

ОТЧЕТ

по управленческому консультированию в отношении экспертизы финансовой модели АО «Светофор Групп» на период 2019-2023 годы и анализа отчета об оценке 100% пакета акций АО «Светофор Групп» №40-19-ОТ от 12.04.2019 года, подготовленного ООО «Межрегиональный центр судебных экспертиз и оценки»

Договор № БДО-3203-0356-19



Тел: +7 495 797 56 65
Факс: +7 495 797 56 60
reception@bdo.ru
www.bdo.ru

АО «БДО Юникон», Россия,
117587, Москва, Варшавское шоссе,
д. 125, стр. 1, секция 11, 3 этаж,
пом. 1, комната 50

Генеральному директору
АО «Светофор Групп»

27 мая 2019 № _____

Догаеву А.В.

Уважаемый Артем Викторович,

в соответствии с договором № БДО-3203-0356-19 от 13 мая 2019 года АО «БДО Юникон» (далее - Исполнитель) оказало услуги по управленческому консультированию в отношении экспертизы прогнозной финансовой модели АО «Светофор Групп» на период 2019-2023 гг. (далее - Модель) и анализа отчета об оценке 100% пакета акций АО «Светофор Групп» №40-19-ОТ от 12.04.2019 г. (далее - Отчет), подготовленного ООО «Межрегиональным центром судебных экспертиз и оценки» (далее - Оценщик).

Выводы Исполнителя основаны на предоставленных Заказчиком документах и данных о финансово-хозяйственной деятельности АО «Светофор Групп», комментариях, полученных от ответственных представителей Компании, а также имеющейся в распоряжении Исполнителя отраслевой и рыночной информации.

Основываясь на результатах проведенного анализа, Исполнитель выражает свое сомнение в обоснованности и корректности отдельных заложенных в финансовой модели АО «Светофор Групп» показателей, существенно влияющих на денежные потоки Компании, а также достоверности определенной Оценщиком рыночной стоимости 100% пакета акций Компании.

В результате проведенных расчетов Исполнитель пришел к выводу, что индикативная рыночная стоимость 100% собственного капитала Компании по состоянию на 31.12.2018 г. находится в диапазоне от 1 400 до 1 500 млн. руб.

Подробное описание проведенного анализа, сделанных выводов и допущений содержится в прилагаемом Отчете.

Благодарим Вас за предоставленную возможность оказать консультационные услуги. Если у Вас возникнут дополнительные вопросы, прошу Вас связаться со мной по телефону + 7 495 797 5665 (доб. 4366) или по электронной почте o.bogdanova@bdo.ru.

С уважением,

Партнер, руководитель
отдела стоимостного
консультирования

О.Л. Богданова

СОДЕРЖАНИЕ

1.	ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ И РЕЗУЛЬТАТЫ ОКАЗАНИЯ КОНСУЛЬТАЦИОННЫХ УСЛУГ	4
2.	ДОПУЩЕНИЯ И ОГРАНИЧИТЕЛЬНЫЕ УСЛОВИЯ.....	7
3.	КРАТКОЕ ОПИСАНИЕ БИЗНЕСА КОМПАНИИ.....	8
4.	ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ЭКСПЕРТИЗА ФИНАНСОВОЙ МОДЕЛИ	13
5.	АНАЛИЗ ОТЧЕТА ОБ ОЦЕНКЕ	18
6.	ИНДИКАТИВНЫЙ РАСЧЕТ ДИАПАЗОНА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА КОМПАНИИ	20
	ПРИЛОЖЕНИЕ 1. ПЕРЕЧЕНЬ ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ИНФОРМАЦИИ	26

1. ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ И РЕЗУЛЬТАТЫ ОКАЗАНИЯ КОНСУЛЬТАЦИОННЫХ УСЛУГ

Основание для оказания консультационных услуг:	Договор № БДО-3203-0356-19 от 13.05.2019 г. (далее - Договор), заключенный между Акционерным обществом «Светофор Групп» (далее - АО «Светофор Групп» или Заказчик) и Акционерным обществом «БДО Юникон» (далее - АО «БДО Юникон» или Исполнитель).
Предмет услуг:	Управленческое консультирование в отношении экспертизы прогнозной финансовой модели АО «Светофор Групп» (далее - Компания) на период 2019-2023 гг. (далее - Модель) и анализа отчета об оценке 100% пакета акций АО «Светофор Групп» №40-19-ОТ от 12.04.2019 г. (далее - Отчет), подготовленного ООО «Межрегиональным центром судебных экспертиз и оценки» (далее - Оценщик).
Состав услуг:	<ol style="list-style-type: none">1. Экономическая экспертиза, анализ Модели и предоставление выводов Исполнителя, включая:<ul style="list-style-type: none">• выводы об объективности и обоснованности макроэкономических предположений и отраслевых трендов, используемых в Модели;• оценка полноты и качества исходных данных планирования;• анализ обоснованности заложенных в Модели объемов реализации услуг, ценовых показателей, доходности и прочих факторов, существенно влияющих на денежные потоки и возможности обслуживания долга;• анализ Модели на предмет корректности используемой методики/формул, качества обработки исходных данных, достаточности приведенных расчетных и результирующих форм, технической точности основных расчетов.2. Анализ Отчета и предоставление выводов Исполнителя, включая:<ul style="list-style-type: none">• выводы об объективности и обоснованности макроэкономических предположений и отраслевых трендов, используемых в Модели;• проверку и анализ соблюдения Оценщиком при проведении оценки и составлении документа требований Федеральных стандартов оценки (ФСО);

- проверку отраженных оценщиком исходных данных, используя присутствующие в Отчете ссылки на источники информации, позволяющие делать выводы об авторстве соответствующей информации, дате ее подготовки, если к этой информации обеспечен свободный и необременительный доступ на дату оказания услуг;
 - анализ корректности примененных Оценщиком процедур оценки, их соответствия целям и назначению оценки, а именно примененных подходов и методов, последовательности расчетов;
 - проверку правильности приведенных в Отчете расчетных данных на предмет соответствия заявленной процедуре оценки;
 - анализ наличия в Отчете всех пояснений и расчетов, воспроизводимости, достоверности выполненных расчетов и числовых значений, влияющих на итоговое значение стоимости с целью получения выводов и результатов, аналогичных полученным Оценщиком.
3. Предоставление итоговых выводов Исполнителя относительно корректности и обоснованности определенной Оценщиком рыночной стоимости, в том числе с точки зрения соответствия примененных Оценщиком подходов и процедур требованиям Федеральных стандартов оценки (ФСО) и Методике определения цены акции или иностранной депозитарной расписки на акции, утвержденной ПАО Московской Биржи.
 4. Формирование выводов о возможном диапазоне рыночной стоимости объекта при наличии обоснованных весомых замечаний к Отчету и Модели.
 5. Подготовка и передача Заказчику Отчета по управленческому консультированию на русском языке.

Дата исследования:

31 декабря 2018 г.

Сведения о Заказчике:

Акционерное общество «Светофор Групп».

Адрес местонахождения: 197348, г. Санкт-Петербург, улица Генерала Хрулева, д. 13, пом. 1-Н.

Дата государственной регистрации: 05.06.2017 г., ОГРН 1177847196141, ИНН 7814693830.

