УДК 336.6

ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ СДЕЛКИ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ ЛИДЕРА РОССИЙСКОГО РИТЕЙЛА

Ю.А. Власова, Ж.И. Герзелиева, А.А. Кузнецова
ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова», Москва, email: ja.vlasova@mail.ru

Аннотация. *В статье рассматриваются особенности одной из сделок слияния и поглощения на примере ПАО «X5 Retail Group». Исходя из того факта, что развитие компании уже на протяжении последних 20 лет базируется на слияниях и поглощениях мелких региональных конкурентов, дальнейшая работа в этом направлении выглядит как ключевой элемент стратегии развития. Следовательно, исследование вопросов сделок слияний и поглощений на примере ПАО «X5 Retail Group», а также поиск направлений для их совершенствования – весьма актуальный вопрос. Объектом данного исследования выступает компания ПАО «X5 Retail Group». Предмет исследования – сделки слияний и поглощений ПАО «X5 Retail Group». Целью работы являлось выявление особенностей сделок слияния и поглощения в российском сегменте ритейла, а также оценка их эффективности. Выводами исследования является оценка эффективности сделки, а также рекомендации по осуществлению дальнейших мероприятий по слиянию и поглощению ПАО «X5 Retail Group». Практическая значимость заключатся в разработке мер, которые помогут ПАО «X5 Retail Group» в реализации стратегических задач и увеличении доли на рынке.*

Ключевые слова*: сделки слияния и поглощения, ритейл, риски, экосистема, финансовый анализ, эффективность сделок m&a, оборотные активы, капитал компании.*

ASSESSMENT OF THE EFFICIENCY OF THE MERGER AND ACQUISITION TRANSACTION OF THE LEADER OF RUSSIAN RETAIL

Yu.A. Vlasova, Zh.I. Gerzelieva, A.A. Kuznetsova
Federal State Budgetary Educational Institution of Higher Education “Plekhanov Russian University of Economics”, Moscow, email: ja.vlasova@mail.ru

Abstract. *The article discusses the features of one of the mergers and acquisitions transactions using the example of PJSC X5 Retail Group. Based on the fact that the company’s development over the past 20 years has been based on mergers and acquisitions of small regional competitors, further work in this direction appears to be a key element of the development strategy. Consequently, the study of mergers and acquisitions transactions using the example of PJSC X5 Retail Group, as well as the search for directions for their improvement, is a very pressing issue. The object of this study is PJSC X5 Retail Group. The subject of the study is mergers and acquisitions of PJSC X5 Retail Group. The purpose of the work was to identify the features of mergers and acquisitions in the Russian retail segment, as well as to assess their effectiveness. The conclusions of the study are an assessment of the transaction effectiveness, as well as recommendations for the implementation of further mergers and acquisitions of PJSC X5 Retail Group. The practical significance lies in the development of measures that will help PJSC X5 Retail Group in implementing strategic objectives and increasing its market share.*

Keywords: *mergers and acquisitions, retail, risks, ecosystem, financial analysis, efficiency of M&A transactions, current assets, company capital.*

Дата поступления статьи в редакцию: 01.04.2025
Дата принятия статьи в печать: 28.04.2025

Введение

Ситуация на отечественном рынке ритейла на сегодняшний день складывается таким образом, что федеральные сети за счет масштабных ресурсов все активнее используют сделки слияния и поглощения, становятся все более значимыми фигурами. Одновременно с этим слияния и поглощения затрагивают компании из смежных отраслей, которые способствуют диверсификации, повышению качества товаров и услуг, повышению эффективности бизнес-процессов и т.д.

