Федеральное государственное образовательное учреждение
высшего профессионального образования

«ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»

Факультет «Финансы и кредит»

Кафедра «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг»

Работа допущена к защите:
Зав. кафедрой
проф. Рубцов Б.Б.
_____

«_____»_____2010 г.

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ (ДИПЛОМНАЯ) РАБОТА

на тему:

«Современные методы фундаментального анализа и практика их применения на российском рынке (на примере компании розничной торговли)**»**

Студентки 5 курса
группы РЦБ5-5
Таровой Е.С.
_____
(подпись)

Научный руководитель:
к.э.н., доц. Жукова Т.В.
_____
(подпись)

Рецензент:
к.э.н., директор Департамента инвестиционного проектирования, финансового консультирования и оценки ОАО «ИК «ЕВРОФИНАНСЫ» Лосев С.В.
_____
(подпись)

МОСКВА 2010 г.

Оглавление

Введение 3
1. Теория фундаментального анализа и ее интерпретация в современных условиях 7
1.1. Концепция и условия применения классической схемы фундаментального анализа ценных бумаг 7
1.2. Специфика современных условий применения фундаментального анализа ценных бумаг 29
1.3. Модификация классической схемы фундаментального анализа в современных условиях: дополнительные методы 35
2. Применение современных методов и инструментов фундаментального анализа (на примере отрасли розничной торговли) 44
2.1. Анализ экономической ситуации в мире и в России (макроуровень). 44
2.2. Текущее состояние и перспективы отрасли розничной торговли в России (отраслевой уровень) 59
2.3. Анализ факторов микроуровня (на примере компании «X5 Retail Group») 64
3. Оценка стоимости акций компаний розничной торговли с применением современных подходов 77
3.1. Определение справедливой стоимости акций компании «X5 Retail Group» и принятие инвестиционного решения. 77
3.2. Апробация полученных результатов анализа 85
3.3. Рекомендации по применению современных методов фундаментального анализа на российском рынке ценных бумаг 89
Заключение 94
Список использованной литературы 96
Приложения 100

Введение

Актуальность

Как известно, фондовый рынок является неотъемлемой частью любой рыночной экономики. Перераспределяя временно свободные денежные средства от одних экономических субъектов (индивидуальных и институциональных инвесторов) в пользу других, нуждающихся в фондировании, рынок акционерного капитала обеспечивает оптимальную для общества структуру использования ресурсов. При этом направление и объекты инвестирования определяются как личными предпочтениями инвестора, так и прогнозными ожиданиями относительно движения цен акций. Определение будущих цен может осуществляться различными способами, в том числе при помощи проведения фундаментального анализа, то есть определения уровня "справедливой цены" той или иной ценной бумаги. Фундаментальный анализ опирается на то положение, что за каждой ценной бумагой стоит реальное предприятие со своим финансовым положением, со своими сильными и слабыми сторонами.

Актуальность темы исследования определяет тот факт, что с развитием глобального фондового рынка и, в частности, фондового рынка России, входом на него все большего количества инвесторов растет и важность фундаментального анализа как инструмента определения будущих цен акций. В инвестиционных компаниях в самостоятельные департаменты выделяют деятельность по фундаментальному анализу и составлению аналитических отчетов для инвесторов (так называемые «research departments»).

Сам по себе фундаментальный анализ – важный инструмент в руках инвестора, позволяющий ориентироваться во множестве имеющихся на рынке бумаг. Вместе с тем, использование данного инструмента в условиях

глобальной экономики и в российской практике сопряжено с рядом особенностей.

Цели и задачи исследования

Целью настоящей дипломной работы является исследование современных методов проведения фундаментального анализа, а также выявление особенностей применения его в российской практике.

Для достижения этой цели поставлены **следующие задачи**:

- провести структурный анализ классической схемы фундаментального анализа и систематизировать условия ее эффективного применения;
- определить современные экономические условия, которые влияют на эффективность применения классической схемы фундаментального анализа;
- выявить направления модификации классической схемы фундаментального анализа, повышающие эффективность его применения в современных условиях;
- предложить дополнительные методы и инструменты фундаментального анализа, повышающие результативность и гибкость классической схемы в современных условиях;
- в качестве апробации проведенных теоретических исследований провести полный анализ российской компании розничной торговли («X5 retail group») (с использованием предложенных современных методов) и сделать вывод относительно инвестиционных рекомендаций по акциям данной компании;
- апробировать и оценить полученные результаты с точки зрения ценности для инвесторов;
- разработать рекомендации по применению фундаментального анализа в современной российской практике.

Объект и предмет исследования

Объектом исследования в работе выступает фундаментальный анализ, то есть анализ, основанный на оценке реального и потенциального экономического положения компании, и ее места в отрасли.

Предметом исследования являются схема применения и методы фундаментального анализа с учетом современных условий функционирования финансового рынка.

Степень разработанности

Значительное место фундаментальному анализу уделено в монографиях Сидни Коттла, Роджера Ф. Мюррея, Франка Е. Блока (Graham and Dodd`s Security Analysis), А. Дамодарана (Investment valuation), Т. Коллера (Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies), Л. Гитмана и М. Джонка (Fundamentals of investing), А.Г. Грязновой и М.А. Федотовой (Оценка стоимости предприятия (бизнеса)).

Попытки более практического рассмотрения данной темы осуществляются в рамках периодических изданий (например, в статьях журнала «Рынок ценных бумаг»).

Большинство публикаций, рассматривающих особенности и проблемы применения фундаментального анализа для оценки акций принадлежит зарубежным авторам, а, значит, рассматривает особенности зарубежных рынков. В монографиях российских авторов, посвященных данной теме, рассмотрение вопросов фундаментального анализа сводится, в основном, к различным подходам и способам оценки стоимости бизнеса, либо к анализу финансового положения предприятия на основе финансовой отчетности. Отсутствует целостный теоретический взгляд на проведение анализа. Кроме того, недостаточное внимание уделено эволюции классической схемы фундаментального анализа, мало проработанным остается вопрос отличий классической схемы фундаментального анализа от схемы, применяемой на

практике. Также отсутствует систематизация практических аспектов применения анализа.

Характеристика используемой информационной базы

При написании работы помимо фундаментальных монографий российских и зарубежных авторов также использовалась финансовая и прочая информация с электронного сайта исследуемой компании, обзоры, аналитические материалы и доклады крупных международных и российских инвестиционных банков (Deutsche Bank, Тройка Диалог, Unicredit Securities), периодические издания («Российская газета», «Ведомости»), данные информационного агентства Bloomberg, Росстата и пр.

Структура работы

В первой главе рассматриваются теоретические аспекты фундаментального анализа. Освещены условия применения его классической схемы и рассмотрены возможные направления ее модификации в соответствии с современными условиями.

Во второй главе проведен подробный анализ компании отрасли розничной торговли с применением модифицированной схемы фундаментального анализа, рассмотрены основные макроэкономические и отраслевые факторы, влияющие на стоимость акций компании на современном рынке, оценено финансовое положение предприятия.

В третьей, заключительной, главе проведена оценка справедливой стоимости акций компании и сформировано инвестиционное решение, осуществлена апробация полученных результатов - проведено сравнение результатов анализа с рекомендациями ведущих инвестиционных аналитиков, а также сопоставление с реальной ценой на рынке. Сделаны основные рекомендации, связанные с проведением в России фундаментального анализа.

1. Теория фундаментального анализа и ее интерпретация в современных условиях

1.1. Концепция и условия применения классической схемы фундаментального анализа ценных бумаг

Основоположниками теории фундаментального анализа принято считать Б.Грэма и Д. Додда, которые впервые ввели понятие «фундаментальный анализ» в 1934 году в своей книге «Анализ ценных бумаг». Согласно их концепции основная цель фундаментального анализа заключалась в выявлении недооцененных и переоцененных рынком компаний. «Общей целью всех инвесторов является приобретение умеренно оцененных, а еще лучше – недооцененных активов»[1]. То есть, обнаружив, что то или иное предприятие в значительной мере недооценено или переоценено рынком, инвестор соответственно покупает или продает его акции, полагая, что в ближайшей перспективе рыночная цена акций сравняется с так называемой «внутренней» («справедливой») стоимостью.

Таким образом, фундаментальный анализ основан на положении, что каждая акция имеет внутреннюю (справедливую) стоимость, которую инвестор может оценить. Эта стоимость зависит от фундаментальных характеристик компании (ее финансового состояния, эффективности менеджмента, соблюдения прав акционеров) и множества других факторов (макроэкономических, отраслевых). Анализ этих характеристик позволяет инвестору получить оценки как предполагаемой доходности от покупки акций компании, так и существующего риска (возникающего из-за возможной нестабильности этой доходности).

---

[1] Коттл С., Мюррей Р.Ф., Блок Ф.Е. Анализ ценных бумаг Грэма и Додда./ Пер. с англ. Пинскер Б. - М.: Олимп-Бизнес, 2001. - 704 с.

Данные базовые идеи фундаментального анализа подтверждаются и на практике. Так, этих идей придерживается Уоррен Баффет, один из наиболее известных инвесторов, чей подход к инвестициям сделал его одним из самых богатых людей мира. Главная идея Уоррена Баффета заключается в том, чтобы покупать преуспевающие предприятия по цене, имеющей смысл с точки зрения бизнеса. При этом приобретаемые предприятия должны обеспечить инвестору самый высокий предсказуемый годовой доход при наименьшем уровне риска.[2]

Итак, согласно концепции Грэма и Додда фундаментальный анализ можно охарактеризовать как комплексную оценку множества внутренних и внешних факторов, оказывающих существенное влияние на финансово-хозяйственную деятельность компании, с целью определения справедливой стоимости ее акций и принятия инвестиционного решения.