Сведения об Исполнителе:	<p>Акционерное общество «БДО Юникон».</p> <p>Место нахождения: 117587, г. Москва, Варшавское шоссе, д. 125, стр. 1, секция 11, 3 этаж, пом. 1, комната 50.</p> <p>Адрес для корреспонденции: 107061, г. Москва, Преображенская пл., д. 8, БЦ «Прео-8».</p> <p>Дата государственной регистрации: 29.01.2003 г., ОГРН 1037739271701, ИНН 7716021332.</p>
Источники информации:	<p>Консультационные услуги оказаны на основании информации, предоставленной Заказчиком, а также на данных открытых информационных систем. Перечень исходной информации приведен в Приложении 1 к Отчету.</p>
Результаты оказания консультационных услуг:	<p>Основываясь на результатах проведенного анализа, Исполнитель выражает свое сомнение в обоснованности и корректности отдельных заложенных в финансовой модели АО «Светофор Групп» показателей, существенно влияющих на денежные потоки Компании, а также достоверности определенной Оценщиком рыночной стоимости 100% пакета акций Компании.</p> <p>В результате проведенных расчетов Исполнитель пришел к выводу, что индикативная рыночная стоимость 100% собственного капитала Компании по состоянию на 31.12.2018 г. находится в диапазоне от 1 400 до 1 500 млн. руб.</p>
Ограничительные условия и положения:	<p>Результаты оказанных консультационных услуг не являются следствием проведенного аудита, результатом оценочной деятельности в смысле ФЗ РФ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» и не могут трактоваться либо использоваться Заказчиком или третьими лицами таким образом.</p> <p>Заказчик обязуется использовать полученный Отчет только для внутреннего использования.</p> <p>Настоящий Отчет подготовлен с учетом допущений и ограничений, представленных в разделе 2 Отчета.</p>

2. ДОПУЩЕНИЯ И ОГРАНИЧИТЕЛЬНЫЕ УСЛОВИЯ

Излагаемые ниже допущения и ограничительные условия являются неотъемлемой частью настоящего Отчета:

1. Результаты оказанных консультационных услуг не являются следствием проведенного аудита, результатом оценочной деятельности в смысле ФЗ РФ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» и не могут трактоваться либо использоваться Заказчиком или третьими лицами таким образом.
2. Ни в настоящем времени, ни в перспективе Исполнитель не имеет заинтересованности, или какой бы то ни было предвзятости, как касательно объекта консультирования, так и касательно сторон, имеющих к нему отношение. Размер вознаграждения Исполнителя никоим образом не связан с его выводами о стоимости объектов исследования.
3. Расчеты и выводы, полученные Исполнителем, основаны на имеющейся в его распоряжении информации, а также устной информации, полученной на основе интервью с ответственными представителями Заказчика.
4. Предполагается, что информация, полученная от Заказчика или сторонних специалистов, является надежной и достоверной. Исполнитель не может гарантировать абсолютную точность информации, предоставленной другими сторонами, и не несет ответственности в случае предоставления некорректной и заведомо ложной информации.
5. Общеизвестная отраслевая и статистическая информация была получена из источников, которые Исполнитель считает достоверными. Исполнитель не может гарантировать абсолютную точность информации, предоставленной другими сторонами, и не несет ответственности в случае предоставления некорректной и заведомо ложной информации.
6. Исполнитель не принимает на себя ответственность за последующие изменения социальных, экономических, юридических условий, которые могут повлиять на результаты услуг. Исполнитель не берет на себя обязательств вносить в настоящий Отчет какие-либо изменения в связи с возможным изменением рыночных условий после даты исследования.
7. Исполнитель не проводит специальных экспертиз, в том числе юридическую экспертизу правового положения объекта консультирования, его технологическую и юридическую экспертизу, а также аудиторскую проверку финансовой отчетности.
8. От Исполнителя не требуется проведения дополнительных работ, дачи показаний или присутствия на судебных разбирательствах относительно имущества, или имущественных прав, связанных с объектами исследования, если только об этом не будет заключено специальное соглашение.
9. Настоящий Отчет подготовлен исключительно в целях, указанных в техническом задании на оказание консультационных услуг, и не может быть использован в каких-либо иных целях. Ни сам Отчет, ни какая-либо его часть (включая любые выводы, содержащиеся в настоящем Отчете, ссылки на Исполнителя, ссылки на лицо, имеющее отношение к подготовке Отчета) не могут быть опубликованы без письменного согласия АО «БДО Юникон».

3. КРАТКОЕ ОПИСАНИЕ БИЗНЕСА КОМПАНИИ

Акционерное общество «Светофор Групп» было создано в результате преобразования компании ООО «ПДД.ТВ» в июне 2017 г. Краткая информация о Компании представлена в таблице 1.

Таблица 1

Общая информация о Компании

Полное фирменное наименование	Акционерное общество «Светофор Групп»
Сокращенное фирменное наименование	АО «Светофор Групп»
Место нахождения	РФ, 197348, г. Санкт-Петербург, улица Генерала Хрулева, д. 13, пом. 1-Н
ОГРН и дата присвоения ОГРН	1177847196141, дата государственной регистрации 05.06.2017 г.
ИНН/КПП	7814693830/781401001
Величина уставного капитала	24 815 000 руб.
Количество обыкновенных акций	22 333 500
Номинальная стоимость 1 обыкновенной акции	1 руб.
Количество привилегированных акций	2 481 500
Номинальная стоимость 1 привилегированной акции	1 руб.
Основной вид деятельности/ код ОКВЭД	Деятельность, связанная с использованием вычислительной техники и информационных технологий, прочая/ 62.09

Источник: данные Заказчика, данные Центра раскрытия корпоративной информации «Интерфакс» (<http://www.e-disclosure.ru/>)

Сведения об акционерах Компании представлены в таблице 2.

Таблица 2

Информация об акционерах Компании по состоянию на дату исследования

Наименование/ФИО владельца ценных бумаг	Регистрационные/ паспортные данные владельца ценных бумаг	Место нахождения владельца ценных бумаг	Количество акций, шт.	Доля в УК, %
Догаев Артем Викторович	ИНН 781422299800	н/д	24 815 000	100,0

Источник: данные Заказчика

АО «Светофор Групп» осуществляет свою деятельность в сфере оказания услуг по обучению водителей транспортных средств всех категорий в РФ с использованием собственной федеральной сети учебных центров и новейшей технологичной IT-платформы по дистанционному теоретическому обучению. IT-платформа Компании представляет собой полностью интерактивную онлайн-систему обучения, учитывающую и анализирующую в режиме реального времени индивидуальные психофизиологические особенности пользователей.

Разработку платформы Компания начала в 2014 г., запуск дистанционного обучения состоялся в 2015 г. Основной целью разработки данной платформы было завоевание и удержание лидерства на рынке образовательных услуг для водителей посредством предоставления удобного и высококачественного образовательного сервиса для водителей, как для продаж в рамках собственной сети, так и в сетях партнеров - сторонних образовательных центров. В планах Компании дальнейшее совершенствование платформы, что позволит проводить обучение не только водителей автомобилей и мотоциклов, но и обучение на управление любым земным, водным и авиационным транспортом, а также проводить регулярную переаттестацию водителей такси, общественного и грузового транспорта, создавать психологический портрет водителя (стрессоустойчивость, уровень агрессии, дефицит внимания, склонность к риску и проч.).

По состоянию на дату исследования компания АО «Светофор Групп» входит в число крупнейших операторов образовательных услуг по подготовке водителей, включена в сектор «Роста» Биржи ММВБ, а также имеет статус резидента Фонда развития Центра разработки и коммерциализации новых технологий (Фонда «Сколково») за передовые разработки в области дистанционного обучения. Помимо этого, инновационные разработки Компании высоко отмечены экспертами Агентства Инноваций г. Москвы, а продукция Компании рекомендована к использованию городскими заказчиками (сертификат Агентства Инноваций г. Москвы: 17081703 от 17 августа 2017 г.).

Региональная сеть Компании объединяет 67 учебных центров и 23 класса онлайн-школы в следующих городах и субъектах России:

- Санкт-Петербург: 55 учебных классов в собственной сети и 11 классов онлайн-школы;
- Ленинградская область: 8 учебных классов в собственной сети и 2 класса онлайн-школы;
- Москва: 3 класса онлайн-школы;
- Подольск: 2 класса онлайн-школы;
- Нижний Новгород: 4 учебных класса в собственной сети;
- Курск: 2 класса онлайн-школы;
- Челябинск: 3 класса онлайн-школы.