X5 Group («X5») – одна из ведущих российских мультиформатных продуктовых розничных компаний. Компания управляет магазинами нескольких торговых сетей: магазинами «у дома» под брендом

«Пятёрочка», супермаркетами под брендом «Перекрёсток» и дискаунтерами под брендом «Чижик» [6]. Компания занимает лидирующие позиции в e-commerce, развивая цифровые бизнесы Vprok.ru Перекрёсток, 5Post [14]. Компания основана в 2006 году в результате слияния рознично-торговых сетей «Пятёрочка» и «Перекрёсток». При слиянии объединённая компания получила опцион на право покупки сети гипермаркетов «Карусель» в 2008 году, принадлежавшей тогда акционерам «Пятёрочки». Управляет магазинами нескольких торговых сетей: магазинами «у дома» под брендом «Пятёрочка», супермаркетами «Перекрёсток», гипермаркетами «Карусель» и магазинами «шаговой доступности» под брендом «Перекрёсток Экспресс». Акции в форме глобальных депозитарных расписок котируются на Лондонской фондовой бирже (LSE) и Московской бирже (MCX).

ООО «ЛИНИИ ГРУПП» (проект «Много Лосося») – это российский фудтех-стартап. Ресторан работает по принципу «тёмной» кухни – без зала для обслуживания клиентов, и фокусируется только на доставку [17, 19].

В марте 2021 года произошло слияние ПАО «X5 Retail Group» и ООО «ЛИНИИ ГРУПП» (проект «Много Лосося»), как следствие, наблюдается изменение финансовых показателей сторон.

Методы исследования

Метриками для анализа эффективности выступают показатели метода экономической добавленной стоимости реализации сделки, метода остаточного дохода при реализации сделки, отдельные показатели экономического анализа сделки слияния и поглощения как бизнес-проекта.

В то же время оценить эффективность сделки слияния и поглощения можно качественно при помощи методов маркетингового анализа.

В первом этапе нашей работы был проведен анализ основных финансовых показателей компаний. Далее была проведена оценка показателей стоимости компаний ПАО «X5 Retail Group» и ООО «ЛИНИИ ГРУПП» (проект «Много Лосося»).

Оценить стоимость компании представляется возможным по следующим подходам:

- метод активов;
- метод дисконтирования денежных потоков;
- метод добавленной стоимости (EVA) [1,2].

Метод активов предусматривает оценку стоимости бизнеса как сумму его активов. Иными словами, данный метод является наиболее простым в использовании, так как полагается исключительно на динамику валюты баланса из бухгалтерской отчетности.

Результаты исследования

Анализ основных финансовых показателей компаний

Структура активов ПАО «X5 Retail Group» (рис. 1 и 2) демонстрирует устойчивое положение – с течением рассматриваемых периодов (от 2019 по 2023 годы). Высокая доля внеоборотных активов (более 80% до слияния с ООО «ЛИНИЯ ГРУПП») снижает мобильность и подвижность предприятия, в то же время может обеспечивать его устойчивое положение. Так, для ПАО «X5 Retail Group», основу внеоборотных активов составляют основные средства, в том числе арендные площади и точки продаж розничных магазинов, что составляет основу деятельности рассматриваемого предприятия.

Присоединение стартап-проекта «Много Лосося» в 2021 году позволило увеличить долю оборотных активов, что, в целом, соответствует логике ведения бизнеса и сформированной бизнес-модели проекта, ориентированного преимущественно на использование оборотных активов без наличия необходимости оперировать внеоборотными активами. ООО «ЛИНИИ ГРУПП» демонстрирует большую гибкость в структуре активов, которая позволяет более мобильно использовать имеющиеся в распоряжении организации активы.

Детальный анализ структуры пассивов Группы до и после присоединения отдельного проекта показал, что структура пассивов организаций схожа с позиции активного использования заемных источников финансирования, так, для ПАО «X5 Retail Group» основным источником финансирования являются долгосрочные обязательства (более 60%), представленные долгосрочными кредитами и займами, а также обязательствами по долгосрочной аренде. Вторым источником финансирования деятельности ПАО «X5 Retail Group» являются краткосрочные обязательства, которые в равной степени представлены кредиторской задолженностью и процентами по долгосрочным кредитам и займам. Увеличение доли краткосрочной связано с повышением ставки кредитования, как следствие, процентные обязательства по долгосрочным кредитам возросли и скорректировали общую структуру пассивов организации.