Более поздние исследователи теории фундаментального анализа Лоренс Гитман и Майкл Джонк в своей книге «Основы инвестирования» определяют фундаментальный анализ как «глубокое исследование финансового положения и результатов хозяйственной деятельности компании». Так, по их мнению, «фундаментальный анализ предполагает изучение финансовых проблем какого-либо бизнеса, позволяющее инвесторам лучше понять природу и производственные характеристики компаний, выпускающих обыкновенные акции».[3]

Альтернативную точку зрения на определение фундаментального анализа, достаточно исчерпывающую, по мнению автора, в своей работе дает Криничанский К.В.:«Фундаментальный анализ – это ориентированный на принятие инвестиционных решений анализ рынка ценных бумаг,

---

[2] Баффет М., Кларк Д. Баффетология. Неизвестные приёмы Уоррена Баффета./Пер. с англ. - М.: Попурри, 2006 г.
[3] Гитман Л.Д., Джонк М.Д. Основы Инвестирования /Пер. с англ. –М.: Дело, 1999. -1008 с.

направленный на прогнозирование основных параметров рынка и основанный на исследовании факторов (макро- и микроэкономических, политических, природных и т.п.), влияющих на динамику рынка»[4]

Классическая схема проведения фундаментального анализа подразумевает под собой осуществление определенной последовательности действий - *сбора необходимой информации, анализа совокупности макро-, микроэкономических и отраслевых факторов, оценки справедливой стоимости акций компании и выдачи инвестиционной рекомендации* - от качества выполнения которых зависит объективность полученного результата. Наиболее полно классическая схема фундаментального анализа рассмотрена в работах Грэмма и Додда. Ее применение ограничено рядом условий:

1) Неполная эффективность рынка - чем эффективнее рынок, тем ближе внутренняя стоимость и рыночная цена (поскольку цены активов реагируют на всевозможную актуальную информацию мгновенно), а значит, тем менее значим фундаментальный анализ;

2) Высокая информационная прозрачность рынка (наличие всей необходимой информации по анализируемой компании и ее аналогам, по макроэкономической ситуации, по отрасли и т.д.), но, в то же время, сохранение части информации недоступной, закрытой, в виде инсайда, что делает рынок не полностью эффективным;

3) Рекомендации предназначены для долгосрочных инвестиций (для краткосрочного периода фундаментальный анализ не может дать справедливые результаты, так как рынку нужно время, чтобы отреагировать на те или иные факторы);

---

[4] Криничанский К.В. Типология фундаментальных факторов как основа фундаментального анализа рынка ценных бумаг // База финансовых знаний www.mirkin.ru.

4) Стабильность деятельности компании (компания не исчезнет, не сменит профиль; основные показатели стабильны и прогнозируемы);

5) Компания не находится на этапе зарождения (start-up), а достигла определенного уровня зрелости;

6) Отрасль, в которой функционирует исследуемое предприятие, не является новой, инновационной;

7) На рынке имеются компании-аналоги, акции которых обращаются на рынке, для проведения сравнительной оценки.

Условия, ограничивающие эффективное применение фундаментального анализа, прослеживаются на всех этапах его проведения.

I. Сбор необходимой для анализа информации.

В рамках данного этапа аналитик исследует множество информационных источников с целью получения всей совокупности данных для последующего анализа. Основными источниками получения *макроэкономической информации* являются:

- Официальные сайты правительств, министерств, Центробанков;
- Сайты служб государственной статистики;
- Информация от специализированных агентств (Bloomberg, Reuters, Interfax и др.);
- Новостные порталы;
- Макроэкономические обзоры инвестиционных банков и пр.

Источниками *отраслевой информации* служат:

- Сайты служб государственной статистики;
- Отчеты различных некоммерческих организаций, занимающихся сбором информации по соответствующей отрасли (например, для сельского хозяйства - международная Food and Agricultural Policy Research Institute

(FAPRI), в России, для мясной отрасли - сайт организации «Мясной союз» и т.д.);

- Обзоры коммерческих организаций, специализирующихся на сборе информации по различным отраслям, предоставляемые на платной основе;
- Новостные порталы;
- Сайты компаний соответствующей отрасли (различные статистические сводки).

В качестве источников для получения *информации об исследуемой компании* служат, как правило, интернет-сайты компаний, а именно:

- Публикуемая финансовая информация в виде регулярной отчетности, подтвержденной аудиторами;
- Годовые отчеты, содержащие разностороннюю информацию о деятельности компании;
- Раскрытие информации о существенных фактах;
- Публикуемая информация об операционных и производственных показателях деятельности компаний и пр.

Первый этап проведения фундаментального анализа предполагает изучение огромного объема информации; аналитику необходимо быть в курсе дел в отдельных компаниях и в отраслях, следить за публикациями макроэкономических данных, обращать внимание на новости внутренней и международной политики и в то же время оценивать достоверность получаемой информации. При недостаточности информации по какому-либо из рассмотренных блоков достоверность оценок аналитика может быть поставлена под сомнение.

Первый этап фундаментального анализа тесно связан со вторым этапом, этапом факторного анализа.

II. Анализ фундаментальных факторов.

Факторный анализ проводится в несколько этапов на основе подходов «снизу вверх» или «сверху вниз».[5] В рамках подхода «снизу вверх» инвестор в первую очередь занимается перебором большого числа акций, исследует финансовое состояние компаний-эмитентов и в последнюю очередь уделяет внимание учету общих (макроэкономических, отраслевых) факторов. Данный подход на практике используется достаточно редко ввиду того, что он требует больших временных и трудовых затрат.

Второй подход («сверху вниз») основывается на принципе «от общего к частному». В рамках данного подхода фундаменталист последовательно анализирует определенные группы и подгруппы факторов, представляющие собой единую систему[6]:

1) Макроэкономические факторы:

a. Состояние национальной, а также глобальной экономик.

Состояние национальной экономики, определяемое такими показателями, как темп роста ВВП, инфляция, процентная ставка, бюджетный дефицит, безработица и т.д., в значительной степени определяет ее инвестиционную привлекательность на международном рынке. Также в рамках фундаментального анализа ввиду высокой корреляции мировых экономик стоит обращать внимание на такие ведущие страны, как США и Евросоюз, для России также Бразилия, Индия и Китай - на динамику их ВВП, политику Центробанков, инфляцию и прочие экономические

---

[5] Коттл С., Мюррей Р.Ф., Блок Ф.Е. Анализ ценных бумаг Грэма и Додда./ Пер. с англ. Пинскер Б. - М.: Олимп-Бизнес, 2001. - 704 с.

[6] Жукова Т.В. Фундаментальный анализ // лекции по курсу «Институты финансовых рынков», Финансовая Академия При Правительстве РФ, 2009.;

Криничанский К.В. Типология фундаментальных факторов как основа фундаментального анализа рынка ценных бумаг // База финансовых знаний www.mirkin.ru.

показатели. В условиях глобализации акцент на изучение экономик других стран становится все сильнее.

Важным фактором для анализа является политика ФРС в области процентных ставок: повышение учетной ставки приводит к оттоку денег из развивающихся стран, повысившийся процент подталкивает инвесторов вкладывать деньги в государственные облигации США вместо более рискованных (пусть и более доходных) бумаг развивающихся стран, и в конечном итоге приводит к падению цен этих бумаг.

Поиск все указанных данных не несет трудностей - информация о них является общедоступной и публичной. Однако аналитики должны в обязательном порядке обращать внимание на методологию их расчета, поскольку для разных стран она может отличаться (в частности, это относится к расчету ВВП).

Указанный фактор учитывается при оценке компании следующим образом: позитивное состояние глобальной и национальной экономик, их устойчивое развитие способствуют увеличению денежных доходов предприятия и снижают риск инвестирования в его акции, что повышает справедливую стоимость компании, и наоборот.

b. Государственная экономическая политика (денежно-кредитная, фискальная, ценовая, внешнеторговая и пр.).

Так, фискальная политика, воздействую посредством увеличения/уменьшения государственных доходов и расходов на экономику страны, может стимулировать или замедлять ее, влияя тем самым и на фондовый рынок. Денежно-кредитная политика может оказывать косвенное влияние на цены акций посредством «манипулирования» ставкой рефинансирования.

В целом, если экономическая политика государства носит четкий характер, нацелена на укрепление тех или иных отраслей, элементов

экономики, то ее, безусловно, можно рассматривать как фактор, способствующий росту цен на фондовом рынке.

Тем не менее, учет данного фактора при оценке компании может быть сопряжен с некоторыми трудностями, а именно тем, что порой сложно заранее определить, способны ли данные направления экономической политики государства принести намеченные плоды, будут ли они результативны и окажут ли в конечном итоге позитивное влияние на цены акций.

c. Конъюнктура мировых товарных и финансовых рынков.

Поскольку фондовый рынок является лишь частью финансового рынка, включающего, кроме того, рынок капиталов, валютный и денежный рынки, товарный рынок, он подвержен высокому влиянию всех его элементов.

