом «Домодедово»).</p> <p>В 2007 г. назначен на позицию брэнд-менеджера коммерческих проектов Mail.ru (molotok.ru, travel.mail.ru, money.mail.ru, realty.mail.ru, rabota.mail.ru и др.).</p> <p>До прихода в ОАО «Платформа ЮТИНЕТ.РУ» в 2007-2009 гг. занимал позицию руководителя направления медиа-департамента маркетинга Rambler Media (rambler.ru, autorambler.ru, sport.rambler.ru, lenta.ru и т.д.).</p>
<b>Владимир Брусникин</b>	Директор по развитию	<p>Родился в 1981 г.</p> <p>Окончил Московский институт государственного и корпоративного управления.</p> <p>В 2004-2005 гг. являлся ведущим менеджером по продажам товарных категорий «Телевизоры» и «Аудио- и видеотехника», а также менеджером по закупкам товарных категорий телевизоры и аудио- и видеотехники в ООО «003.РУ»(www.003.ru).</p> <p>В 2005-2008 гг. руководил коммерческим направлением товарных категорий «Телевизоры» и «Аудио- и видеотехника» в ООО «Интернет трейд» (www.003.ru, www.byttehnika.ru, www.m3x.ru, www.tehnopolis.ru, розничная сеть магазинов «Технополис»).</p> <p>В 2008 г. перешел на аналогичную позицию в ООО «ГлавИнформСистема» (www.uti-note.ru, www.uti-lcd.ru, www.uti-projector.ru, www.uti-digit.ru).</p> <p>До прихода в ОАО «Платформа ЮТИНЕТ.РУ» в 2008-2010 гг. развивал коммерческое направление товарных категорий телевизоры и аудио-видео техники в ООО «Эдил Импорт» (www.holodilnik.ru).</p>
<b>Алексей Глушков</b>	Директор по контенту	<p>Родился в 1977 г. в Красноярске.</p> <p>Окончил Московский физико-технический институт.</p> <p>С 1996 по 1997 гг. работал в компании Институт Развития Бизнеса, где занимался подготовкой документации по оказанию услуг реинжиниринга бизнес-процессов.</p> <p>С 1998 по 2008 гг. работал руководителем отдела Class/Cat (препродакшн данных) в CBS Interactive - крупнейшем в мире поставщике структурированного технического контента (Global Data Trade (1998-2001), CNET Content Solutions (2001-2003), CNET Channel (2003 -2008), CBS Interactive с 2008 г. по настоящее время).</p> <p>До прихода в ОАО «Платформа ЮТИНЕТ.РУ» в 2008-2010 гг. являлся аналитиком Департамента маркетинга IBS DataFort.</p>

<b>Дмитрий Соловьев</b>	Председатель Совета директоров	С 1997 по 2006 гг. работал на руководящих должностях в структурах ОАО «СвязьИнвест». В 2000-2006 гг. являлся генеральным директором ЗАО «Открытые коммуникации». В 2006-2007 гг. занимал пост директора по маркетингу ЗАО «Аудиотеле». В настоящее время является Директором IQ ONE GmbH и заместителем генерального директора — директором по инвестициям ООО «ИКАН». Является действующим экспертом «Фонда Бортника» (Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере), Троицкого технопарка и ряда российских венчурных фондов.
<b>Иван Тимофеев</b>	Член Совета директоров	С 2004-2006 гг. занимал пост коммерческого директора, а в 2007 г. пост директора по развитию ЗАО «Айкумен». В 2006-2007 гг. являлся заместителем начальника Экспертно-аналитического управления ФГУП Российский научный центр «Курчатовский институт». В настоящее время является генеральным директором ЗАО «Стартап Индекс» и ООО «ИКАН».
<b>Дмитрий Зайцев</b>	Член Совета директоров	В 2002-2009 гг. занимал пост генерального директора в ООО «Поиск Связь». В настоящее время руководит департаментом управления активами ООО «ИКАН». С 1999-2002 гг. Участвовал в разработке пакетов услуг, включая первые в России универсальные предоплаченные карты доступа к услугам международной и междугородней голосовой связи и коммутируемого доступа в Интернет в ЗАО «Корпорация ОСС». Является членом правления Клуба управленческого и финансового контроллинга. Имеет 3 высших образования: Московский Государственный Технический Университет им. Н.Э. Баумана (информатика и системы управления), Калининградский Государственный Университет (экономика), Московская Финансово-Юридическая Академия (юриспруденция), а также Калининградский институт международного бизнеса (Программа повышения квалификации «Управление финансами»).