Оценка показателя – отношение долга к Ebitda для ПАО «X5 Retail Group» (таблица 1) показала, что на протяжении всего периода наблюдается снижение значения показателя с 9,03 до 8,05 в 2023 году [18], что говорит о том, что долговая нагрузка компании снижается относительно её операционной прибыли, что является положительной тенденцией, поскольку компания становится менее зависимой от заемных средств и может лучше покрыть свои обязательства за счет собственной прибыли.

Рис. 1. *Структура активов ПАО «X5 Retail Group»*

Источник: составлено автором на основе [14].

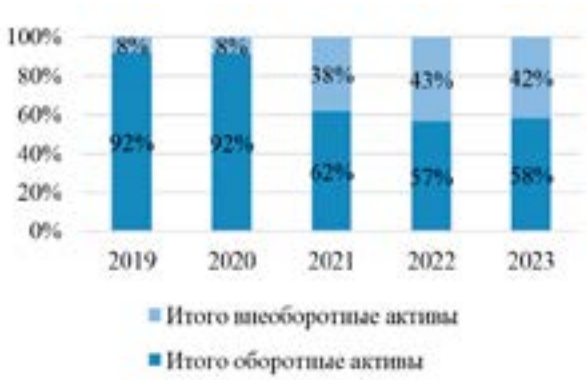

Рис. 2. *Структура активов ООО «ЛИНИИ ГРУПП»*

Источник: составлено автором на основе [14].

Таблица 1

Динамика показателя Долг/ Ebitda ПАО «X5 Retail Group»

	2019	2020	2021	2022	2023	9м 2024
Ebitda	146 898	170 296	183 591	214 117	250 099	151 784
Итого краткосрочные обязательства	368 573	408 684	482 851	539 010	638 849	621 986
Итого долгосрочные обязательства	957 774	1 078 387	1 199 119	1 218 873	1 373 731	1 370 206
Долг/Ebitda	9,03	8,73	9,16	8,21	8,05	13,13

Источник: составлено автором на основе [14].

Следует отметить, что значительного влияния на изменение структуры пассивов Группы компаний (ПАО «X5 Retail Group») осуществление сделки слияния и поглощения не оказало – незначительным образом сократилась доля акционерного капитала – упала с 6% до 5%, что может быть связано с частичным финансированием сделки за счет нераспределенной прибыли.

В то же время было выявлено, что ООО «ЛИНИИ ГРУПП» показывает негативную динамику структуры капитала, а именно, уменьшение собственного капитала со временем и его переход в отрицательную величину. Это означает, что организация становится полностью зависимой от заемных источников финансирования, так как собственный капитал формируется через накопленный убыток.

Динамика показателей выручки и прибыли ПАО «X5 Retail Group» устойчива с течением времени. При этом наблюдается, что прибыль растет большими темпами, чем выручка, что свидетельствует об оптимизации процессов на предприятии и снижения себестоимости реализации деятельности. Финансовые показатели ООО «ЛИНИИ ГРУПП» значительно отличаются по динамике от сравнимых показателей ПАО «X5 Retail Group». Проект демонстрирует отрицательную прибыль, то есть формирует убыток от реализации профильной деятельности.

В совокупности с приведенным ранее анализом структуры активов и пассивов, можно определить основную причину: при росте выручки как повышающиеся расходы на процентное обеспечение заемных средств, которые организация вынуждена привлекать для общего поддержания устойчивости деятельности.

Исходя из анализа динамики выручки и прибыли – финансовых показателей компаний – следует подчеркнуть, что реализация сделки слияния и поглощения не оказала существенного влияния на совокупный результат Группы ПАО «X5 Retail Group» ввиду разницы в масштабах бизнесов.