По состоянию на дату исследования бизнес АО «Светофор Групп» был сфокусирован на сегменте B2C - предоставление образовательных услуг обучающимся в собственных учебных центрах Компании в форматах полного (оффлайн) обучения теории и практике вождения и дистанционного (онлайн) обучения теории вождения.

На протяжении ретроспективного периода (2015-2018 гг.) численность обучающихся в собственных центрах Компании стабильно росла в среднем на 14,5% в год, в результате чего увеличилась с 9 000 человек в 2015 г. до 13 500 человек в 2018 г. (см. рисунок ниже). При этом необходимо отметить устойчивую динамику увеличения доли онлайн-обучения в структуре оказываемых АО «Светофор Групп» услуг. По итогам 2018 г. доля обучающихся вождению онлайн впервые превысила долю оффлайн-обучения, составив 55,6%.

Динамика численности обучающихся в собственных центрах Компании в 2015-2018 гг.

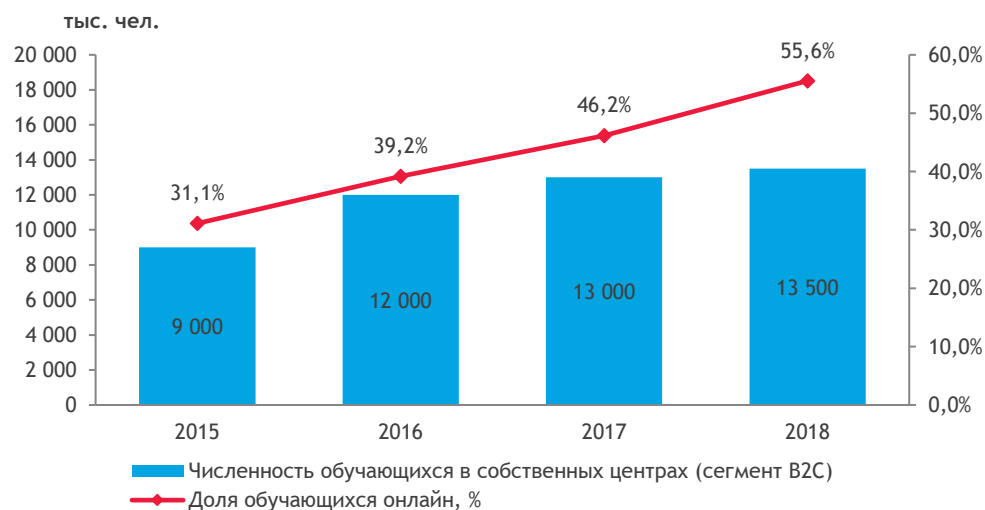


Рисунок 1

Источник информации: данные Заказчика

При этом в соответствии со стратегией бизнеса Компании, дальнейшее совершенствование существующих и внедрение новых инновационных возможностей технологической платформы, а также разработка мобильного приложения позволят АО «Светофор Групп» не только существенно увеличить численность обучающихся в собственных учебных центрах, но и начать динамичное освоение сегмента бизнеса B2B посредством Отчета договоров на оказание образовательных онлайн-услуг с компаниями-партнерами, предоставление услуг по корпоративному обучению, сертификации и тестированию водителей, консультационных услуг и др.

В соответствии с разработанной стратегией АО «Светофор Групп», планирует развитие своего бизнеса по следующим направлениям:

- *Активное подключение B2B партнеров к платформе:*
 - динамичное создание и освоение рынка образовательных онлайн-услуг, реализуемых учебным центрам партнеров. Планируется активное подключение учебных центров к платформе, реализация им существующих и новых услуг;
 - производство аппаратно-программных комплексов (АПК) для предоставления их в аренду партнерам;
 - взаимное продвижение услуг с партнерами посредством IT-платформы (лидогенерация);
 - корпоративное обучение, сертификации и тестирования водителей коммерческих и государственных структур.
- *Рост реализации услуг B2C и B2B:*
 - открытие новых учебных центров Компании и новых студий для предоставления образовательных услуг посредством IT-платформы;
 - расширение географического охвата - освоение новых региональных рынков;
 - приобретение действующих учебных центров для предоставления на их базе услуг B2C Компании (сделки M&A);
 - рост вложений в разработку (НИОКР) - доработка технологической платформы, разработка и внедрение новых услуг.

По оценке менеджмента Компании, реализация стратегии развития в полном объеме потребует дополнительных капитальных вложений на открытие учебных центров и студий, НИОКР, производство АПК и приобретение действующих учебных центров на сумму около 830 млн. руб. за период 2019-2023 гг. (логика расчета и прогнозирования необходимого объема капитальных вложений подробно проанализирована в разделе 4 настоящего Отчета).

Согласно стратегии развития, технологическая платформа АО «Светофор Групп» в перспективе будет способна предложить конечным потребителям широкий спектр образовательных и консультационных услуг в различных бизнес-сегментах, включающий:

- В сегменте B2C:
 - Поиск, запись на курсы и оплата услуг ближайшей автошколы Компании.
 - Очное и дистанционное онлайн-обучение теории на базе специально разработанного интерактивного контента. Контент предоставляется с учетом индивидуальных психофизиологических особенностей учащихся. Разработка платформы ведется в сотрудничестве с Кафедрой психофизиологии Санкт-Петербургского государственного университета (СПбГУ). В настоящее время аналогов такой системы не существует.
 - Поиск инструкторов по вождению, организация практических занятий обучения вождению как для первоначального обучения вождению, так и для восстановления утраченных водительских навыков.
- В сегменте B2B:
 - Поиск, запись на курсы и оплата услуг ближайшей автошколы партнера.

- Обучение теории вождения на базе специально разработанного интерактивного контента посредством приобретения организациями-партнерами услуг Компании для предоставления своим клиентам аудиторных и онлайн-занятий.
- Аппаратно-программные комплексы (АПК). Разработка и производство АПК, позволяющих любой автошколе проводить аудиторные занятия, транслирование лекций для таких занятий и интерактивного контента из студий Компании (планируется развернуть 12 студий, которые дадут возможность круглосуточно проводить занятия во всех часовых поясах страны). В составе АПК предполагается мобильное приложение для учащихся, дающее им возможность самостоятельно отрабатывать сложные вопросы. После завершения процесса обучения подписка на мобильные услуги АПК позволит учащимся получать поддержку в сложных ситуациях на дороге.
- Услуги корпоративного обучения, сертификации и тестирования водителей. Использование платформы для проведения обучения, сертификации и тестирования водителей коммерческих организаций и государственных структур, владеющих крупными автопарками, регулярной переаттестации водителей такси, общественного и грузового транспорта, формированию отчета об их психологическом портрете (стрессоустойчивость, уровень агрессии, дефицит внимания, склонность к риску и пр.).
- Взаимное продвижение услуг с партнерами (лидогенерация). Партнерские сервисы с авто-производителями и дилерами, компаниями каршеринга, такси, страховыми компаниями и пр.

Согласно прогнозам Компании, в случае успешной реализации стратегии развития бизнеса АО «Светофор Групп» удастся существенно увеличить свою долю на рынке посредством совершенствования инновационной уникальной IT-платформы, активного увеличения объема оказываемых Компанией услуг и диверсификации каналов их реализации.

4. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ЭКСПЕРТИЗА ФИНАНСОВОЙ МОДЕЛИ

В рамках настоящего раздела Отчета Исполнитель приводит основные результаты проведенной им экономической экспертизы и анализа прогнозной финансовой модели бизнеса АО «Светофор Групп» на период 2019-2023 гг. (нулевая точка Модели - 31.12.2018 г.).

Фактически и плановые (в соответствии с Моделью) значения выручки и прибыли на период 2019-2023 гг. представлены в таблице 3.

Таблица 3

Фактически и плановые показатели выручки и прибыли от реализации

(тыс. руб.)