В рамках исследования фактора конъюнктуры мировых товарных рынков рассматриваются такие показатели, как динамика спроса и уровень цен на продукцию различных отраслей на мировом рынке. Конъюнктура финансовых рынков определяется доступностью и стоимостью привлечения кредитных средств, возможностью привлечь ресурсы с рынка ценных бумаг, уровнем капитализация фондового рынка и пр.

При исследовании данного фактора аналитики также могут сталкиваться с трудностями, например, с тем, что для правильного учета данного фактора при оценке стоимости компании нужно провести комплексный анализ финансовых и товарных рынков, спрогнозировать их будущую конъюнктуру, что, безусловно, является сложной задачей.

d. Политический риск.

Фактор политического риска, предполагающий возможность изменения политического и экономического устройства страны, также является важным при проведении фундаментального анализа – политические волнения, различного рода события не замедляют сказаться и на фондовом рынке. В

целях анализа данного фактора также исследуются степень защищенности институтов частной собственности, степень вмешательства государства в управление фирмами и пр.

В теории, по мнению автора, учет политического риска более прост, чем учет ранее отмеченных факторов, - предполагается использование различных поправок на риск, рейтингов авторитетных организаций и пр.

е. Правовое регулирование.

Данный фактор может оказывать воздействие как на фондовый рынок в целом, так и на отдельные компании и, следовательно, на цены их акций. Например, законодательное ограничение продажи алкогольной продукции в ларьках и киосках может сильно ударить по ценам на акции компаний, производящих эту продукцию.

Анализ этого фактора предполагает исследование всей релевантной информации о появляющихся законодательных актах, о законопроектах, о законодательных инициативах и пр.

2) Отраслевые факторы:

а. Состояние отрасли (растущая или стагнирующая) и этап ее жизненного цикла (цикличная или стабильная);

В рамках исследования данного фактора отрасли делятся на растущие и стагнирующие в зависимости от динамики роста продаж и прибыли. Кроме того, рассматривается этап жизненного цикла отрасли. К стабильным относят те отрасли, спрос на продукцию и услуги которых остается постоянным независимо от фазы цикла деловой активности. Цикличные отрасли, напротив, очень чувствительны к деловым циклам в экономике.[7]

Указанный фактор важен для исследования, т.к. ситуация в отрасли влияет на доходы компании; акции лидера отрасли, которая находится в кризисном состоянии, скорее всего не будут интересны для инвесторов.

---

[7] http://v2.fora-capital.ru

b. Межотраслевая конкуренция;

Исследование указанного фактора также важно, поскольку помогает оценить состояние отрасли с точки зрения конкурентных преимуществ перед другими отраслями хозяйства, производящими конкурирующую продукцию (или товары-субституты). Отрасль, обладающая сильными конкурентными преимуществами перед другими отраслями, всегда будет привлекательна для инвесторов.

c. Конкурентоспособность компании.

В рамках данного фактора оцениваются конкурентные преимущества анализируемого предприятия перед другими компаниями данной отрасли. Внимание должно уделяться таким аспектам деятельности компании, как конкурентоспособность товара/услуги (то есть наличие платежеспособного спроса, наличие преимуществ перед аналогичными товарами/услугами), эффективность маркетинговой деятельности и рекламы, имидж предприятия, условия, в которых предприятие ведет свою деятельность, эффективность менеджмента и пр.

В целом, указанные отраслевые факторы определяют как состояние и перспективы самой отрасли, в которой предприятие функционирует, так и положение анализируемого предприятия в этой отрасли.

3) Микроэкономические факторы:

a. Финансовое состояние компании;

В рамках анализа финансового состояния компании проводится горизонтальный анализ финансовой отчетности, оцениваются показатели ликвидности, деловой активности, финансовой устойчивости, рентабельности и пр.[8]

---

[8] Мельник М., Герасимова Е., Анализ финансово-хозяйственной деятельности предприятия. – М.: ФОРУМ:ИНФРА-М, 2008 – 192 стр.

Проведение горизонтального анализа дает возможность оценить динамику выручки, себестоимости, прибыли, выплаченных дивидендов и прочих показателей из отчета о прибылях и убытках, а также из баланса и отчета о движении денежных средств. С помощью анализа коэффициентов (сравнения коэффициентов компании с нормативами) изучаются различные стороны деятельности предприятий, в том числе способность расплачиваться по своим обязательствам, зависимость от заемных средств, прибыльность деятельности и пр.

Анализ финансового состояния компании не сопряжен с большими сложностями для аналитиков, поскольку предполагает определенную, достаточно стандартную последовательность действий.

b. Менеджмент и качество управления предприятием;

Сильный менеджмент является фактором, повышающим стоимость компании, поскольку он уменьшает риск инвестирования в ее акции. Исследование этого фактора предполагает подробное изучение эффективности управления предприятием, оценку целесообразности и грамотности тех или иных решений руководства.

c. Квалификация сотрудников компании;

Чем выше квалификация сотрудников, тем больший вклад они могут внести в развитие бизнеса. То есть квалифицированные кадры повышают стоимость компании. Однако объективный учет данного фактора затруднен, поскольку аналитику зачастую сложно оценить квалификацию сотрудников находясь «вне» предприятия.

d. Модель построения бизнеса;

Под моделью бизнеса понимается «то, как компания выбирает потребителя, формулирует и разграничивает свои предложения, распределяет ресурсы, определяет, какие задачи она сможет выполнить своими силами и для каких придется привлекать специалистов со стороны, выходит на рынок,

создает ценность для потребителя и получает от этого прибыль»[9]. То есть бизнес модель - это способ, посредством которого компания получает прибыль. Чем сильнее модель построения бизнеса, тем увереннее чувствует себя компания на рынке и тем, соответственно, выше он ее оценивает.

e. Рыночная продуктовая ниша, доля рынка, занимаемая компанией;

В рамках данного фактора оценивается положение компании на рынке, ее рыночная доля, конкурентные преимущества продуктового портфеля. Предприятия со значительной долей рынка всегда будут интересны инвесторам. Анализ данного фактора во многом пересекается с анализом фактора конкурентоспособности компании.

f. Партнеры и поставщики компании;

При анализе партнеров и поставщиков аналитик оценивает их с точки зрения надежности и безопасности для исследуемой компании. Ситуация, когда партнером компании выступает не благонадежное предприятие, может отразиться на ее деловой репутации.

Учет данного фактора достаточно сложен, а главное, трудоемок, поскольку требует проведения экспресс-анализа для всех компаний, с которыми исследуемое предприятие имеет деловые связи.

g. Осуществляемые инвестиции;

Инвестиционная деятельность компании заключается в осуществлении ею краткосрочных и долгосрочных капиталовложений с целью получения дохода или иного эффекта (например, социального). Инвестиционная деятельность является неотъемлемой частью хозяйственной деятельности любого предприятия, поскольку помогает ему снижать издержки, улучшать качество продукции, расширять производственные мощности, укреплять

---

[9] Сливотски А. Миграция ценности. Что будет с вашим бизнесом послезавтра? / Пер. с англ. Шапошникова А. – М: Манн, Иванов и Фербер, 2006, - 432 стр.

позицию на рынке, либо получать иной полезный эффект. Поэтому аналитик в рамках анализа факторов микроуровня должен обязательно обращать внимание на инвестиционную стратегию компании: чем более эффективны осуществляемые ею инвестиций, тем более быстрыми темпами она развивается, а это является положительным сигналом для рынка.

h. Технологии компании, внедрение инноваций;

Анализ данного фактора важен аналитику для понимания того, современные либо, наоборот, устаревшие технологии применяется на предприятии, не отстает ли компания от научно-технического прогресса, внедряются ли инновации, способствующие повышению эффективности производственного процесса.

В случае если компания не успевает за развитием технологий, едва ли она может быть конкурентоспособной на рынке, и вряд ли будет генерировать высокие доходы. Такая компания, в конечном счете, не будет интересна инвесторам.

i. Структура акционерной собственности;

При анализе структуры акционерной собственности компании оцениваются доля акций, принадлежащих менеджменту, доля акций у государства, free-float. Так, высокая доля собственности у менеджмента компании не является позитивным факторов для инвесторов, поскольку может вызвать конфликт интересов (как известно, менеджеры должны служить интересам всех акционеров в равной степени, что невозможно в ситуации, когда владельцы являются одновременно руководством). Низкий free-float дает возможность эмитенту манипулировать рынком, а значит, повышает для инвесторов риск покупки акций по искусственно завышенной цене.[10] Что касается наличия доли государства в структуре акционерной

---

[10].Литвинцев И., «Анализ уровня корпоративного управления в отечественных нефтяных компаниях» // Финансовый портал www.cfin.ru.

собственности компании, оно рассматривается как позитивный фактор для инвесторов, поскольку в некоторой степени говорит о надежности эмитента.

j. Корпоративное управление;

Корпоративное управление представляет собой систему правил и принципов, в соответствии с которыми осуществляются взаимоотношения между акционерами компании, ее менеджментом, членами Совета Директоров и прочими заинтересованными лицами. Хорошее корпоративное управление обеспечивает прозрачность деятельности компании, честность менеджмента, что в свою очередь высоко оценивается инвесторами.

k. Дивидендная политика;

При анализе данного фактора оценивается дивидендная история: суммы и сроки выплат акционерам. Безусловно, высокие дивиденды привлекательны для инвесторов. С другой стороны, отсутствие дивидендных выплат не всегда оценивается как негативный фактор - например, в ситуации, когда компания реинвестирует прибыль в проекты с высокой отдачей.

l. Наличие санкций и процедур со стороны государства по отношению к компании.