Источник: данные Компании

## Приложение 1 Финансовая модель Платформа ЮТИНЕТ.РУ

Табл. 23 Прогноз баланса ОАО «Платформа ЮТИНЕТ.РУ» в 2008-2015П гг., тыс. руб.

	2008	2009	2010	2011П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Основные средства	250	90	1 603	14 477	33 062	54 760	81 938	113 077
Нематериальные активы, кроме гудвилла	37	28	35 829	31 096	27 121	25 782	23 157	20 451
Отложенные налоговые активы	28	33	163	163	163	163	163	163
<b>Внеоборотные (долгосрочные) активы</b>	<b>315</b>	<b>151</b>	<b>37 595</b>	<b>45 737</b>	<b>60 346</b>	<b>80 704</b>	<b>105 257</b>	<b>133 692</b>
Запасы	485	599	32 175	94 649	220 331	323 840	441 606	661 605
Торговая задолженность	4 964	543	2 394	8 556	24 682	43 629	69 633	119 690
Прочая дебиторская задолженность	1 517	3 432	4 832	21 648	55 386	74 146	114 268	175 292
Расходы будущих периодов	308	960	407	4 444	11 166	12 470	21 292	32 212
Денежные средства и их эквиваленты	11 845	2 189	17 734	533 831	1 245 005	2 075 858	3 320 578	5 340 521
Займы выданные	-	2 875	10 293	10 293	10 293	10 293	10 293	10 293
Прочие текущие активы	10 152	7 288	6 305	6 305	6 305	6 305	6 305	6 305
<b>Текущие активы</b>	<b>29 271</b>	<b>17 886</b>	<b>74 140</b>	<b>679 727</b>	<b>1 573 168</b>	<b>2 546 542</b>	<b>3 983 974</b>	<b>6 345 918</b>
<b>Всего активы</b>	<b>29 586</b>	<b>18 037</b>	<b>111 735</b>	<b>725 464</b>	<b>1 633 514</b>	<b>2 627 246</b>	<b>4 089 232</b>	<b>6 479 610</b>
<b>Капитал и обязательства</b>								
<b>Капитал собственников компании</b>	<b>- 20 022</b>	<b>- 37 257</b>	<b>43 908</b>	<b>102 640</b>	<b>428 178</b>	<b>1 126 090</b>	<b>2 297 452</b>	<b>4 168 435</b>
Долгосрочная задолженность	-	-	-	250 000	425 000	425 000	425 000	425 000
<b>Внеоборотные обязательства</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>250 000</b>	<b>425 000</b>	<b>425 000</b>	<b>425 000</b>	<b>425 000</b>
Торговая и иная кредиторская задолженность	37 378	38 593	47 799	312 483	685 253	941 552	1 189 038	1 630 312
Авансы полученные	3 593	7 605	9 907	48 156	82 897	122 419	165 557	243 677
Задолженность по краткосрочным кредитам и займам	2 527	5 515	3 552	3 552	3 552	3 552	3 552	3 552
Краткосрочные обязательства по налогам	6 042	3 400	1 625	3 689	3 689	3 689	3 689	3 689

Прочие краткосрочные финансовые обязательства	-	101	4 004	4 004	4 004	4 004	4 004	4 004
Резервы	68	80	940	940	940	940	940	940
<b>Текущие обязательства</b>	<b>49 608</b>	<b>55 294</b>	<b>67 827</b>	<b>372 824</b>	<b>780 336</b>	<b>1 076 156</b>	<b>1 366 780</b>	<b>1 886 175</b>
<b>Итого капитал и обязательства</b>	<b>29 586</b>	<b>18 037</b>	<b>111 735</b>	<b>725 464</b>	<b>1 633 514</b>	<b>2 627 246</b>	<b>4 089 232</b>	<b>6 479 610</b>