Наименование показателя	Фактические данные				Плановые показатели (Финансовая Модель Компании)				
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Рыночная доля Компании	-	-	-	1%	2,4%	17,7%	32,9%	43,7%	55,9%
Численность обучающихся В2С, чел	9 000	12 000	13 000	13 500	14 850	38 552	57 827	80 958	105 246
Доля онлайн-обучения	31,1%	39,2%	46,2%	55,6%	65,0%	70,0%	75,0%	75,0%	75,0%
Численность обучающихся В2В, чел., всего	-	-	-	-	34 024	351 242	731 044	1 056 033	1 459 531
В том числе Лидогенерация	-	-	-	-	407	19 181	81 275	146 980	251 784
Онлайн-доступ к платформе (обучение через партнеров)	-	-	-	-	998	27 478	94 184	176 376	272 766
Поиск инструктора на практическое вождение	-	-	-	-	0	9 515	64 888	146 980	251 784
Корпоративное обучение, сертификация и тестирование	-	-	-	-	0	81 667	150 833	245 833	343 333
Численность подписчиков АПК	-	-	-	-	32 620	213 402	339 864	339 864	339 864
Выручка от оказания услуг В2С	210 800	217 395	230 216	235 892	435 105	1 174 741	1 832 596	2 668 260	3 607 488
Лидогенерация	-	-	-	-	610	29 923	131 861	247 999	441 828
Онлайн-доступ к платформе Светофор (обучение через партнеров)	-	-	-	-	2 494	71 442	254 673	495 998	797 744
Поиск инструктора на практическое вождение	-	-	-	-	0	13 002	92 220	217 247	387 041
Корпоративное обучение, сертификация и тестирование	-	-	-	-	0	424 667	815 707	1 382 645	2 008 257
Подписка на услуги АПК в мобильном приложении (обучение)	-	-	-	-	39 144	266 326	441 116	458 761	477 111

Наименование показателя	Фактические данные				Плановые показатели (Финансовая Модель Компании)				
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Подписка на услуги АПК в мобильном приложении (поддержка водителя)	-	-	-	-	0	15 096	92 967	218 691	356 258
Аренда АПК	-	-	-	-	23 300	158 527	262 569	273 072	283 995
Выручка от оказания услуг B2B	-	-	-	-	65 548	978 982	2 091 113	3 294 412	4 752 234
Совокупная выручка от оказания услуг	210 800	217 395	230 216	235 892	500 653	2 153 724	3 923 709	5 962 673	8 359 722
ЕБИТДА	51 517	86 133	130 441	78 303	288 959	1 534 281	2 890 961	4 401 139	6 144 263
Маржа ЕБИТДА, %	24,4%	39,6%	56,7%	33,2%	57,7%	71,2%	73,7%	73,8%	73,5%

Источники: данные Заказчика

Инвестиционный план Компании на период 2019-2023 гг. (в соответствии с Моделью) представлен в таблице 3.

Таблица 4

Инвестиционный план на период 2019-2023 гг. (финансовая Модель Компании)

Наименование показателя	2019	2020	2021	2022	2023
1. Собственные учебные центры					
Удельные капвложения на открытие учебных центров, руб./ед.	500 000	520 000	540 800	562 432	584 929
Число открываемых учебных центров, ед.	0	70	10	50	30
Итого капвложения учебных центров, тыс. руб.	4 714	48 394	18 484	46 822	39 757
2. Онлайн-студии					
Удельные капвложения на открытие студий, руб./ед.	400 000	416 000	432 640	449 946	467 943
Число открываемых студий, ед.	2	1	3	2	4
Итого капвложения онлайн-студий, тыс. руб.	960	659	1 801	1 583	2 929
3. АПК					
Стоимость одной АПК, руб./ ед.	60 000	60 000	60 000	60 000	60 000
Число производимых АПК, ед.	1 264	2 532	250	0	0
Итого капвложения на производство АПК, тыс. руб.	75 840	151 920	15 000	0	0
4. НМА НИОКР					
Доля расходов R&D в выручке, %	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Итого капвложения на НИОКР, тыс. руб.	10 013	43 074	78 474	119 253	167 194
4. Приобретение существующих учебных центров (M&A)					

Наименование показателя	2019	2020	2021	2022	2023
Расходы на приобретение компаний, руб.	0	2 056 860	3 208 702	0	0
Итого капвложения на M&A, тыс. руб.	0	2 057	3 209	0	0
Совокупные капитальные вложения в целом по Компании, тыс. руб.	91 527	246 105	116 967	167 658	209 881

Источники: данные Заказчика

В рамках проведения анализа объективности и обоснованности заложенных в Модель предположений, допущений и ключевых параметров, полноты и качества исходных данных планирования, анализа Модели на предмет корректности и достаточности приведенных расчетных и результирующих форм, Исполнитель отмечает следующее:

- Исходные данные планирования представлены достаточно детально, что позволяет провести постатейное прогнозирование и дает инструментарий частичной корректировки отдельных показателей, при наличии необходимости, а также анализа чувствительности итоговых результатов на изменение данных показателей. Исполнитель отмечает достаточность объема и качества исходных данных планирования.
- Приведенные в Модели расчетные и результирующие формы, по мнению Исполнителя, являются достаточными и характеризуются технической точностью и корректностью расчетов.
- Проведенный Исполнителем анализ не выявил существенных некорректностей методик и формул, используемых в Модели, за исключением расчета ставки дисконтирования (замечания приведены ниже). К отдельным, недостаточно проработанным, моментам в Модели можно также отнести прогноз численности клиентов B2C приобретенных учебных центров (в результате M&A) - цифры ничтожно малы.
- К существенным замечаниям по принятым в Модели допущениям можно отнести отсутствие региональной детализации в прогнозе (учет экономических, социальных и демографических особенностей каждого субъекта и города, на территории которых АО «Светофор Групп» планирует реализацию оказываемых услуг). Данный факт создает определенные риски в планировании спроса со стороны конечных потребителей.
- Несмотря на приемлемость допущений и показателей Модели для целей бизнес-планирования (как максимально оптимистичный вариант), в контексте оценки рыночной стоимости бизнеса требуется существенная корректировка планов Компании, их максимальное приближение к отраслевым и общерыночным тенденциям и прогнозам. Указанное особенно актуально ввиду отсутствия фактической информации по перспективному сегменту B2B (Компания на начальном этапе развития бизнеса). Ниже приведены основные замечания Исполнителя.

Замечания Исполнителя по существу принятых Оценщиком допущений, выполненных расчетов и приведенных обоснований:

- Выручка - прогноз крайне оптимистичен - цены в сегменте B2C завышены почти в 2 раза, объемы в сегменте B2B крайне высоки, рыночная доля достигает необоснованно высокого уровня 56%:

- в модели реализован максимально оптимистичный сценарий развития бизнеса, особенно в части перспективного сегмента B2B. Прогноз достижения к 2023 году рыночной доли в размере 56% (с 1% в 2018 г.) крайне оптимистичен и не согласуется с общерыночной практикой и ожиданиями аналитиков (более вероятен сценарий разделения лидерства на рынке между 3-5 крупнейшими компаниями, конкурирующими друг с другом);
- прогноз средней стоимости обучения в сегменте B2C выполнен без учета сегментации клиентов «онлайн» и «оффлайн». В качестве единой средней стоимости принята стоимость, соответствующая оффлайн-обучению. В результате, цена услуг завышена примерно в 2 раза (к примеру, для 2019 года средняя цена принята 29,3 тыс. руб. при средней цене услуг по факту 2018 г. 17,5 тыс. руб.);
- заложенный в Модель прогноз натуральных объемов требует (в контексте оценки рыночной стоимости бизнеса) учета повышенных спец.рисков в ставке дисконтирования.
- **EBITDA - крайне высокие показатели доходности (58-74%) - риск завышения в 2-3 раза:**
 - как указывалось выше, прогноз цен для сегмента B2C выполнен некорректно, завышение примерно в 2 раза. Заявленному в Модели уровню стоимости обучения B2C соответствует иной, более высокий уровень затрат (по приобретению, аренде, обустройству учебных классов, найму сотрудников и т.п.);
 - Модель представляет собой максимально оптимистичный вариант развития бизнеса. Как правило, в рамках агрессивной стратегии захвата рынка, значительного расширения и диверсификации бизнеса компаниям объективно не удастся параллельно существенно увеличивать рентабельность;
 - по мнению Исполнителя, в Модели не учтены скидки партнерам, варианты безвозмездного предоставления программного обеспечения в целях более активного продвижения услуг, весьма консервативен прогноз рекламного бюджета и расходов на сотрудников маркетингового и коммерческого отделов.
- **Капитальные вложения - прогноз инвестиций, с учетом агрессивной стратегии захвата рынка, занижен:**
 - сопоставление относительных показателей инвестиционной программы со среднеотраслевыми свидетельствует о вероятной недостаточности капитальных затрат для достижения заявленных объемных параметров. Суммарные капитальные расходы на 5 лет составляют порядка 4% от суммарной выручки (при 13,3% по отрасли Education (Дамодаран, 2018)) и порядка 5,5% от прибыли EBITDA (при 50,8% по отрасли Education и 16,7% по рынку в целом (Дамодаран, 2018)). Принимая во внимание факт нахождения Компании на начальном этапе развития бизнеса, отсутствие полноценного ретроспективного опыта, а также стратегию агрессивного захвата рынка (с 1% до 56%), по мнению Исполнителя, инвестиционный бюджет объективно должен быть выше спланированного;
 - по мнению Исполнителя, капитальные расходы на поддержание имеющихся активов, заложенные в модель, недостаточны для полноценного воспроизводства активов. Способ прогноза, использованный в Модели (вложения

- преимущественно по мере надобности, в полной сумме), приемлем в рамках финансовой модели, однако, в контексте проведения оценки рыночной стоимости более корректен равномерный учет поддерживающих капитальных затрат;
- по мнению Исполнителя, заложенный в Модель оптимистичный (в контексте минимальных издержек) прогноз инвестиций требует (в контексте оценки рыночной стоимости) либо корректировки до уровня, приближенного к среднеотраслевому, либо учета повышенных спец.рисков в ставке дисконтирования.
 - **Оборотный капитал. Финансирование оборотного капитала не учтено в Модели.** Для целей оценки необходимо предусмотреть отток средств на уровне среднеотраслевых показателей (фактический уровень собственных оборотных средств в выручке составил порядка 2,4% в 2018 г. и 5,3% в 2017 г., среднеотраслевые показатели - на уровне 11-13%).
 - **Ставка дисконтирования - расчет некорректен, итоговая ставка существенно занижена:**
 - используется в качестве рыночной премии показатель, применимый для модели дисконтирования дивидендов (Implied Premium (DDM) вместо Implied Premium (FCFE)) - корректная премия будет примерно в 2 раза выше;
 - не учтен конкретный отраслевой риск (использованы показатели beta и D/E по всему рынку в целом);
 - ставка налога принята в размере 20% при фактической 0% для Компании;
 - ставка в рублевом выражении (CAPM) получилась по расчету на 3% ниже аналогичной долларовой ставки;
 - итоговая ставка CAPM RUB в размере 11% является крайне низкой (для сравнения - CAPM USD для отрасли Education (Дамодаран, 2018) - 14,2% - ставка до учета странового риска, премии за размер и спец.рисков).

По итогам проведенной экономической экспертизы и анализа Модели, Исполнитель пришел к выводу о том, что, несмотря на полноту и качество исходных данных планирования, достаточность и техническую точность основных расчетов, рассматриваемая Модель в целях использования ее для проведения расчетов рыночной стоимости собственного капитала Компании требует внесения существенных корректировок. В целом, Модель представляет собой максимально оптимистичный вариант развития бизнеса.

5. АНАЛИЗ ОТЧЕТА ОБ ОЦЕНКЕ

В рамках настоящего раздела Исполнитель приводит ключевые выводы по результатам анализа отчета об оценке 100% пакета акций АО «Светофор Групп» №40-19-ОТ от 12.04.2019 г., подготовленного ООО «Межрегиональный центр судебных экспертиз и оценки».

По результатам проверки и анализа соблюдения Оценщиком при составлении Отчета требований ФСО, а также проверки отраженных Оценщиком исходных данных, Исполнителем отмечается следующее:

- Оценщиком при проведении оценки и подготовке Отчета были соблюдены требования ФЗ РФ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», ФСО, а также стандартов СРО.
- Вся информация, существенная с точки зрения стоимости объекта оценки, нашла отражение в Отчете об оценке (требование ФСО № 3, п. II, п. 4; ФСО № 3, п. III).

По результатам анализа корректности примененных Оценщиком процедур оценки, их соответствия целям и назначению оценки, анализа наличия в Отчете всех пояснений и расчетов, воспроизводимости, достоверности выполненных расчетов и числовых значений, влияющих на итоговое значение стоимости, Исполнителем отмечается следующее:

- Подходы и методы оценки выбраны обоснованно (ФСО № 3, п. V, п. 14) и в соответствии с целями и задачами оценки.
- В рамках примененного доходного подхода имеется возможность проверки выводов и результатов, полученных Оценщиком (ФСО № 3, п. V, п. 15; ФСО № 3, п. II, п. 4).
- В Отчете об оценке имеются все необходимые формулы/методики и пояснения к ним, позволяющие воспроизвести выполненные расчеты.
- Обоснования и пояснения по выполненным расчетам в Отчете имеются, однако, по мнению Исполнителя, в отдельных случаях (отмечены ниже) приведенных обоснований недостаточно и/или они не отражают сути рассматриваемого вопроса.
- Исполнитель ставит под сомнение достоверность проведенных расчетов и полученных результатов оценки (перечень замечаний приведен ниже).

Ниже приведены замечания Исполнителя по существу принятых Оценщиком допущений, выполненных расчетов и приведенных обоснований:

- Выручка - **Оценщиком построен достаточно консервативный прогноз денежных поступлений:**
 - **полностью отсутствует прогноз поступлений для сегмента B2B**, несмотря на наличие разработанной стратегии бизнеса, бизнес-плана и финансовой модели Компании, учитывающих активное развитие B2B (в Отчете приведены планы Компании в отношении сегмента B2B). При этом, планы Компании по численности обучающихся в сегменте B2C

- полностью приняты Оценщиком в расчет. Обоснования неиспользования планов Компании по B2B отсутствуют (в контексте текущей и прогнозной рыночной ситуации, а также анализа технических/ технологических/ кадровых/ маркетинговых и т.п. возможностей и ограничений бизнеса). Влияние на итоговый результат очень значительно;
- отсутствует сегментация B2C по направлениям «онлайн» и «оффлайн», соответственно, некорректны выводы Оценщика относительно фактического сокращения средней стоимости обучения в ретроспективном периоде и некорректен выполненный ценовой прогноз. Влияние на итоговый результат относительно мало.
 - **EBITDA - вероятно завышение рассчитанных Оценщиком показателей доходности.** Влияние на результат очень существенно:
 - итоговые рассчитанные в Отчете показатели рентабельности по EBITDA (37,5 - 40,5%) значительно превышают фактический показатель 2018 года (33,2%) и средний фактический уровень маржи за 2015-2018 гг. (38,5%); при этом Оценщик, как следует из Отчета, максимально опирался на фактически достигнутые показатели бизнеса;
 - итоговая рассчитанная маржа существенно превышает среднеотраслевые коэффициенты (не выше 26% в среднем). Данный факт отмечен Оценщиком, но без корректного, сугубого обоснования.
 - **Посленалоговая прибыль - доходность для постпрогнозного периода завышена**, поскольку не учтено изменение ставки налога с 2025 года (с 0% до 20%).
 - **Капитальные вложения - прогноз инвестиций, с высокой долей вероятности, занижен.** Влияние на результат существенно:
 - поскольку в прогноз заложен рост численности обучающихся (в 3,5 раза примерно за 5 лет), по мнению Исполнителя, только поддерживающих капитальных затрат недостаточно. Объективно требуется открытие новых учебных центров, онлайн-студий и т.п., а также расходы на R&D (НИОКР). В соответствии с Моделью, на 1 учебный центр Компании планомерно приходится 18-38 обучающихся в месяц, включая онлайн-обучение, в то же время по расчетам Оценщика, начиная с 2021 года, аналогичный показатель составит 43-56 человек в месяц.
 - **Ставка дисконтирования - в целом расчет недостаточно корректен**, однако, принимая во внимание консервативный прогноз выручки в Отчете (при условии коррекции показателей маржинальности и уровня инвестиций), погрешность невелика:
 - Оценщик использовал разные допущения о ставке налога - в рамках расчета ставки дисконтирования (tax 20%) и прогноза посленалоговой прибыли (tax 0%);
 - Оценщик использовал параметры годичной давности с сайта Дамодаран (показатели на январь 2018);
 - отсутствие спец.рисков недостаточно обосновано в Отчете (с учетом заложенного роста сегмента B2C).