В рамках анализа данного фактора исследуются отношения компании с государством; наличие санкций, штрафов может негативно влиять как на репутацию эмитента, так и на ее финансовую устойчивость.

Итак, в рамках анализа микроэкономических факторов исследуются как качественная сторона бизнеса компании, так и ее финансовое состояние.

Таким образом, фундаментальный анализ предполагает глубокое исследование множества факторов, которые могут оказать влияние на функционирование компании, определение качественных и количественных характеристик среды, в которой компания ведет свою деятельность,

выявление ее слабых и сильных сторон. При этом уже при первом приближении очевидно, что система факторов усложняется в условиях глобальной экономики.

III. Оценка справедливой стоимости акций.

После изучения всех необходимых факторов фундаментальный аналитик переходит к непосредственной оценке справедливой стоимости акций компании. В практике аналитических подразделений международных банков этот этап называется определение «target price», или целевой цены. Наиболее распространенные в рамках данного этапа подходы – доходный подход, сравнительный, а также затратный.

Доходный подход предполагает определение текущей стоимости будущих доходов, которые, как ожидается, принесет бизнес.[11] Ожидаемая величина будущих доходов компании определяется исходя из ретроспективных данных ее деятельности, перспектив ее развития, а также отраслевых и макроэкономических факторов. Основные методы в рамках данного подхода - метод капитализации доходов и метод дисконтированного денежного потока (discounted cash flow - DCF).

Метод капитализации доходов, являющийся основным в рамках концепции Грэма и Додда, предполагает, что ежегодные доходы компании являются значительной величиной и в будущем будут приблизительно одинаковы, либо будут иметь постоянную величину среднегодовых темпов роста. Стоимость согласно этому методу рассчитывается по формуле:

PV = Доход / ставка капитализации.

То есть в рамках классической концепции фундаментального анализа стоимость компании рассчитывается как капитализированная величина дохода. При этом в качестве дохода может рассматриваться дивиденд, денежный поток, выручка, прибыль. В качестве базы для капитализации

---

[11] Грязнова А.Г., Федотова М.А., Оценка стоимости предприятия (бизнеса). - М.: Интерреклама, 2003. -544 с.

может быть взят как доход, спрогнозированный на следующий после отчетного год (в случае если у компании четко выражена тенденция развития за последние 5-7 лет), так и средний размер дохода, рассчитанный исходя из ретроспективных и прогнозных данных (для компаний, у которых доходы стабилизировались лишь в последние 2-3 года). Обязательные условия применения метода капитализации дохода:

- период поступления дохода стремится к бесконечности;
- величина дохода стабильна, либо имеет постоянную величину среднегодовых темпов роста.

В качестве ставки капитализации выступает ставка дисконтирования, уменьшенная на темп роста уровня дохода. При этом ставка дисконта представляет собой ожидаемый уровень дохода на капитал, вложенный в альтернативные, сопоставимые по уровню риска инвестиции. В расчете ставки дисконтирования реализуется учет ранее проанализированных факторов. Именно через ставку дисконтирования осуществляется корректировка на внешние условия применения фундаментального анализа. Существуют различные методики определения ставки дисконта, наиболее распространенные:

1) кумулятивный метод;
2) модель оценки капитальных активов (CAPM);
3) модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC);
4) средняя рентабельность предприятий отрасли.

Кумулятивный метод основан на суммировании безрисковой ставки и экспертных оценок премий за риск. При этом учитываются все виды рисков инвестиций, связанные с макроэкономическими и отраслевыми факторами, с особенностями конкретного бизнеса, факторами микроуровня. Например, чем хуже качества менеджмента компании, тем большая премия за риск руководства включается в расчет ставки и тем, соответственно, ставка будет

выше, и значит, тем ниже будет справедливая стоимость. Размеры соответствующих премий определяются аналитиками субъективно, как правило, на основе разработанных критериев.

Методики расчета ставки дисконтирования на основе моделей CAPM и WACC представлены в Приложении А.

В итоге в полученную величину рыночной стоимости компании вносятся поправки – прибавляется стоимость активов, непосредственно не генерирующих доходы.

Вторым основным методом доходного подхода, по экономической сути схожим с методом капитализации доходов, является метод DCF. Согласно нему стоимость предприятия определяется в виде суммы дисконтированной стоимости доходов за каждый год прогнозного периода, дисконтированной остаточной стоимости (текущей стоимости предприятия в постпрогнозный период) и дополнительных поправок, учитывающих стоимость не генерирующих доходы активов (формула приведена в Приложении Б).

Прогнозирование дохода осуществляется на основе подробного анализа всех ранее отмеченных факторов: оцениваются возможности и перспективы компании, ее сильные и слабые стороны, исследуется рыночная конъюнктура, экономическая ситуация и на основе этого делается вывод о возможном уровне генерируемых доходов.

Используя метод DCF и метод капитализации доходов, очень важно разделять цели оценки:

1) определение справедливой стоимости собственного капитала (в этом случае используется денежный поток на собственный капитал (FCFE – free cash flow to equity) и, как правило, CAPM (capital asset pricing model) как модель расчета ставки дисконтирования, либо ставка, рассчитанная кумулятивным способом);

Указанный подход предполагает определение справедливой стоимости для сделок купли-продажи акций, для принятия обоснованного инвестиционного решения по бумагам, то есть служит решению основной задачи фундаментального анализа.

2) определение справедливой стоимости всего бизнеса (в этом случае используется денежный поток на инвестированный капитал (FCFF-free cash flow to firm) и, как правило, WACC (weighted average cost of capital) в качестве ставки дисконтирования).

Данный подход применяется, в основном, при оценке компаний при слияниях и поглощениях, при продаже бизнеса владельцем, поскольку нейтрализует фактор структуры капитала. По сути, стоимость компании определяется до рассмотрения вопроса о том, из каких источников финансируется ее деятельность (собственных или заемных), так как данный фактор не должен отражаться на стоимости бизнеса для покупателя.

С одной стороны, использование Free cash flow to firm (FCFF) и Free cash flow to equity (FCFE) должно привести к одной и той же, единой цене одной акции, то есть стоимость, полученная дисконтированием денежного потока на собственный капитал не должна отличаться от стоимости, полученной дисконтированием денежного потока на инвестированный капитал, после вычета долга. С другой стороны, данное равенство не может выполняться полностью, поскольку не учитывается эффект появления дополнительной прибыли, обусловленной способностью компании генерировать ее за счет заемных средств[12].

Формулы расчеты FCFF и FCFE приведены в Приложении А.

Применение доходного подхода в классической концепции фундаментального анализа сопряжено с рядом ограничительных условий:

---

[12] Лейфер Л., Вожик С.. Оценка компании. Анализ различных методов при использовании доходного подхода, 2004 г.// Портал Приволжского центра финансового консалтинга и оценки www.pcfko.ru.

1) устойчивость основных показателей деятельности компании, непрерывность бизнеса;

2) отсутствие систематических убытков компании;

3) возможность на основании ретроспективных данных составить прогноз о будущем (то есть компания не находится в стадии зарождения, а активно развивается);

4) отрасль, которой принадлежит компания, не является инновационной;

5) наличие всей необходимой информации по компании, отрасли, общеэкономической ситуации.

Второй подход к оценке справедливой стоимости акций - *сравнительный подход,* он предполагает использование одного из трех методов оценки: метода компаний-аналогов (основанного на рыночных ценах акций аналогичных компаний), метода сделок (основанного на анализе цен приобретения контрольных пакетов акций сходных компаний) и метода отраслевых коэффициентов (позволяющего рассчитывать ориентировочную стоимость бизнеса по формулам, выведенным на основе отраслевой статистики).[13]

Наиболее часто применимый метод – метод компаний-аналогов. В рамках данного метода существует ряд критериев сопоставимости для выбора аналогичных компаний: отраслевое сходство, сравнимые количественные характеристики компаний (получаемая выручка, прибыль), схожие перспективы роста, сравнимый уровень качества менеджмента и пр.

После выбора определенного числа компаний-аналогов рассчитываются так называемые мультипликаторы, то есть коэффициенты, показывающие отношение рыночной капитализации или рыночной стоимости инвестированного капитала (рыночной стоимости акционерного

---

[13] Грязнова А.Г., Федотова М.А., Оценка стоимости предприятия (бизнеса). - М.: Интерреклама, 2003. -544 с.

капитала и чистого долга) к тем или иным показателям деятельности компании. К числу наиболее распространенных мультипликаторов относятся такие, как:

1) P/E (price to earnings ratio) - отношение рыночной капитализации к величине чистой прибыли;

Данному мультипликатору уделено наибольшее внимание в работе Грэма и Додда. Считается, что акции, продаваемые при низких значениях коэффициента P/E, недооценены, в отличие от акций, продаваемых при высоких значениях данного коэффициента.

2) P/S (price to sales ratio) – отношение рыночной капитализации к величине выручки от реализации продукции;

3) EV/S (enterprise value to sales ratio) – отношение рыночной стоимости инвестированного капитала к величине выручки от реализации продукции;

4) P/Book value (price to book value ratio) – отношение рыночной стоимости собственного капитала к его балансовой стоимости;

5) EV/EBITDA (enterprise value to EBITDA ratio) – отношение рыночной стоимости инвестированного капитала к EBITDA.

После определения релевантных мультипликаторов рассчитываются варианты предварительной стоимости исходя из каждого мультипликатора и затем методом средней взвешенной (веса определяются исходя из эмпирических оценок) рассчитывается итоговая стоимость.