Источник: данные Компании, оценки ИХ «ФИНАМ»

**Табл. 24.** Прогноз отчета о совокупных доходах ОАО «Платформа ЮТИНЕТ.РУ» 2008-2015П гг., тыс. руб.

	2008	2009	2010	2011П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
<b>Выручка</b>	<b>229 626</b>	<b>317 760</b>	<b>980 011</b>	<b>2 907 439</b>	<b>7 169 096</b>	<b>11 065 459</b>	<b>15 673 044</b>	<b>24 214 853</b>
Себестоимость продаж	213 846	303 122	877 800	2 629 140	6 295 182	9 524 713	13 381 987	20 675 170
<b>Валовая прибыль</b>	<b>15 780</b>	<b>14 638</b>	<b>102 211</b>	<b>278 299</b>	<b>873 913</b>	<b>1 540 746</b>	<b>2 291 057</b>	<b>3 539 683</b>
<i>Валовая рентабельность</i>	7%	5%	10%	10%	12%	14%	15%	15%
Административные затраты	- 6 727	- 8 500	-14 711	-43 612	- 107 536	- 165 982	- 235 096	- 363 223
Затраты на маркетинг	-13 559	- 19 024	- 29 771	- 66 600	- 108 000	- 120 000	- 80 000	- 80 000
Коммерческие затраты	-4 420	- 3 867	- 31 635	- 93 038	- 229 411	- 354 095	- 501 537	- 774 875
<b>Коммерческие административные затраты</b>	<b>-24 706</b>	<b>-31 391</b>	<b>-76 117</b>	<b>-203 250</b>	<b>- 444 947</b>	<b>-640 077</b>	<b>- 816 633</b>	<b>- 1 218 098</b>
Прочая операционная прибыль убыток	27	190	2 092	-	-	-	-	-
Прочая операционный убыток	-23	- 74	- 17	-	-	-	-	-
<b>ЕВИТДА</b>	<b>-8 682</b>	<b>-16 423</b>	<b>28 212</b>	<b>81 102</b>	<b>436 837</b>	<b>911 621</b>	<b>1 489 501</b>	<b>2 341 678</b>
<i>Рентабельность EBITDA</i>	-4%	-5%	3%	3%	6%	8%	10%	10%
Амортизация	-240	-214	- 43	- 6 053	- 7 871	- 10 952	- 15 077	- 20 093
<b>ЕВИТ</b>	<b>- 8 922</b>	<b>- 16 637</b>	<b>28 169</b>	<b>75 049</b>	<b>428 966</b>	<b>900 670</b>	<b>1 474 424</b>	<b>2 321 585</b>
<i>Рентабельность EBIT</i>	-4%	-5%	3%	3%	6%	8%	9%	10%
Процентные доходы			442,00	709,36	21 353,25	49 800,20	83 034,32	132 823,13
Процентные расходы			- 1 135,00	- 461,76	- 32 961,76	- 55 711,76	- 55 711,76	- 55 711,76
Налоги	- 16	- 26	- 646	- 16 565	- 91 819	- 196 847	- 330 384	- 527 713



Налоговая ставка								
<b>Чистая прибыль</b>	<b>- 8 938</b>	<b>- 16 663</b>	<b>26 830</b>	<b>58 732</b>	<b>325 539</b>	<b>697 911</b>	<b>1 171 362</b>	<b>1 870 983</b>
<i>Рентабельность чистой прибыли</i>			3%	2%	5%	6%	7%	8%

Источник: данные Компании, оценки ИХ «ФИНАМ»