По итогам проведенного анализа Отчета об оценке, с учетом изложенных выше замечаний по примененным Оценщиком допущениям и способам прогнозирования, существенно влияющим на итоговое значение стоимости объекта оценки, Исполнитель выражает свое сомнение в достоверности рассчитанной Оценщиком итоговой рыночной стоимости и делает вывод о наличии рисков ее искажения.

6. ИНДИКАТИВНЫЙ РАСЧЕТ ДИАПАЗОНА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА КОМПАНИИ

Принимая во внимание наличие весомых замечаний к финансовой модели бизнеса АО «Светофор Групп» на период 2019-2023 гг. и отчету об оценке 100% пакета акций АО «Светофор Групп» №40-19-ОТ от 12.04.2019 г., изложенных в разделах 4 и 5 настоящего Отчета, Исполнитель пришел к выводу о необходимости построения альтернативной финансовой модели денежных потоков АО «Светофор Групп» и индикативному расчету возможного диапазона рыночной стоимости собственного капитала Компании.

Общие параметры:

- Вид, тип денежных потоков: денежные потоки на инвестированный капитал, в номинальном выражении, в рублях.
- Длительность прогнозного периода: 5 лет, 2019-2023 гг. с шагом в 1 год.
- Постпрогнозный период - модель Гордона. Долгосрочный темп роста - среднее геометрическое ожидаемых темпов инфляции рубля в период 2024-2033 гг. - 4,4%.
- Макроэкономические данные - прогнозы Global Insight (IHS Economics Updated monthly, Last update: 18 December 2018).
- Ставка налога на прибыль: 0% - для прогнозного периода и 14,8% - для постпрогнозного периода (рассчитана как средневзвешенная ставка налога с учетом окончания действия налоговых льгот Компании с 2 кв. 2025 г., усредненная за первые 10 лет постпрогнозного периода).
- Амортизационные отчисления: линейный метод начисления амортизации. Норма отчислений определена из расчета среднего срока полезного использования 5 лет (в соответствии с данными Модели Компании).
- Оборотный капитал: на уровне среднеотраслевого значения 12,3% от выручки - для отрасли Education (Дамодаран, развивающиеся рынки, 2018 г.).

Наиболее существенные допущения, принятые в расчетах

Исполнитель сформулировал следующие допущения, принятые в дальнейших расчетах:

- Исполнитель заложил в прогноз допущение о достижении бизнесом рыночной доли в размере 25% к 2023 году (на 2019 год сохранены планируемые Компанией показатели, далее - плавный рост). Предположительно, на рынке, в долгосрочной перспективе, будут функционировать 4 (в среднем) конкурирующих крупных компании.

По ожиданиям аналитиков, в ближайшие несколько лет будет происходить консолидация сегмента. Предположительно, лидерство будет принадлежать 3-5 крупнейшим компаниям, конкурирующим друг с другом. В настоящее время B2B-сегмент

российского онлайн-образования сильно фрагментирован и находится в ранней фазе развития. Глобальный тренд – усиление запроса со стороны бизнеса на обучение сотрудников. При этом онлайн-формат выглядит для крупного бизнеса объективно более привлекательным ввиду меньших издержек по сравнению с традиционными нецифровыми формами.

- Структура численности обучающихся B2B и B2C, доля онлайн-обучения в сегменте B2C, заложенные в Модель, были сохранены Исполнителем в настоящих расчетах. Предположительно, B2B-сегмент будет аккумулировать с 2021 года 93% обучающихся от суммарной их численности по Компании (или 70% по выручке).
- В качестве базы прогнозирования цен использовался план Компании в соответствии с Моделью, уточненный на индекс ожидаемой инфляции. Исключение коснулось прогноза цен на онлайн-обучение в собственных центрах, которые объективно ниже цен для оффлайна.
- Прогноз прибыли EBITDA построен на маржинальной основе. Целевой уровень маржи EBITDA на весь период 2019-2023 гг. был принят Исполнителем на уровне среднеотраслевого значения (Damodaran, Education, развивающиеся рынки, 2018 г.) - 26,1%.
- Прогноз объемов капитальных вложений построен в соответствии с форматом и методикой планирования в Компании (Модель), с учетом сокращенных, относительно Модели, объемов реализации услуг. Прогноз расходов на поддержание осуществлялся на уровне амортизации с учетом индекса изменения цен в капитальном строительстве.

Расчет ставки дисконтирования на инвестированный капитал для рублевого денежного потока Компании по состоянию на 31.12.2018 г. приведен в таблице 5.

Таблица 5

Расчет ставки дисконтирования для АО «Светофор Групп»

Наименование показателя	Значение	Источник данных
Ставка безрискового финансирования	2,69%	Daily Treasury Yield Curve Rates (10-yr), данные U.S. Department of the Treasury на 31.12.2018 г.
Коэффициент бета (β) (с учетом финансового рычага)	в прогнозном периоде	Расчет Исполнителя
	в постпрогнозном периоде	
<i>коэффициент бета (β unlev) (без учета финансового рычага)</i>	1,167	Среднеотраслевое значение по отрасли Education (Emerging markets), данные Damodaran на 05.01.2019 г.
<i>структура капитала (D/E)</i>	20,39%	Среднеотраслевое значение по отрасли Education (Emerging markets), данные Damodaran на 05.01.2019 г.
ставка налога на прибыль	в прогнозном периоде	Законодательно установленная ставка в соответствии с Налоговым Кодексом РФ с учетом действующих налоговых льгот Компании как резидента Фонда «Сколково»
	в постпрогнозном периоде	
Рыночная премия	5,55%	ERP (T12 m with sustainable payout), данные Damodaran на 01.01.2019 г.
Премия за страновой риск	3,47%	Country Risk Premium, данные Damodaran на 01.01.2019 г.