Сравнительный подход также имеет ряд ограничительных условий:

1) Наличие достаточного для проведения оценки количества компаний-аналогов, отвечающих критериям сопоставимости (то есть оцениваемая компания не должна быть уникальной);

2) Открытость и информационная прозрачность рынка, доступность достоверной ретроспективной информации как по оцениваемому предприятию, так и по компаниям-аналогам;

3) Обращение акций компаний-аналогов на рынке.

В рамках *затратного подхода* выделяют метод стоимости чистых активов и метод ликвидационной стоимости. Затратный подход, рассматривающий предприятие прежде всего как имущественный комплекс, применяется в случае, когда:

1) компания владеет значительными материальными активами;

2) большая часть активов компании высоколиквидна (ценные бумаги и т.д.);

3) оцениваемая компания только что образовалась, либо наоборот находится в стадии ликвидации.

Таким образом, существуют три основных подхода, использующихся при оценке компаний в рамках фундаментального анализа. Вопрос выбора определенного подхода зависит от конкретных обстоятельств оценки, условий, сложившихся на рынке. Обобщая, можно отметить, что каждый из них имеет свои преимущества и недостатки. Так, доходный подход является единственным методом, учитывающим будущие ожидания и в полный мере учитывающим ряд фундаментальных факторов. В то же время он трудоемок, и, в некоторой степени, носит вероятностный, субъективный характер. Сравнительный подход базируется на ретроспективной информации, отражает фактические результаты финансово-хозяйственной деятельности, но одновременно он игнорирует перспективы развития предприятия в будущем. Затратный подход оценивает реальные активы предприятия, он особенно пригоден для некоторых видов компаний. В то же время этот

подход статичен, не учитывает будущие ожидания и уровень сложившихся прибылей.[14]

IV, V. Инвестиционные рекомендации и их последующая оценка.

После определения стоимости акции аналитиком формируется рекомендации о целесообразности инвестиций в данную бумагу. В случае если итоговая target price ниже сложившейся на рынке цены, аналитики рекомендуют инвесторам продавать данные бумаги, и наоборот – когда target price выше рыночной цены, аналитики формируют рекомендации на покупку. Также может быть сформирована рекомендация «держать» в случае, когда какой-то определенный тренд теряет силу и лучше всего воздержаться от каких-либо действий по данной бумаге.

По истечении определенного периода аналитики оценивают правильность сформированных рекомендаций и оценивают реальное движение цены акции, выявляют слабые места своей модели.

Классическая схема фундаментального анализа пошагово описана ниже.

Таблица №1. Классическая схема фундаментального анализа и условия ее применения.

Этап	**Условие применения этапа**
1. Сбор всей необходимой для анализа информации	• Информационная прозрачность, открытость рынка, наличие, доступность и достоверность всей необходимой информации.
2. Анализ системы фундаментальных факторов:	
2.1 макроэкономических	• Объективность и профессионализм аналитика • Полный учет всех факторов и анализ причинно-следственных связей между ними.
2.2. отраслевых	
2.3. микроэкономических	
3. Оценка справедливой стоимости акции с использованием одного из подходов (или нескольких сразу):	

[14] Грязнова А.Г., Федотова М.А., Оценка стоимости предприятия (бизнеса). - М.: Интерреклама, 2003. -544 с.

3.1 доходный подход	• Устойчивость модели бизнеса и основных показателей деятельности компании, непрерывность бизнеса; • Отсутствие систематических убытков компании; • Возможность на основании ретроспективных данных составить прогноз о будущем (то есть компания не находится в стадии зарождения, а достигла определенного уровня «зрелости», устойчивости деятельности); • Отрасль, которой принадлежит компания, не является инновационной.
3.2 сравнительный подход	• Наличие достаточного для проведения оценки количества компаний-аналогов, полностью отвечающих критериям сопоставимости (то есть оцениваемая компания не должна быть уникальной); • Доступность информации не только по оцениваемому предприятию, но и по компаниям-аналогам; • Обращение акций компаний-аналогов на рынке.
3.3 затратный подход	• Компания владеет значительными материальными активами; • Большая часть активов компании высоколиквидна; • Оцениваемая компания только что образовалась, либо наоборот находится в стадии ликвидации.
4. Выдача инвестиционной рекомендации.	• Рыночные условия стабильны; • Аналитиком были учтены все факторы; • Нет необходимости вводить корректирующие коэффициенты, приближающие расчетную цену к реальным условиям (например, корректировка на степень достоверности).
5. Оценка правильности выданной инвестиционной рекомендации.	• Поскольку прогнозирование цены носит долгосрочный характер и не дает сигнала о немедленной покупке/продаже, оценка правильности – по истечению определенного, длительного периода.

1.2. Специфика современных условий применения фундаментального анализа ценных бумаг

Современные условия, с которыми сталкивается аналитик при проведении фундаментального анализа, намного более сложны и многогранны, по сравнению с теми, что описаны в классической концепции,

ее применение связано с рядом специфических особенностей. То есть классическая схема не является универсальной, ее использование ограничивается с двух сторон: во-первых, условиями, предусмотренными самой концепцией, и, кроме того, современными экономическими, политическими и прочими условиями.

Так, классическая схема фундаментального анализа существенно модифицируется в зависимости от *отраслевой принадлежности компаний*. Например, особенности функционирования коммерческого банка или страховой компании существенно отличаются от особенностей производственного предприятия. Производственные предприятия стремятся получать прибыль, создавая и реализую продукцию, в процессе своей деятельности они берут кредиты и размещают временно свободные денежные средства на депозитах. В свою очередь коммерческие банки являются посредниками, они принимают вклады и выдают ссуды. Данное финансовое посредничество позволяет им генерировать прибыли. Низкая доля имущества в активах, специфика бухгалтерского учета, незначительная доля операционной прибыли и пр. кардинальным образом отличают коммерческий банк от производственного предприятия. Таким образом, различная специфика деятельности компаний в зависимости от их отраслевой принадлежности приводит к тому, что классическая концепция нуждается в уточнениях и адаптации для каждой конкретной отрасли.

Кроме того, современным условием применения фундаментального анализа является *процесс глобализации рынков*, в результате которого мир становится все более зависимым от всех его субъектов. В условиях глобализации национальные рынки все больше реагируют на состояние мировых площадок, повышается уязвимость экономики к негативному влиянию внешних факторов, появляется риск инфицирования экономик. Наиболее лаконично эту мысль сформулировали Я.М. Миркин и М.А.

Эскиндаров: «Финансовая лихорадка в Нью-Йорке, Лондоне или в Сан-Паулу немедленно вызовет бессонницу в Москве».[15] Финансовая глобализация разрушает всякие препятствия на пути движения капиталов, что создает дополнительные возможности для развития национальных фондовых рынков, но, в то же время, увеличивает риски падения рынка вследствие оттока иностранного капитала. Эти возможности и риски должны быть глубоко проанализированы в рамках фундаментального анализа. Также в условиях растущей глобализации повышается значимость экспортно-ориентированных отраслей. Возможности развития этих отраслей тесно связаны с темпом роста мировой экономики, с динамикой валютных курсов, ценами на нефть и пр.

Кроме всего прочего, в рамках классической концепции не рассматриваются варианты проведения анализа в период *финансового или экономического кризиса*. В то же время в периоды кризисов имеют место явления, которые требуют изменения подхода к анализу. Так, в период экономического упадка ставится под сомнение стабильность деятельности компании, идет сокращение убыточных направлений, продажа нерентабельных активов, происходит все большее количество сделок слияний и поглощений (M&A). Денежные потоки могут становиться отрицательными вследствие падения спроса на продукцию. В таких условиях прогнозирование, в особенности долгосрочное, может быть сильно затруднено.

Перечисленные особенности в той или иной мере относятся ко всем существующим рынкам, однако наибольшие препятствия для эффективного применения фундаментальный анализ находит в условиях формирующихся рынков. При этом под *формирующимися рынками* понимаются фондовые

---

[15] Миркин Я.М., Эскиндаров М.А. Финансовая инфекция. Сценарии кризиса в России и политика противодействия // Российская газета, Фед.выпуск № 4610 от 13 марта 2008 г.

рынки стран с развивающейся экономикой, которые характеризуются рядом особенностей: высоким риском в сочетании с высокой доходностью, высокой регулятивной нагрузкой и влиянием государства, низкой ликвидностью и информационной прозрачностью, недостатком полноценной диверсификации по отраслям и пр.

Высокие риски, присущие формирующимся рынкам, обуславливаются *повышенной взаимосвязью между состоянием фондового рынка и политической ситуацией в стране*. Формирующиеся рынки в большей степени, чем развитые, подвержены влиянию политических рисков, то есть рисков, предполагающих изменение политического, а как следствие, и экономического устройства страны – будь то выборы президента, высказывания политических деятелей, нестабильность общей ситуации в стране, те или иные политические новости. В рамках повышенных рисков ни один из фундаментальных факторов нельзя принимать за постоянный, и это обстоятельство сказывается на этапе проведения факторного анализа.