Обе компании в значительной степени полагаются на заемное финансирование, что составляет как потенциал значительного расширения бизнеса, так и риск способности поддержать деятельность в будущем. При этом, наблюдается и влияние эффекта масштаба – с учетом более устойчивых бизнес-процессов ПАО «X5 Retail Group» демонстрирует более устойчивые динамики выручки и прибыли.

Оценка показателей стоимости компаний

Оценка стоимости организаций методом активов демонстрирует значительное увеличение в стоимости компании ООО «ЛИНИИ ГРУПП» по сравнению с началом периода – это связано с менее крупным масштабом деятельности организации, отчего сохранялся потенциал для кратного увеличения (рис. 3). Стоимость компании ПАО «X5 Retail Group» устойчиво растет, что также является положительной динамикой, несмотря на более скромные темпы роста стоимости.

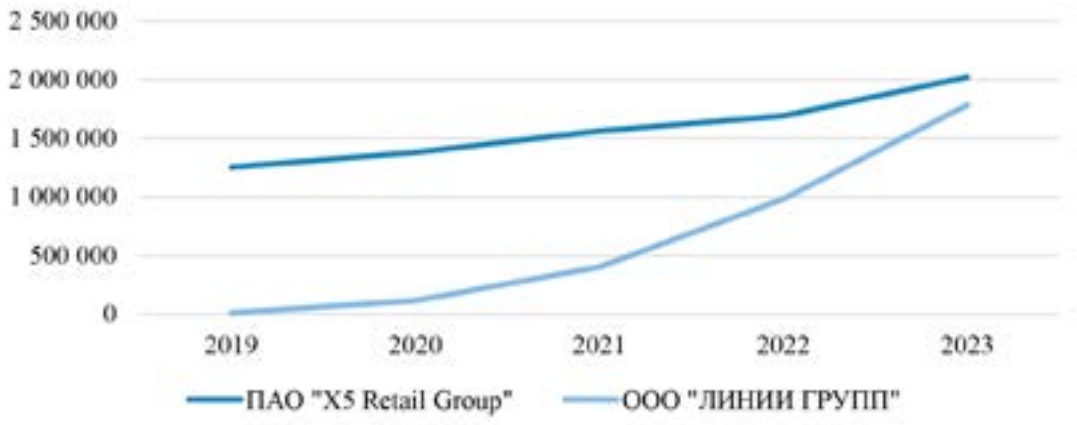

Рис. 3. *Оценка стоимости компаний ПАО «X5 Retail Group» и ООО «ЛИНИИ ГРУПП» (проект «Много Лосося») методом активов, тыс. руб.*

Источник: составлено автором на основе [11].

Таблица 2

Оценка стоимости ПАО «X5 Retail Group» методом дисконтированных денежных потоков (прибылей)

	2019	2020	2021	2022
Чистая прибыль за период, млн.руб	19 507	28 344	42 738	45 188
Стоимость компании, млн. руб.	243 837	354 300	534 225	564 850

Источник: составлено автором на основе [14].

Метод дисконтирования денежных потоков предусматривает дисконтирование будущих потоков прибылей и приведение будущих потоков прибылей организации к текущему моменту времени через ставку-норму альтернативной доходности для определения разумных инвестиций в проект – иными словами, определения справедливой стоимости организации.

Таблица 3

Показатели оценки компаний методом добавленной экономической стоимости

	2019	2020	2021	2022	2023
EVA (X5)	432 692 000	439 513 000	504 343 000	562 784 000	598 609 500
EVA (ЛИНИИ ГРУПП)	-	-29 704	-210 145	260 263	296 772
Оценка стоимости (X5)	5 408 650 000	5 493 912 500	6 304 287 500	7 034 800 000	7 482 618 750
Оценка стоимости (ЛИНИИ ГРУПП)	-	-	-	-	3 709 646

Источник: составлено автором на основе [14].