**Табл. 25.** Прогноз движения денежных средств ОАО «Платформа ЮТИНЕТ.РУ» в 2008-2015П гг., тыс. руб.

	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
<b>Прибыль/(убыток) до уплаты налога на прибыль</b>	<b>(8 922)</b>	<b>(17 229)</b>	<b>27 476</b>	<b>75 297</b>	<b>417 357</b>	<b>894 758</b>	<b>1 501 747</b>	<b>2 398 697</b>
<b>Корректировки на</b>								
Амортизация	240	214	104	6 053	7 871	10 952	15 077	20 093
<b>Денежные средства от операционной деятельности до изменений в оборотном капитале</b>	<b>(8 609)</b>	<b>(17 003)</b>	<b>27 592</b>	<b>81 350</b>	<b>425 228</b>	<b>905 710</b>	<b>1 516 824</b>	<b>2 418 789</b>
Изменение запасов	(402)	(114)	(31 576)	(62 474)	(125 682)	(103 509)	(117 765)	(220 000)
Изменение дебиторской задолженности	(2 793)	2 330	(11 514)	(27 016)	(56 585)	(39 012)	(74 947)	(122 001)
Изменение кредиторской задолженности	17 081	5 343	19 522	302 933	407 512	295 820	290 623	519 395
<b>Денежные средства, использованные для операционной деятельности до уплаты налогов и процентов</b>	<b>4 577</b>	<b>(9 032)</b>	<b>6 996</b>	<b>296 858</b>	<b>650 472</b>	<b>1 059 010</b>	<b>1 614 735</b>	<b>2 596 183</b>
Уплаченный налог на прибыль	(107)	(187)	(648)	(16 565)	(91 819)	(196 847)	(330 384)	(527 713)
<b>Денежный поток от операционной деятельности</b>	<b>4 470</b>	<b>(9 748)</b>	<b>5 464</b>	<b>280 292</b>	<b>558 654</b>	<b>862 163</b>	<b>1 284 350</b>	<b>2 068 470</b>
Покупка основных средств	-	(9)	(1 740)	(13 195)	(21 480)	(28 310)	(38 130)	(47 527)
Приобретение нематериальных активов	(108)	(36)	(718)	(1 000)	(1 000)	(3 000)	(1 500)	(1 000)
<b>Денежный поток от инвестиционной деятельности</b>	<b>(108)</b>	<b>(2 916)</b>	<b>(44 545)</b>	<b>(14 195)</b>	<b>(22 480)</b>	<b>(31 310)</b>	<b>(39 630)</b>	<b>(48 527)</b>
Поступления от займов	3 438	26 850	72 272	250 000	175 000	-	-	-
<b>Денежный поток от финансовой деятельности</b>	<b>2 527</b>	<b>3 008</b>	<b>54 626</b>	<b>250000</b>	<b>175000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

<b>Увеличение (уменьшение) денежных средств и их эквивалентов</b>	<b>6 889</b>	<b>(9 656)</b>	<b>15 545</b>	<b>516 097</b>	<b>711 174</b>	<b>830 853</b>	<b>1 244 720</b>	<b>2 019 943</b>
<b>Денежные средства и их эквиваленты на начало периода</b>	<b>4 956</b>	<b>11 845</b>	<b>2 189</b>	<b>17 734</b>	<b>533 831</b>	<b>1 245 005</b>	<b>2 075 858</b>	<b>3 320 578</b>
<b>Денежные средства и их эквиваленты на конец периода</b>	<b>11 845</b>	<b>2 189</b>	<b>17 734</b>	<b>533 831</b>	<b>1 245 005</b>	<b>2 075 858</b>	<b>3 320 578</b>	<b>5 340 521</b>