Помимо повышенных рисков на формирующихся рынках существует проблема *низкой ликвидности*, которая не была учтена в классической модели фундаментального анализа. Данная проблема состоит в том, что на рынке существует большое количество неликвидных или низколиквидных акций, по которым сделки совершаются крайне редко. Данная проблема в полной мере характерна для России. Критериям ликвидности, утвержденным приказом ФСФР, на начало четвертого квартала 2009 года удовлетворяли бумаги лишь 37-ми эмитентов (при этом на 30 наиболее ликвидных российских акций приходится 98,9% биржевого оборота).[16] В то же время, на ММВБ в котировальные списки на 1 декабря 2009 года были включены акции 89 эмитентов.

---

[16] 1)Медина И.С. Характеристика российского рынка ценных бумаг // Лекции по курсу «Государство на рынке ценных бумаг», Финансовая Академия при Правительстве РФ, 2009; 2) www.micex.ru

Примером неликвидных бумаг могут послужить акции целой отрасли российского рынка - это производство цемента. Так, за 2009 год с акциями одного из наиболее ярких представителей данной отрасли ОАО «ХК «Сибирский цемент» было совершено 180 сделок (для сравнения с обыкновенными акциями «Сбербанка» только за третий квартал 2009 года было совершено 7 354 998 сделок). [17]

Также в рамках классической схемы фундаментального анализа не учитывается такая особенность формирующихся рынков, как *отсутствие полноценной диверсификации* фондового рынка по отраслям и *высокий уровень концентрации*. Так, в России на второй квартал 2009 года доля пяти отраслей – топливная промышленность, металлургия, электроэнергетика, финансовая деятельность и связь – составила около 90% в общей капитализации фондового рынка. Доля топливной промышленности, при этом, составляет около 57%.[18] Крайне незначительное место в отраслевой структуре рынка занимают строительство, машиностроение, торговля, химическая и горнодобывающая промышленности. С точки зрения фундаментального аналитика эта особенность рынка приводит к затруднению использования сравнительного подхода к оценке для некоторых отраслей, так как основным условием применения данного подхода является наличие развитого фондового рынка с достаточным количеством публичных компаний-аналогов.

Еще одной проблемой, препятствующей использованию классической схемы фундаментального анализа на формирующемся рынке, является *низкая информационная прозрачность* предприятий и фондового рынка в целом. Информационная ограниченность фондового рынка связана в первую

---

[17] www.rts.ru, www.micex.ru

[18] Медина И.С. Характеристика российского рынка ценных бумаг // Лекции по курсу «Государство на рынке ценных бумаг», Финансовая Академия при Правительстве РФ, 2009.

очередь с неразвитостью его инфраструктуры. Что касается данной проблемы для компаний, то ее наличие может объясняться недостаточным уровнем развития корпоративной культуры. Кроме того, многие эмитенты сознательно не хотят становиться информационно открытыми в силу разных причин, например, из-за неготовности раскрывать реальную финансовую ситуацию на предприятии. В частности поэтому не является повсеместным на формирующихся рынках использование МСФО. Так, ярким примером является ситуация с российской компанией ОАО «Сургутнефтегаз», которая публикует отчетность только по российским стандартам, не отражающим реальной финансовой картины. [19] Кроме того, зачастую компании не публикуют иную, необходимую для аналитиков, информацию (например, операционные и производственные показатели), без которой трудно прогнозировать денежные потоки.

Таким образом, реальные экономические условия более сложны и отличаются от тех, что описаны в классической концепции. Это приводит к тому, что на практике схема фундаментального анализа преобразуется и модифицируется, появляются новые методы его проведения, не предусмотренные концепцией Грэмма и Додда.

Обобщение рассмотренных условий применения фундаментального анализа приведено ниже.

Таблица № 2. Условия применения фундаментального анализа.

Условия, исходя из классической концепции	**Современные условия (дополнительные к условиям применения классической концепции)**
1)Неполная эффективность рынка.	1)Различная специфика деятельности предприятий в зависимости от отраслевой принадлежности, появление новых отраслей, для которых применяется фундаментальный анализ.

[19] www.surgutneftegas.ru

2)Высокая информационная прозрачность рынка (но в тоже время сохранение «пласта» закрытой, недоступной информации, инсайда).	2)Растущая глобализация и рост взаимозависимости рынков, повышение значимости экспортно-ориентированных отраслей.
3)Рекомендации предназначены для долгосрочных инвестиций (фундаментальный анализ не ставит задачу узнать, когда цены достигнут «справедливого» уровня).	3)Финансовые кризисы (которые затрудняют долгосрочное прогнозирование и ставят под сомнение стабильность деятельности компаний).
4)Стабильность деятельности компании и ее показателей, наличие устойчивых тенденций в развитии.	4)Повышенные политические риски (в основном на формирующихся рынках).
5)На рынке имеется достаточное количество компаний-аналогов, обращающихся на рынке и имеющих рыночные котировки, для проведения сравнительной оценки.	5)Низкая ликвидность и высокая волатильность фондового рынка (в основном на формирующихся рынках).
6)Компания не находится на этапе зарождения, а достигла определенного уровня зрелости.	6)Отсутствие полноценной диверсификации фондового рынка по отраслям, затрудняющее проведение сравнительной оценки (в основном, для формирующихся рынков).
7)Отрасль, в которой функционирует предприятие, не является инновационной.	7)Низкая информационная прозрачность (в основном, для формирующихся рынков).

1.3. Модификация классической схемы фундаментального анализа в современных условиях: дополнительные методы

В настоящем параграфе автор рассмотрит конкретные варианты модификации, углубления и расширения схемы фундаментального анализа, позволяющие учесть специфику современных экономических условий.

I. Сбор необходимой для анализа информации.

На первом этапе проведения фундаментального анализа аналитики сталкиваются с низким уровнем информационной прозрачности фондового рынка. Данная проблема отчасти решается самими компаниями, которые, желая повысить свою прозрачность и открытость с целью привлечения инвесторов, стремятся создавать специальные отделы по связям с

инвесторами (IR-департаменты), основой деятельности которых является предоставление достоверной информации своевременно и в полном объеме. Таким образом, в рамках фундаментального анализа аналитики активно и тесно взаимодействуют с IR-менеджерами: через специалистов компании они получают необходимые комментарии и уточнения по финансовой отчетности, по операционным и производственным показателям, информацию по продуктовому портфелю, дочерним компаниям и пр.

В настоящее время основными источниками получения необходимой информации для аналитиков, помимо сайтов компаний в интернете, являются специально организуемые для них презентации и конференц-звонки, на которых аналитики могут задавать свои вопросы непосредственно менеджменту. Также в ходе анализа используется информация из финансовой и иной прессы, от бирж, от конкурентов.

Кроме того, надо отметить, что аналитики крупных инвестиционных банков находятся в привилегированном положении при сборе информации – зачастую они получают напрямую от эмитентов информацию, недоступную для других аналитиков. То есть возникает определенная неравномерность в раскрытии информации. Поскольку крупные брокерско-дилерские компании способны своими рекомендациями повлиять на рынок, аналитики более мелких инвестиционных банков должны обращать внимание на их рекомендации, а также на информацию, раскрываемую в их отчетах.

Таким образом, сам процесс сбора информации в современных условиях является достаточно сложным и длительным процессом, требующим серьезных трудовых затрат. Поэтому данный этап значительно углубляется в современных условиях указанным образом.

II. Анализ фундаментальных факторов.

На втором этапе аналитики также сталкиваются с рядом особенностей, расширяющих и углубляющих данный этап.

Так, различная специфика деятельности предприятий в зависимости от отраслевой принадлежности приводит к некоторым изменениям в проведении факторного анализа в классической схеме. Обратимся к обозначенному во втором параграфе сравнению коммерческого банка и промышленного предприятия. Различная специфика их деятельности приводит к тому, что в некоторой степени меняется часть факторов микроуровня, характеризующая финансовое положении компании. То есть финансовое состояние коммерческого банка оценивается при помощи несколько иных показателей, отличающихся от показателей производственных предприятий.

Так, для коммерческого банка аналитики должны рассчитывать и оценивать такие коэффициенты, как Gross Interest Margin (GIM, отношение общего размера процентного дохода к среднему значению активов за год), Net Interest Margin (NIM, отношение чистого процентного дохода к среднему активов за год), Net loans / assets (отношение чистых ссуд (за вычетом уже погашенных) к среднему значению активов за год), Net loans / deposits (отношение чистых ссуд (за вычетом уже погашенных) к среднему значению привлеченных вкладов за год) и др. Кроме того, высокий уровень регулирования банков со стороны государства приводит к тому, что рассчитываются специальные коэффициенты для оценки степени соответствия нормативным уровням (нормативы достаточности капитала в соответствии с требованиями ЦБ РФ, размер рискованности операций коммерческих банков), оценивается достаточность размера специально созданных резервов и пр.

Вносят коррективы в проведение факторного анализа и финансовые кризисы. Поскольку в периоды кризисов внешние условия и показатели деятельности компании меняются высокими темпами, анализ финансовой отчетности теряет свое былое значение. Все большее внимание уделяется

оценке модели бизнеса компании, ее конкурентоспособности, занимаемой продуктовой нише, качеству управления компанией и пр. Акции предприятий с хорошей моделью бизнеса пользуются спросом среди инвесторов даже при негативных результатах ретроспективного анализа. То есть в период кризиса меняется состав факторов на микроуровне.

Также современные условия приводят к расширению второго этапа анализа, а именно появляются новые факторы, требующие исследования.