Наименование показателя	Значение	Источник данных
Премия за специфический риск	2,50%	Допущения Исполнителя: Компания на ранней стадии развития бизнеса, в прогноз заложен достаточно агрессивный захват рыночной доли и мероприятия M&A, спрогнозирована деятельность Компании на еще формирующемся рынке
Премия за размер	5,37%	Long-term Returns in Excess of CAPM estimation (группа 10-Smallest), данные Ibbotson Associates, SBBI Valuation Edition 2018 Yearbook
Ставка дисконтирования для акционерного капитала (для долларового потока)	в прогнозном периоде	21,82%
	в постпрогнозном периоде	21,63%
		Расчет Исполнителя
Средняя доходность по еврооблигациям РФ, номинированным в долларах США	4,98%	RUSSIA 12 ¼ 06/24/28, данные Bloomberg на 28.12.2018 г.
Средняя доходность по рублевым государственным облигациям РФ	8,68%	RFLB 7.05 01/19/28, данные Bloomberg на 29.12.2018 г.
Ставка дисконтирования для акционерного капитала (для рублевого потока)	в прогнозном периоде	26,11%
	в постпрогнозном периоде	25,91%
		Расчет Исполнителя
Стоимость заемного капитала	12,00%	Фактическая ставка Компании (данные фин.модели)
Ставка дисконтирования для инвестированного капитала (для рублевого потока)	в прогнозном периоде	23,70%
	в постпрогнозном периоде	23,30%
		Расчет Исполнителя

Источник: данные U.S. Department of the Treasury, Damodaran, Ibbotson, Bloomberg, допущения и расчеты Исполнителя

Прогноз и дисконтирование итогового денежного потока на инвестированный капитал АО «Светофор Групп» приведены в таблице 6.

Таблица 6

Прогноз и дисконтирование денежного потока на инвестированный капитал Компании

(тыс. руб.)

Показатель	Прогноз Исполнителя							Данные Заказчика			Среднеотраслевые данные 2018			
	2019	2020	2021	2022	2023	Σ 2019-2023	ППП	Факт 2018	Модель 2019-2023	Отчет 2019-2023	Damodaran, Education	Business & Consumer Services	Software (Internet)	Bloomberg
Доля рынка АО Светофор	2,4%	8,0%	14,0%	20,0%	25,0%	25,0%		1,0%	55,9%	6,2%				
Численность обучающихся	48 874	176 000	336 000	520 000	700 000	1 780 874		13 500	3 929 308	173 500				
В2С	14 662	17 600	23 520	36 400	49 000	141 182		13 500	297 432	173 500				
В2В	34 212	158 400	312 480	483 600	651 000	1 639 692		0	3 631 875	0				
Выручка	344 520	805 902	1 341 651	2 201 904	3 120 353	7 814 331		235 892	20 900 480	3 255 248				
В2С	264 109	315 770	417 159	672 356	944 586	264 109								
В2В	80 411	490 132	924 492	1 529 548	2 175 766	80 411								
выручка на 1 учащегося - В2С	18,0	17,9	17,7	18,5	19,3	18,5		17,5	32,7	18,8				
выручка на 1 учащегося - В2В	2,4	3,1	3,0	3,2	3,3	3,2			3,1					

Показатель	Прогноз Исполнителя							Данные Заказчика			Среднеотраслевые данные 2018			
	2019	2020	2021	2022	2023	Σ 2019-2023	ППП	Факт 2018	Модель 2019-2023	Отчет 2019-2023	Damodaran, Education	Business & Consumer Services	Software (Internet)	Bloomb erg
ЕБИТДА	89 954	210 421	350 305	574 917	814 724	2 040 322		78 303	15 259 603	1 305 121				
маржа	26,1%	26,1%	26,1%	26,1%	26,1%	26,1%		33,2%	73,0%	40,1%	26,1%	8,3%	4,0%	12,9%
ЕБИТ	42 846	133 386	278 625	482 848	689 402		689 402	27 283	14 874 673	897 410				
Ставка налога	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		14,8%			0,0%				
НОРАТ	42 846	133 386	278 625	482 848	689 402	1 627 107	587 575		14 874 673	897 410				
(+) Амортизация	47 108	77 035	71 680	92 069	125 322	413 215	125 322		384 931	407 711				
(-) Капитальные вложения	86 003	191 748	93 213	142 155	190 371	703 490	125 322		832 137	400 000				
(-) Изменение оборотного капитала	36 686	56 750	65 897	105 811	112 969		112 969							
Денежный поток на инвестированный капитал	-32 734	-38 077	191 195	326 951	511 384		474 606							
CapEx/Sales						9,0%			4,0%	12,3%	13,3%	2,8%	4,8%	1,2%
CapEx/ EBITDA						34,5%			5,5%	30,6%	50,8%	34,2%	119,7%	2,7%
CapEx/Deprecn						170,2%			216,2%	98,1%	293,3%	182,8%	388,0%	187,3%
R&D/Sales						2,0%			2,0%	0,0%	0,4%	0,8%	2,5%	
СОК нормативный	42 376	99 126	165 023	270 834	383 803									
Терминальная стоимость							2 911 077							
Темп роста в ППП							4,4%							
Ставка WACC	23,7%	23,7%	23,7%	23,7%	23,7%	23,7%	23,3%		11,0%	17,6%				
Cost of Equity USD						21,8%			14,0%	18,2%	14,2%*	10,9%	10,3%	
фактор диск-я	0,899	0,727	0,588	0,475	0,384		0,351							
Дисконтированный денежный поток	-29 432	-27 676	112 345	155 306	196 374		1 021 500							
Стоимость инвестированного капитала EV	1 428 416													
Мультипликаторы:														
EV/Sales	4,1	1,8	1,1	0,6	0,5		0,9*	6,1			3,3	1,4	1,2	1,8
EV/EBITDA	15,9	6,8	4,1	2,5	1,8		3,6	18,2			12,6	13,6	18,2	4,2
EV/EBIT	33,3	10,7	5,1	3,0	2,1		4,2	52,4			17,5	18,8	26,2	4,8
(-) Чистый долг	-17 679													
Стоимость собственного капитала	1 450 000													

* показатель рассчитан от терминальной стоимости к прогнозным финансовым показателям 2023 г.

** общеотраслевая ставка на рынке США

Источник: допущения и расчеты Исполнителя

Исполнитель обращает внимание на приведенные в таблице выше мультипликаторы:

- финансовые показатели уже в 2020 году позволяют выйти на приемлемый (адекватный среднерыночным параметрам) уровень оценки стоимости бизнеса и собственного капитала - мультипликатор $EV/EBITDA=6,8$ (при ожидаемой рыночной доле Компании 8%);
- показатели, рассчитанные от терминальной стоимости, относительно невысоки - $EV/Sales=0,9$ и $EV/EBITDA=3,6$ - что косвенно подтверждает корректность расчета. В данном расчете был бы уместен и вариант определения терминальной стоимости через мультипликаторы (в предположении продажи бизнеса в конце прогнозного периода), и в этом случае рассчитанная стоимость не была бы ниже (с учетом скидок на торг и ликвидность).

Результаты анализа чувствительности к основным параметрам прогноза (численность обучающихся B2C и B2B, маржинальность, цены, премия за спец.риски в ставке дисконтирования, объем капитальных вложений) приведены в таблицах ниже. Согласно результатам проведенного анализа чувствительности, стоимость изменяется в диапазоне 1 300 - 1 600 млн. руб., при этом, наиболее обоснованным, по мнению Исполнителя, является диапазон 1 400 - 1 500 млн. руб.

В результате проведенных Исполнителем индикативных расчетов диапазон рыночной стоимости собственного капитала АО «Светофор Групп» по состоянию на 31.12.2018 г. составил 1 400 000 000 - 1 500 000 000 руб.

Таблица 7

Анализ чувствительности стоимости собственного капитала Компании, тыс. руб.