Оценка стоимости ПАО «X5 Retail Group» методом дисконтированных денежных потоков (прибылей) представлена в таблице 2. При расчете стоимости компании использовалась информация о чистой прибыли организации, а также о ставке дисконтирования. В качестве ставки дисконтирования была выбрана безрисковая доходность экономики Российской Федерации – доходность 10-летних облигаций государственного займа. Средняя доходность безрисковых инструментов близилась к 9%, соответственно, именно данная ставка была выбрана для расчета стоимости организации методом дисконтированных прибылей.

Применительно к ООО «ЛИНИИ ГРУПП» реализовать данный подход не представляется возможным ввиду того, что деятельность организации убыточна, соответственно, и оценка методом дисконтированных прибылей окажется отрицательной, что невозможно в экономической теории. Именно невозможность применения для организаций с отрицательной прибылью и составляет ограничение использования модели дисконтированных прибылей.

Наконец, необходимо рассчитать показатель для оценки стоимости компании – метод добавленной стоимости (EVA). Метод добавленной стоимости рассматривается как модификация метода дисконтированной прибыли, так как вместо показателя прибыли рассчитывается показатель добавленной экономической стоимости. Расчеты показателя добавленной экономической стоимости представлены в таблице 3.

Аналогично методу дисконтирования прибылей, стоимость компании ООО «ЛИНИИ ГРУПП» не поддается оценке ввиду отрицательного показателя добавленной экономической стоимости на протяжении практически всего периода времени, в то же время представляется возможным оценить стоимость компании на конец 2022 года, когда показатель EVA для ООО «ЛИНИИ ГРУПП» становится положительным.

Таким образом, нами были оценены стоимости компаний ПАО «X5 Retail Group» и ООО «ЛИНИИ ГРУПП» (проект «Много Лосося») вариативными подходами. В качестве основных методик к оценке стоимости были выбраны оценка стоимости методом активов, методом дисконтированных прибылей и методом добавленной экономической стоимости.

Отмечается, что вариативные методы обладают различными ограничениями и допущениями при применении, отчего качественный результат оценки стоимости компаний можно получить исключительно за счет применения вариативных методик.

Слияние с крупным ритейлером позволило выйти с 15 млн оборота в 2019 году к 1,5 млрд оборота в 2022 – уже после объединения с X5Retail. Кроме того, удалось увеличить количество точек продаж – вдвое увеличилось количество dark kitchen: с 25 до 52 точек. Также было открыто несколько точек продаж на территории сети магазинов X5, в частности – супермаркета «Перекресток», где по большей части реализовывались суши, роллы и прочая свежеприготовленная пища [22].

Рекомендации по повышению эффективности сделок слияния и поглощения

Из основных рекомендаций в этом направлении – X5 Retail Group требуется тщательно отбирать компании, с которыми она планирует заключать соглашения. X5 Retail Group неоднократно обращается в ФАС с ходатайством в целях одобрения или, наоборот, несогласия регулятора со сделками слияния и поглощения.

Помимо этого, необходимо соблюдать и условия, установленные ФАС и после сделки, чтобы впоследствии она не была признана недействительной. В частности, это касается соблюдения контроля цен, а также недопущения негативного влияния на контрагентов. Подобные требования затрагивали сделку выкупа сетью X5Retail Group торговой сети «Виктория» [21]. Для каждой из подобных сделок создается свой перечень требований.

X5 Retail Group в целях экспансии и захвата большей доли рынка активно развивается практически во всех регионах России, отдавая предпочтение Центральному Федеральному округу и близлежащим к нему субъектам. Используя модель обратного франчайзинга, такая компания как X5Retail Group увеличивает количество точек продаж и узнаваемость по всей России. Подобным образом обстояла ситуация с торговым соглашением между X5Retail Gorup и региональной сетью «Гроздь» в Саратовской области, что позволило увеличить количество магазинов «Пятерочка» на более чем 100 точек [5].