Во-первых, важно учитывать растущую глобализацию. Увеличивается значимость макроэкономических факторов, растет взаимосвязь всех рынков, повышается значимость экспортно-ориентированных отраслей, необходима оценка возможностей и рисков, возникающих из-за присутствия на национальных рынках иностранных инвесторов, необходим постоянный мониторинг новостей, событий, способных оказать влияние на результаты анализа. В условиях глобализации, когда аналитику необходимо учесть огромное количество разнородных факторов и определить их влияние на компанию, необходимо расширять инструментарий анализа. Например, целесообразно вводить сценарные условия анализа факторов и прогнозирования их влияния на финансовые потоки компании. Сценарный анализ уместен в условиях высокой неопределенности, в сложной среде с большим количеством входных переменных. В общем случае, «сценарии — это способ анализа сложной среды, в которой присутствует множество значимых, к тому же влияющих друг на друга тенденций и событий».[20] В ходе сценарного анализа в первую очередь должны быть выявлены и изучены факторы, которые влияют или потенциально могут повлиять на компанию. Затем среди них отбираются те, которые склонны к изменениям, и рассматриваются возможные альтернативные состояния этого фактора в

[20] Лаева Т. Сценарный анализ как основа стратегического планирования в организации // Менеджмент в России и за рубежом, №2, 2006.

будущем. На основе этого формируются различные сценарии для самой компании. Из всех возможных сценариев аналитик, как правило, выбирает наиболее вероятный.

Еще одна вышеназванная особенность рынка, в условии которой зачастую применяется фундаментальный анализ, - низкая ликвидность обращающихся на нем инструментов. Поскольку увеличение ликвидности бумаги связано с ростом премии за ликвидность и, как следствие, с ростом ее цены, с точки зрения аналитика целесообразным может быть не только поиск и отбор недооцененных акций, но и также акций, которые имеют потенциал перехода из разряда низколиквидных в более ликвидные. То есть появляются новые факторы для анализа в рамках второго этапа, например: новости о повышении free-float, факты повышения прозрачности бизнеса и раскрытия информации, информация о готовящемся размещении (IPO). По сути фундаментальным аналитикам не следует придерживаться только стандартного классического подхода при выборе компаний, но и также следует обращать внимание на возможности роста ликвидности тех или иных компаний.

III. Оценка справедливой стоимости акций.

Третий этап фундаментального анализа также сталкивается с рядом модификаций в современных условиях.

Такая особенность формирующихся рынков, как низкий уровень диверсификации по отраслям, приводит к некоторому видоизменению порядка применения классической схемы фундаментального анализа. Высокая концентрация эмитентов в определенных отраслях говорит о том, что другие отрасли представлены малым количеством публичных компаний. Данная особенность затрудняет использование метода компаний-аналогов - подобрать 3-4 компании для сравнительной оценки на ограниченном по количеству участников рынке может оказаться проблематичным. Именно

поэтому аналитики используют *зарубежные компании-аналоги*. В России для сравнительного анализа берут компании формирующихся рынков. При этом важно отметить, что привязка к динамике рынков других стран может приводить к искажениям, неточностям вследствие множественных отличий разных рынков. Поэтому подбор зарубежных компаний-аналогов должен быть проведен с особой тщательностью. Кроме того, в данной ситуации обязательным является внесение поправок на страновой риск, учитывающий различия в макроэкономических и политических особенностях стран. Для определения странового риска аналитики обращаются к рейтинговым агентствам и используют уже рассчитанные их уровни для каждой страны. Поскольку уровень странового риска может носить субъективный характер, аналитики зачастую не полностью полагаются на готовые данные и уточняют итоговый размер поправки на страновой риск, исходя из собственных методик.

Достаточно сильно третий этап фундаментального анализа модифицируется во время финансовых кризисов. В периоды, когда стабильность деятельности компании ставится под сомнение, использование метода DCF затруднено – крайне сложно в условиях неопределенности прогнозировать денежные потоки. Невозможно использовать и метод дисконтирования, беря за основу дивиденд, - в периоды кризисов они зачастую не выплачиваются. Таким образом, классическая схема, при которой основным является доходный подход к оценке, а сравнительный подход дополняет и уточняет результаты доходного, не работает. На первое место выходит сравнительная оценка. Кроме того, в условиях кризиса, когда многие предприятия становятся банкротами, сливаются, объединяются, возрастает роль затратного подхода, при помощи которого оценивается рыночная стоимость реальных активов компании. К сожалению, затратный подход не учитывает возникающий при M&A синергетический эффект

(дополнительная стоимость за счет синергии между поглощающим и поглощаемым бизнесом), поэтому эта величина должна быть оценена дополнительно. Для решения этой задачи может использоваться такой вид реального опциона, как опцион изменения масштаба проекта. При этом оценка данного опциона может осуществляться при помощи формулы Блэка-Шоулза, модели Монте-Карло и пр.

Помимо этого, во время кризисов может быть целесообразным использование метода реальных опционов для оценки стоимости бизнеса компании. Реальный опцион представляет собой право его владельца на совершение определенного действия в будущем. То есть менеджмент компании подстраивается к изменяющейся ситуации и принимает оптимальные решения. При этом возможность принимать и изменять решения в будущем количественно оценивается в момент анализа. Данный метод позволяет игнорировать неопределенность, в особенности характерную для финансовых кризисов.[21]

IV, V. Инвестиционные рекомендации и их последующая оценка.

В условии низкой информационной прозрачности фондового рынка, а также вследствие высокой субъективности полученных оценок при выдаче инвестиционных рекомендаций вводится ряд коэффициентов, приближающих расчетную цену к реальным условиям (например, поправки на степень достоверности). Последующая оценка правильности выданной рекомендации может сопровождаться техническим анализом, анализом сложившихся рыночных условий и пр.

Таким образом, реальные экономические условия, в которых применяется фундаментальный анализ, сложны, многогранны, более того, они непрерывно меняются, что приводит к необходимости углубления и

---

[21] Высоцкая Т. Метод реальных опционов в оценке стоимости инвестиционных проектов // Финансовый менеджмент, № 2, 2006.

модификации классической схемы, дополнения ее более современными методами и подходами.

Обобщение предложенных вариантов модификации классической схемы приведено ниже.

Таблица № 3. Направления модификации классической схемы фундаментального анализа.

Этап классической схемы	**Направления модификации в современных условиях**
1. Сбор всей необходимой для анализа информации	1)В условии низкой прозрачности - дополнительные источники информации: IR-менеджеры, конференц-звонки, презентации для аналитиков, информация из аналитических отчетов крупных инвестиционных банков, находящихся в привилегированном положении при сборе информации.
2. Анализ системы фундаментальных факторов:	
2.1 макроэкономических	1)В условии растущей глобализации – увеличивается значимость макроэкономических, внешних факторов, появляется необходимость учета рисков и возможностей от присутствия на национальных рынках иностранных инвесторов. 2) В условиях растущей глобализации - новый инструментарий (сценарный метод).
2.2. отраслевых	1) В условиях растущей глобализации - повышается значимость экспортно-ориентированных отраслей (сценарный анализ для оценки их перспектив).
2.3. микроэкономических	1)В условии финансовых кризисов - вместо анализа отчетности больший акцент на анализ бизнес – модели. 2)В зависимости от отраслевой принадлежности – новые методы оценки финансового состояния. 3)В условии низкой ликвидности - новые факторы (планирующееся раскрытие информации, информация о повышении free-float, о намечающемся IPO). 4)Рост числа слияний и поглощений.
3. Оценка справедливой стоимости акции с использованием одного из подходов (или нескольких сразу):	
3.1 доходный подход	1)В условии кризиса - существенные препятствия к его эффективному применению.

3.2 сравнительный подход	1) В условии неразвитости фондового рынка – использование зарубежных компаний – аналогов (которые не являются аналогами в полном смысле). 2)В условии кризиса – акцент перемещается на сравнительный подход, что нестандартно для классической схемы.
3.3 затратный подход	1)В условии кризиса – все чаще применяется затратный подход, что нестандартно для классической схемы.
4. Выдача инвестиционной рекомендации.	1) В условии информационной непрозрачности, наличия исходных неточностей и субъективности аналитика вводятся различные поправки, коэффициенты для приближения расчетной цены к реальным условиям.
5. Оценка правильности выданной инвестиционной рекомендации.	1) В условии информационной непрозрачности, наличия исходных неточностей и субъективности аналитика – дополняется техническим анализом, анализом рынка.

2. Применение современных методов и инструментов фундаментального анализа (на примере отрасли розничной торговли)

2.1. Анализ экономической ситуации в мире и в России (макроуровень).

Как уже было отмечено в предыдущей главе, факторный анализ начинается с исследования общеэкономических показателей и тенденций. В данной главе будут рассмотрены характерные черты макроэкономической ситуации, сложившейся в мире и в России в настоящее время, оказывающие прямое или косвенное влияние на отрасль розничной торговли. По причине высокой значимости макроэкономических факторов в современных условиях, а также с целью повышения эффективности применения фундаментального анализа анализ макроэкономических факторов предваряется разработкой единой системы общеэкономических факторов и выявлением причинно-следственных связей между ними (Рисунок 1).

Рисунок 1. Система макроэкономических факторов в рамках исследования отрасли розничной торговли.