*Источник: данные Компании, оценки ИХ «ФИНАМ»*

## Приложение 2: Данные по аналогам из развивающихся и развитых стран

Табл. 26 Сравнительная оценка компаний e-commerce сектора

Компания	Регион	EV, млн. \$	Капитализация, млн. \$	EV/ЕБИТДА			P/E Adjusted		
				2011П	2012П	2013П	2011П	2012П	2013П
<b>Развитые</b>									
Amazon.com, Inc.	США	78 301	84 247	27,85	20,47	15,00	56,11	38,56	26,50
eBay Inc.	США	32 448	37 418	8,44	7,41	6,37	14,36	12,55	10,60
priceline.com Incorporated	США	21 748	22 954	16,29	12,64	10,53	22,64	17,25	14,68
Liberty Interactive Group	США	14 831	9 470	8,28	7,60	7,25	18,04	14,47	12,02
Expedia, Inc.	США	7 279	7 390	7,16	6,54	6,02	14,18	12,50	11,22
GSI Commerce, Inc.	США	2 365	2 150	12,69	10,21	8,36	47,48	30,19	24,02
Digital River	США	828	1 197	9,50	7,29	5,96	23,98	16,97	13,45
Insight Engerprices, Inc.	США	683	751	3,67	3,37	N.A.	8,93	8,03	N.A.
Overstock.com Inc.	США	263	337	9,16	8,78	N.A.	40,26	147,32	N.A.
PC Connection Inc.	США	166	222	3,28	2,86	N.A.	8,15	6,99	N.A.
PC Mall, Inc.	США	154	93	4,94	4,08	N.A.	7,79	5,93	N.A.
Rakuten Inc	Япония	10 184	12 940	8,32	7,02	6,07	29,48	19,61	16,57
<b>Среднее значение по развитым странам</b>				<b>9,97</b>	<b>8,19</b>	<b>8,19</b>	<b>24,28</b>	<b>27,53</b>	<b>16,13</b>
<b>Развивающиеся</b>									
Alibaba.com Limited	Китай	5 833	7 320	16,17	12,93	10,26	25,82	20,42	16,08
Tencent	Китай	42 059	44 200	18,31	14,18	11,42	25,56	19,95	15,61
STRIP.COM	Китай	4 945	5 442	22,04	17,354	14,384	25,33	20,15	15,99
Sina Corp	Китай	4 174	5 070	47,47	31,01	19,16	60,04	37,78	26,02
Mercado Libre	Аргентина	3 301	3 360	31,53	23,52	17,31	46,49	34,35	24,98
<b>Среднее значение по развивающимся странам</b>				<b>27,10</b>	<b>19,80</b>	<b>14,51</b>	<b>36,65</b>	<b>26,53</b>	<b>19,74</b>

Источник: Bloomberg, оценки ИХ «ФИНАМ»

### Приложение 3: Структура продаж с указанием основных брендов

2010			1 кв. 2011		
<b>Выручка (руб.)</b>	<b>980 011 100</b>	<b>100,00%</b>	<b>Выручка (руб.)</b>	<b>367 148 120</b>	<b>100,00%</b>
<b>Ноутбуки</b>	<b>826 160 100</b>	<b>84,30%</b>	<b>Ноутбуки</b>	<b>270 424 017</b>	<b>73,66%</b>
Asus	147 715 322	15,07%	Asus	49 631 835	13,52%
HP	135 824 026	13,86%	HP	48 972 888	13,34%
Lenovo	126 593 966	12,92%	Lenovo	39 072 396	10,64%
Sony	115 559 611	11,79%	Sony	37 676 479	10,26%
Acer	85 400 328	8,71%	Acer	25 220 245	6,87%
Samsung	55 738 928	5,69%	Apple	19 282 414	5,25%
Toshiba	54 519 906	5,56%	Toshiba	15 872 062	4,32%
Dell	48 173 993	4,92%	Dell	14 221 229	3,87%
Apple	35 146 105	3,59%	Samsung	14 053 586	3,83%
Прочие	21 487 913	2,19%	Прочие	6 420 882	1,75%
<b>Проекторы</b>	<b>67 503 623</b>	<b>6,89%</b>	<b>Проекторы</b>	<b>26 150 726</b>	<b>7,12%</b>
BenQ	16 780 164	1,71%	BenQ	5 591 270	1,52%
Sanyo	12 982 851	1,32%	Epson	4 897 688	1,33%
Epson	11 534 202	1,18%	Acer	2 558 343	0,70%
Acer	7 349 230	0,75%	Panasonic	2 521 102	0,69%
Optoma	3 728 559	0,38%	InFocus	2 249 873	0,61%
ViewSonic	3 415 298	0,35%	Sanyo	1 552 952	0,42%
Panasonic	2 957 933	0,30%	NEC	1 227 760	0,33%
NEC	2 244 962	0,23%	Optoma	1 152 459	0,31%
Прочие	6 510 422	0,66%	Sony	765 808	0,21%
			Прочие	3 633 472	0,99%
<b>Офисная техника</b>	<b>37 323 242</b>	<b>3,81%</b>	<b>Офисная техника</b>	<b>52 105 826</b>	<b>14,19%</b>
HP	13 192 203	1,35%	HP	16 645 748	4,53%
Samsung	4 717 211	0,48%	Samsung	6 647 423	1,81%
Canon	2 904 211	0,30%	Canon	4 094 820	1,12%
Dell	2 606 461	0,27%	Dell	3 444 231	0,94%
Epson	1 548 830	0,16%	NEC	2 587 771	0,70%
NEC	1 475 536	0,15%	Epson	2 178 383	0,59%
Acer	1 424 068	0,15%	Xerox	1 936 629	0,53%
APC	1 286 027	0,13%	Acer	1 850 848	0,50%