Далее нами были рассмотрены региональные сети, занятые в ритейле, которые по настоящее время остались независимыми и могут выступать потенциальной целью для слияний и поглощений со стороны X5 Retail Group.

1. Сеть «Командор» – крупнейшая розничная сеть восточной Сибири. Компания была основана еще в 1999 году и в настоящее время входит в число крупнейших холдингов России, а ее деятельность подразделяется на следующие направления: ритейл, девелопмент и производство продуктов питания [9].

Сфера деятельности Группы компаний «Командор» максимально приближена к X5 Retail Group, так как магазины представлены:

– супермаркетами у дома «Командор» – именно этот формат развивается сетью «Пятерочка» [4],

– дискаунтерами «Хороший» – супермаркетами низких цен, аналог сети «Чижик», которая активно развивается федеральной сетью;

– суперсторами «Аллея» – аналог гипермаркета «Карусель», который также входит в сеть X5 Retail Group.

Преимуществом сети магазинов «Командор» выступает наличие оснащенных современными технологиями супермаркетов, что, в том числе поддерживает самообслуживание через терминал. В магазинах представлены все товары первой необходимости, востребованные со стороны потребителей. Конкурентное преимущество заключается в минимальных наценках на продукты и продажа продуктов собственного производства.

2. «Бегемаг» – торговая сеть «Бегемаг» (ранее «Бегемот») – одна из крупнейших компаний в сфере розничной торговли в Кемеровской области. Всего их 61, 51 из магазинов находятся в областном центре, остальные десять – в разных населенных пунктах Кузбасса. Ежедневно их посещает более 60 000 покупателей [16].

Преимуществом данной сети также является то, что в магазинах представлена продукция собственного изготовления, чаще всего в виде готовой выпечки. Существует специально созданная программа лояльности «Виртуальная карта соседа», карта «Забота» и подарочная карта.

Региональная экспансия X5Retail Group будет способствовать росту конкурентоспособности данной сети и ее закреплению не только в центральных, но и в отдаленных субъектах России.

Нами выделены позитивные и негативные стороны от сделок по слияниям и поглощениям с региональными розничными сетями в сегменте продуктового ритейла.

Преимущество 1. Увеличение рыночной доли для сети «Пятерочка».

Преимущество 2. Повышение эффективности логистики

Контейнерные линии обеспечивают ритмичность и регулярность поставок продуктов сети. В то же время затраты ниже по сравнению с вагонными поставками до 10%. Командор уже активно сотрудничает с Центральным федеральным округом в части закупки товаров, так количество поставщиков из Москвы и Санкт-Петербурга выросло за 8 месяцев 2024 года на 27%. Помимо контейнерных перевозок также задействуются автомобильные и железнодорожные перевозки, но в меньшей степени [12].

Развитая логистика сети «Командор» может стать связующим звеном сети X5 Retail Group с Сибирским федеральным округом. Помимо этого, налаженная логистика лишает X5 необходимости перестраивать деловые отношения и затрачивать на это ресурсы.

Преимущество 3. Увеличение рыночной стоимости совместной компании, как следствие – более стойкое положение X5 на фондовом рынке и более благоприятное отношение инвесторов.

В настоящее время капитализация X5 Retail Group составляет 554 млрд рублей, с учетом долга – 1,25 трлн рублей. Стоимость компании «Командор» не публикуется в открытом доступе, однако можно рассчитать показатель самостоятельно, используя мультипликатор EV/EBITDA.

Крупные розничные сети имеют показатель в районе 11,56. Учитывая, что средняя чистая прибыль за последние три года составляет 1,5 млрд руб [8], стоимость компании составляет примерно 17,34 млрд руб.

Если «Командор» будет продаваться по указанной выше цене, то рыночная капитализация составит 571,34 млрд рублей, в относительных показателях капитализация увеличится на 3,1% [20].