		Изменение численности обучающихся в учебных центрах Компании (B2C)										
		-10,0%	-8,0%	-6,0%	-4,0%	-2,0%	0,0%	2,0%	4,0%	6,0%	8,0%	10,0%
Изменение численности обучающихся в учебных центрах Компании (B2B) оказываемых услуг	-10,0%	1 250 000	1 270 000	1 280 000	1 290 000	1 300 000	1 320 000	1 330 000	1 340 000	1 350 000	1 370 000	1 380 000
	-8,0%	1 280 000	1 290 000	1 300 000	1 320 000	1 330 000	1 340 000	1 350 000	1 370 000	1 380 000	1 390 000	1 400 000
	-6,0%	1 310 000	1 320 000	1 330 000	1 340 000	1 360 000	1 370 000	1 380 000	1 390 000	1 410 000	1 420 000	1 430 000
	-4,0%	1 330 000	1 340 000	1 360 000	1 370 000	1 380 000	1 390 000	1 410 000	1 420 000	1 430 000	1 440 000	1 460 000
	-2,0%	1 360 000	1 370 000	1 380 000	1 400 000	1 410 000	1 420 000	1 430 000	1 450 000	1 460 000	1 470 000	1 480 000
	0,0%	1 380 000	1 400 000	1 410 000	1 420 000	1 430 000	1 450 000	1 460 000	1 470 000	1 480 000	1 500 000	1 510 000
	2,0%	1 410 000	1 420 000	1 430 000	1 450 000	1 460 000	1 470 000	1 480 000	1 500 000	1 510 000	1 520 000	1 530 000
	4,0%	1 440 000	1 450 000	1 460 000	1 470 000	1 490 000	1 500 000	1 510 000	1 520 000	1 540 000	1 550 000	1 560 000
	6,0%	1 460 000	1 470 000	1 490 000	1 500 000	1 510 000	1 520 000	1 540 000	1 550 000	1 560 000	1 570 000	1 590 000
	8,0%	1 490 000	1 500 000	1 510 000	1 530 000	1 540 000	1 550 000	1 560 000	1 570 000	1 590 000	1 600 000	1 610 000
10,0%	1 510 000	1 530 000	1 540 000	1 550 000	1 560 000	1 580 000	1 590 000	1 600 000	1 610 000	1 630 000	1 640 000	
		Изменение уровня рентабельности по EBITDA										
		-2,5%	-2,0%	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
Изменение цен реализации оказываемых услуг	-2,5%	1 060 000	1 110 000	1 150 000	1 200 000	1 240 000	1 280 000	1 330 000	1 370 000	1 410 000	1 460 000	1 500 000
	-2,0%	1 090 000	1 140 000	1 180 000	1 230 000	1 270 000	1 310 000	1 360 000	1 400 000	1 450 000	1 490 000	1 540 000
	-1,5%	1 120 000	1 160 000	1 210 000	1 260 000	1 300 000	1 350 000	1 390 000	1 440 000	1 480 000	1 530 000	1 570 000
	-1,0%	1 150 000	1 190 000	1 240 000	1 290 000	1 330 000	1 380 000	1 430 000	1 470 000	1 520 000	1 570 000	1 610 000
	-0,5%	1 180 000	1 220 000	1 270 000	1 320 000	1 370 000	1 410 000	1 460 000	1 510 000	1 550 000	1 600 000	1 650 000
	0,0%	1 200 000	1 250 000	1 300 000	1 350 000	1 400 000	1 450 000	1 490 000	1 540 000	1 590 000	1 640 000	1 690 000
	0,5%	1 230 000	1 280 000	1 330 000	1 380 000	1 430 000	1 480 000	1 530 000	1 580 000	1 630 000	1 680 000	1 730 000
	1,0%	1 260 000	1 310 000	1 360 000	1 410 000	1 460 000	1 510 000	1 560 000	1 610 000	1 670 000	1 720 000	1 770 000
	1,5%	1 290 000	1 350 000	1 400 000	1 450 000	1 500 000	1 550 000	1 600 000	1 650 000	1 700 000	1 750 000	1 810 000
	2,0%	1 320 000	1 380 000	1 430 000	1 480 000	1 530 000	1 590 000	1 640 000	1 690 000	1 740 000	1 790 000	1 850 000
2,5%	1 360 000	1 410 000	1 460 000	1 520 000	1 570 000	1 620 000	1 670 000	1 730 000	1 780 000	1 830 000	1 890 000	
		Изменение объема капитальных вложений										
		-15,0%	-12,0%	-9,0%	-6,0%	-3,0%	0,0%	3,0%	6,0%	9,0%	12,0%	15,0%
Изменение размера специфического риска в ставке дисконтирования WACC	-2,5%	1 550 000	1 530 000	1 520 000	1 510 000	1 490 000	1 480 000	1 470 000	1 460 000	1 440 000	1 430 000	1 420 000
	-2,0%	1 530 000	1 520 000	1 500 000	1 490 000	1 480 000	1 470 000	1 450 000	1 440 000	1 430 000	1 420 000	1 400 000
	-1,5%	1 530 000	1 510 000	1 500 000	1 490 000	1 470 000	1 460 000	1 450 000	1 440 000	1 420 000	1 410 000	1 400 000
	-1,0%	1 520 000	1 510 000	1 490 000	1 480 000	1 470 000	1 460 000	1 440 000	1 430 000	1 420 000	1 410 000	1 390 000
	-0,5%	1 510 000	1 500 000	1 490 000	1 480 000	1 460 000	1 450 000	1 440 000	1 430 000	1 410 000	1 400 000	1 390 000
	0,0%	1 510 000	1 500 000	1 480 000	1 470 000	1 460 000	1 450 000	1 430 000	1 420 000	1 410 000	1 400 000	1 380 000
	0,5%	1 500 000	1 490 000	1 480 000	1 460 000	1 450 000	1 440 000	1 430 000	1 420 000	1 400 000	1 390 000	1 380 000
	1,0%	1 500 000	1 480 000	1 470 000	1 460 000	1 450 000	1 440 000	1 420 000	1 410 000	1 400 000	1 390 000	1 380 000
	1,5%	1 490 000	1 480 000	1 470 000	1 460 000	1 440 000	1 430 000	1 420 000	1 410 000	1 400 000	1 380 000	1 370 000
	2,0%	1 490 000	1 470 000	1 460 000	1 450 000	1 440 000	1 430 000	1 420 000	1 400 000	1 390 000	1 380 000	1 370 000
2,5%	1 480 000	1 470 000	1 460 000	1 450 000	1 430 000	1 420 000	1 410 000	1 400 000	1 390 000	1 370 000	1 360 000	

Источник: расчеты Исполнителя

ПРИЛОЖЕНИЕ 1. ПЕРЕЧЕНЬ ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ИНФОРМАЦИИ

Документы и данные, предоставленные Заказчиком (внутренняя информация):

1. Прогнозная финансовая модель АО «Светофор Групп» на период 2019-2023 гг.
2. Отчет об оценке 100% пакета акций АО «Светофор Групп» №40-19-ОТ от 12.04.2019 г., подготовленный ООО «Межрегиональный центр судебных экспертиз и оценки».
3. Бизнес-план, стратегия развития бизнеса АО «Светофор Групп» на период с 2019 г.
4. Проект инвестиционного меморандума АО «Светофор Групп».
5. Свидетельство о присвоении АО «Светофор» статуса участника проекта создания и обеспечения функционирования инновационного центра «Сколково» рег.№ 1120952, дата регистрации 17.03.2015 г.
6. Сертификат участника сессии производителей инновационной продукции в сфере образовательных технологий ГБУ «Агентства инноваций Москвы», подтверждающий получение продукции АО «Светофор Групп» положительной оценки городских заказчиков.
7. Презентация компании АО «Светофор Групп».
8. Прочие данные и комментарии ответственных представителей Заказчика.

Информация, полученная из внешних источников:

9. Федеральные стандарты оценки ФСО №№1-3.
10. Методика определения цены акции или иностранной депозитарной расписки на акции, утвержденной ПАО «Московская Биржа ММВБ-РТС».
11. Прогнозы макроэкономических показателей (IHS Global Insight, 18 декабря 2018 г.).
12. Отдельные среднеотраслевые показатели (Bloomberg, Damodaran, СПАРК).
13. Сведения о доходности финансовых инструментов и прочая рыночная информация (U.S. Department of the Treasury, Bloomberg, Damodaran, Ibbotson Associates).
14. Открытые данные сети интернет (в том числе сервис раскрытия корпоративной информации «Интерфакс» <http://www.e-disclosure.ru>, данные официального сайта АО «Светофор Групп» <http://svetoforgroup.ru> и др.).