Xerox	1 254 415	0,13%	Benq	1 676 852	0,46%
Benq	1 148 970	0,12%	Panasonic	1 610 895	0,44%
Panasonic	1 101 950	0,11%	APC	1 601 116	0,44%
Brother	684 553	0,07%	Brother	1 354 615	0,37%
Viewsonic	669 144	0,07%	Asus	1 046 434	0,29%
Asus	608 908	0,06%	Dlink	938 251	0,26%
LG	579 076	0,06%	Lenovo	930 518	0,25%
Прочие	2 121 679	0,22%	Прочие	3 561 292	0,97%
<b>Аксессуары</b>	<b>39 200 444</b>	<b>4,00%</b>	<b>Аксессуары</b>	<b>15 053 073</b>	<b>4,10%</b>
<b>Доставка и услуги</b>	<b>9 823 692</b>	<b>1,00%</b>	<b>Доставка и услуги</b>	<b>3 414 478</b>	<b>0,93%</b>

Источник: данные Компании

**Подать заявку на покупку акций (клиенты ЗАО «ФИНАМ»)**

Используя ЭЦП (до последнего дня роуд-шоу)

**Подать заявку на покупку акций (неклиенты ЗАО «ФИНАМ» – в последний день роуд-шоу)**

Трейдера своего брокера

**Аналитик**

**Клягин Максим**

Аналитик

Телекоммуникации, IT

[klyagin@finam.ru](mailto:klyagin@finam.ru)

**Справочно-консультационный центр**

+7(495) 796-90-26,

+7(495) 796-93-88, доб. 2771

+7(800) 200-44-00 (бесплатно по России)

**Управление торговых операций**

**Серебренников Дмитрий**

Руководитель управления

+7(495) 604-84-34

[Ag@finam.ru](mailto:Ag@finam.ru)

**Отдел по работе с институциональными инвесторами**

**Бобрусова-Дэйвиз Елена**

Руководитель отдела

+7(495) 796-93-88, доб. 2701

[edavies@finam.ru](mailto:edavies@finam.ru)

**Отдел классического рынка** (доверительное и консультационное управление, операции в РТС и на внебиржевом рынке)

**Коновалов Василий**

Руководитель отдела

+7(495) 604-80-62

+7(495) 796-93-88, доб.2744

[konovalov@finam.ru](mailto:konovalov@finam.ru)

**Служба по связям с общественностью и СМИ**

**Исаев Владислав**

+7(495) 796-93-88, доб. 2350

[isaev@finam.ru](mailto:isaev@finam.ru)

**Лебедев Александр**

+7(495) 796-93-88, доб. 2352

[Lebedev\\_a@finam.ru](mailto:Lebedev_a@finam.ru)

Настоящий материал и содержащиеся в нем сведения предназначены для клиентов ЗАО «ФИНАМ», носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги/другие финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Представленная информация подготовлена на основе источников, которые, по мнению авторов данного аналитического обзора, являются надежными, но при этом отражает исключительно мнение авторов относительно анализируемых объектов. Несмотря на то, что настоящий обзор был составлен с максимально возможной тщательностью, ни его авторы, ни ЗАО «ФИНАМ» не заявляют и не гарантируют ни прямо, ни косвенно его точность и полноту. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, являются суждением на момент публикации настоящего аналитического обзора и могут быть изменены без предупреждения. Ни ЗАО «ФИНАМ», ни его сотрудники не несут ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате использования настоящего материала либо в какой-либо другой связи с ним. Копирование, воспроизводство и/или распространение настоящего материала, частично или полностью, без письменного разрешения ЗАО «ФИНАМ» категорически запрещено.