Важно также учесть синергетический эффект. Когда стоимость объединенной компании будет больше, чем суммарная стоимость компаний по отдельности. Это может быть как за счет снижения затрат, так и за счет увеличения доходов (перекрестные продажи, снижение конкуренции) [13]. Следовательно, прирост капитализации можно ожидать в пределах 4-6%.

Стоимость группы компаний Бегемаг также определим на основе мультипликатора EV/EBITDA, который для продуктового розничного бизнеса равняется примерно 11,56. Чистая прибыль за 2023 год 116 млн руб [10]. Следовательно, стоимость компании составляет примерно 1,34096 млрд рублей. Стоимость X5 в данном случае увеличится до 555,34 млрд рублей. Учитывая синергетический эффект можно ожидать прироста до 556 млрд, что демонстрирует примерно 1% прироста капитализации.

Преимущество 4. Реализация стратегических целей компании

Негативные стороны могут проявить себя, если при совершении сделок по слияниям и поглощениям будут допущены ошибки и не учтены риски, связанные, например, с правовым оформлением сделки, отсутствием должной финансовой подготовки на этапе планирования.

Выводы

Таким образом, предложенные рекомендации по повышению эффективности сделок слияний и поглощений в компании X5 Retail Group будут способствовать увеличению стоимости компании, количества магазинов, развитию логистики и более эффективной реализации стратегии развития сети компаний.

В частности, были разработаны рекомендации по повышению качества сделок слияния и поглощения на примере X5 Retail Group и проведенной сделки поглощения ООО «ЛИНИИ ГРУПП» (проект Много Лосося), а также разработаны рекомендации по дальнейшему расширению деятельности Группы в ритейл-сегменте – были рассмотрены выгоды и риски от осуществления сделок слияния с существующими региональными представителями ритейл-сегмента – сетью «Бегемаг» и сетью «Командор».

Потенциальный эффект от сделок слияния и поглощения с рассматриваемыми розничными сетями – повышение капитализации компании на 4-5% (с учетом синергетического эффекта), увеличение количества магазинов, совершенствование логистики и ускоренная реализация стратегических целей компании по масштабированию супермаркета низких цен «Чижик» и собственного производства.

Экосистемный подход X5 Retail Group подразумевает не только расширение количества магазинов сети, но удовлетворение широкого спектра потребностей клиентов: начиная от цифрового сопровождения и сервисов, заканчивая предложением новых товаров и услуг, логистические операции на базе инфраструктуры компании и т.д.

Литература

1. Мавринский В.Д. Слияние и поглощение на основе оценки стоимости компании // Инновации. Наука. Образование. 2022. № 52. С. 1260.

2. «Командор»: новый концепт магазинов у дома и супермаркетов // Retail.ru [Электронный ресурс]. URL: https://www.retail.ru/photoreports/komandor-novyy-kontsept-magazinov-u-doma-i-supermarketov/ (Дата обращения 28.03.2025)

3. «Пятёрочка» откроет 100 точек на площадях региональных конкурентов // Портал ByBrend [Электронный ресурс]. URL: https://buybrand.ru/news/pyatyerochka-otkroet-100-tochek-na-ploshchadyakh-regionalnykh-konkurentov-/ (Дата обращения 28.03.2025).

4. X5 Group продолжит открывать жесткие дискаунтеры и сосредоточится на категории готовой еды [Электронный ресурс]. URL: https://www.retail.ru/news/x5-group-prodolzhit-otkryvat-zhestkie-diskauntery-i-sosredotochitsya-na-kategori-29-maya-2024-241215/ (Дата обращения 28.03.2025).

5. Бегемот» сменил название на «Бегемаг» [Электронный ресурс]. URL: https://www.retail.ru/photoreports/komandor-novyy-kontsept-magazinov-u-doma-i-supermarketov/ (Дата обращения 28.03.2025).

6. В компании «Командор» сменился генеральный директор // Новостной портал Коммерсант [Электронный ресурс]. URL: https://clck.ru/3FUwzT. (Дата обращения 03.04.2025).

7. Группа Компания «Командор» [Электронный ресурс]. URL: https://www.retail.ru/rbc/tradingnetworks/komandor/ (Дата обращения 03.04.2025).)

8. Контрагент ООО «УНИВЕРСАМЫ БЕГЕМАГ» // Audit.it [Электронный ресурс]. URL: https://clck.ru/3FUx2g. (Дата обращения 03.04.2025).

9. «Ресурс БФО» [Электронный ресурс]. URL: https://bo.nalog.ru/organizations-card/11149667.

10. Наши преимущества. Официальный сайт сети Командор [Электронный ресурс]. URL: https://sm-komandor.ru/about/ (Дата обращения 03.04.2025).

11. Объем сделок M&A в России в 2023 году составил $50,6 млрд – FRANK MEDIA [Электронный ресурс]. URL: https://frankmedia.ru/154713 (Дата обращения 01.04.2025).

12. Операционные и финансовые результаты X5 Group [Электронный ресурс]. URL: https://www.x5.ru/ru/investors/ (Дата обращения 01.04.2025).

13. Оптимизация производства мелкоштучных хлебобулочных изделий // Официальный сайт Командор [Электронный ресурс]. URL: https://smkomandor.ru/upload/iblock/42e/42efdbd0f42f8c7de8e762fdea0a72c2.pdf (Дата обращения 23.03.2025).

14. Официальный сайт Группы компаний Бегемаг [Электронный ресурс]. URL: https://begemag.ru/programma-loyalnosti/ (Дата обращения 23.03.2025).

15. Официальный сайт ООО «ЛИНИИ ГРУПП» (проект «Много лосося») [Электронный ресурс]. URL: https://mnogolososya.ru/ (Дата обращения 23.03.2025).

16. Российский рынок M&A в 2022 году и перспективы на 2023 год – Деловой профиль [Электронный ресурс]. URL: https://delprof.ru/press-center/open-analytics/rynok-m-a-v-2022-godu-i-zadely-na-2023-god/ (Дата обращения 23.03.2025).

17. Рыба-кит: как стартап «Много Лосося» живет внутри X5 Group // Пресс-центр X5Retail Group [Электронный ресурс]. URL: https://www.x5.ru/ru/publication/ryba-kit-kak-startap-mnogo-lososya-zhivet-vnutri-x5-group/ (Дата обращения 30.03.2025).

18. Сделки M&A в 2024 году: перспективы и возможные решения – Информационный портал Valen-Legal [Электронный ресурс]. URL: https://valen-legal.com/ru/news/sdelki-ma/ (Дата обращения 30.03.2025).

19. Сергей Вилков, «Бегемот. Хороший выбор»: «Нас долго уговаривать не пришлось» [Электронный ресурс]. URL: https://www.retail.ru/photoreports/komandor-novyy-kontsept-magazinov-u-doma-i-supermarketov/ (Дата обращения 02.04.2025).

20. Сооснователь «Много Лосося» Александр Мутовин – о работе в кризис // Пресс служба X5 Retail Group [Электронный ресурс]. URL: https://www.x5.ru/ru/publication/chast-auditorii-vremenno-otlozhit-sereznye-traty-no-udovolstvie-ot-edy-ona-zahochet-sohranit-soosnovatel-mnogo-lososya-aleksandr-mutovin-o-rabote-v-krizis/ (Дата обращения 03.04.2025).

21. ФАС: X5 Group может приобрести торговую сеть «Виктория» при соблюдении ряда условий // Пресс служба ФАС [Электронный ресурс]. URL: https://fas.gov.ru/news/32711 (Дата обращения 01.04.2025).

22. EBITDA multiples by industry [Электронный ресурс]. URL: https://fullratio.com/ebitda-multiples-by-industry (Дата обращения 03.04.2025).