Главным фактором указанной схемы является состояние национальной экономики. При этом в рамках данного фактора выделяется ряд основных показателей, крайне важных при изучении компании отрасли розничной торговли, таких, как состояние потребительского спроса, инфляция, возможность осуществлять инвестиции. Кроме того, выделяется ряд *дополнительных* факторов. Так, в условиях растущей глобализации изучение состояния национальной экономики не может осуществляться без подробного исследования общеэкономических тенденций на мировом уровне. Исследование глобальной экономики проводится с целью определения возможности иностранных инвесторов осуществлять инвестиции в российскую экономику. Оба указанных фактора (состояние национальной и глобальной экономик) определяются национальной и глобальной экономической политикой. Также, среди дополнительных факторов выделяется фактор конъюнктуры мировых товарных и финансовых рынков (главным образом, курсы валют, цена на нефть и пр.), который отчасти определяет состояние глобальной экономики. Кроме того, дополнительным фактором в системе макроэкономических факторов является правовое регулирование отрасли розничной торговли и политический риск. Существенное значение данный фактор имеет при неустойчивом состоянии глобальной экономики.

Рассмотрим более подробно каждый из отмеченных макроэкономических факторов.

- *Состояние национальной экономики;*

Российская экономика начинает медленно восстанавливаться после кризиса. Во-первых, сохраняется положительный тренд в промышленности. Этот вывод можно сделать, во-первых, исходя из данных по динамике добычи нефти и газа. Кроме того, косвенным доказательством позитивной

динамики в экономике является положительные данные по транспортной отрасли, демонстрирующие рост грузоперевозок (Приложение Г).

Во-вторых, в России с конца 2009 года наблюдается рост реальных зарплат населения, что подтверждает оживление экономики и, помимо этого, является позитивным фактором для отрасли розничной торговли, дающим надежду на некоторое оживление потребительского спроса. Так, в январе 2010 г. реальные зарплаты выросли на 3% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, а реальные располагаемые доходы – на 7%.[22]

В то же время, отрицательную динамику демонстрируют инвестиции, осуществляемые в реальный сектор экономики во всех регионах России. Исключение составил лишь Дальневосточный федеральный округ, в котором этот показатель демонстрировал в течение 2009 года рост в связи с выполнением различных федеральных целевых программ (Приложение Ж)[23]. Негативная динамика инвестиций говорит о том, что не обновляется материально-техническая база предприятий, не увеличиваются объемы и масштабы их хозяйственной деятельности; с точки зрения отрасли розничной торговли это приводит к тому, что не активно открываются новые магазины, не расширяется розничная сеть. Основная причина низкой активности инвестиционной деятельности заключается в сохраняющейся невысокой доступности финансирования, в том числе получения заемных средств.

Как и во всем мире, в России слабым местом в экономике остается потребительский сектор. Несмотря на то, что потребительский спрос начинает оживать с конца 2009 года (о чем свидетельствуют данные

---

[22] Федеральная служба государственной статистики, www.gks.ru.

[23] Информационный бюллетень «Обзор экономики регионов России в ноябре», Центр макроэкономических исследований Сбербанка России, 2009.

Росстата), тревожная ситуация с безработицей ставит под сомнение дальнейшее его укрепление. Так, число безработных увеличилось с 6,2 млн. чел. в декабре 2009 года до 6,8 млн. чел. в январе 2010 года. При этом в среднем число безработных в 2009 году было равно 6,3 млн. чел.[24] Данную негативную ситуацию сложно объяснить одной сезонностью. Вероятно, причина также заключается в том, что предприятия, несмотря на экономический подъем, продолжают опасаться второй волны кризиса, и в связи с этим, минимизируют свои затраты, избавляясь от неэффективной рабочей силы.

Таким образом, несмотря на позитивные тенденции в российской экономике, существует ряд факторов, не позволяющих однозначно сделать вывод об окончательном выходе из кризиса и отрицательно сказывающихся на деятельности компаний розничной торговли.

- *Состояние глобальной экономики;*

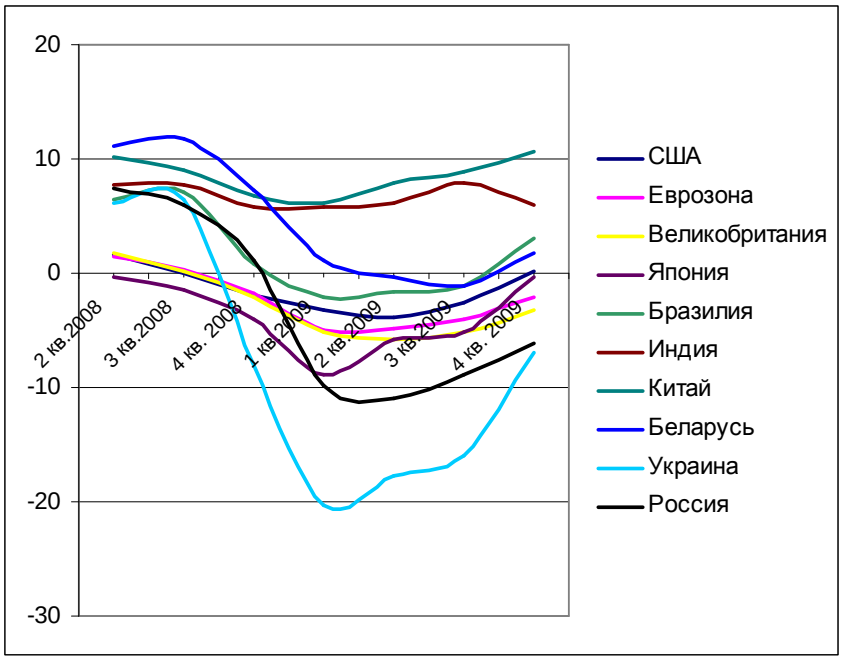


Рис. 2. Темп роста реального ВВП, год к году, %
(источник: Bloomberg. OECD statistics, IMF statistics)

Прошедший 2009 год ознаменовался началом процесса восстановления реальной экономики после мирового кризиса 2008-2009 гг. ВВП в большинстве стран после падения в первом полугодии начал медленно восстанавливаться в третьем квартале. В четвертом квартале слабый рост

[24] Федеральная служба государственной статистики, www.gks.ru.

продолжился в большинстве стран мира (Приложение В и Рисунок 2).

Как видно из рис. 2, такие страны, как Индия и Китай (а также большинство развивающихся стран Азиатского региона) практически вернулись к докризисным темпам роста. Спрос этих стран (в особенности, Китая) на экспорт привел к росту цен на сырье, а также, в конечном итоге, способствовал восстановлению промышленного производства, что можно наблюдать на рис. 3.

Указанные положительные тенденции – некая стабилизация и даже слабый рост – говорят о том, что мировая экономика постепенно выходит из кризиса. Очевидно, что данный фактор позитивно отражается на российской экономике, а также, в частности, на отрасли розничной торговли. Иностранные инвесторы, наблюдая положительные тенденции в глобальной экономике, перестают опасаться риска, они готовы вкладывать ресурсы в достаточно рисковые активы, в том числе активы развивающихся стран.

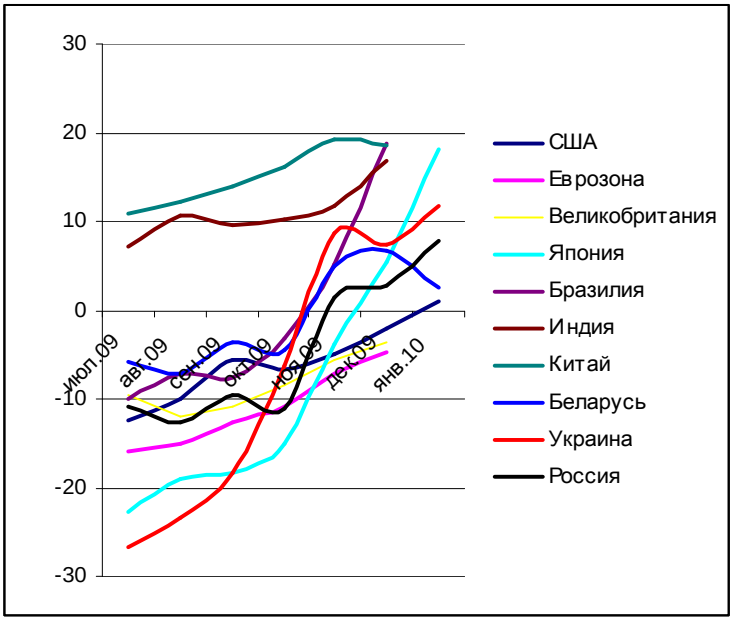


Рис.3. Темп роста промышленного производства, год к году, %.
(источник: Bloomberg. OECD statistics, IMF statistics)

Негативной однако остается ситуация с потребительским спросом. В отличие от промышленного производства он восстанавливается более медленно и неуверенно.

Основные причины этого:

1) сохраняющийся высокий уровень безработицы (рис. 4);

Безработица вызвана тем, что предприятия продолжают минимизировать затраты на труд, стараясь при этом повышать эффективность имеющейся

рабочей силы. Как видно из рис. 3, рост безработицы во второй половине 2009 года замедлился, но тенденций к ее снижению не наблюдается. Кроме того, необходимо отметить следующее: несмотря на то, что безработица в США с начала 2008 года почти удвоилась и стала выше, чем в других странах, данный факт нельзя интерпретировать однозначно. Например, в России, в Японии, в большинстве стран Евросоюза работодатели ограничены в возможности увольнять сотрудников, в результате, для уменьшения затрат, они вынуждены прибегать к таким мерам, как неполная рабочая неделя, сокращения заработной платы, вынужденные отпуска. Таким образом, в этих странах имеет место скрытая безработица.

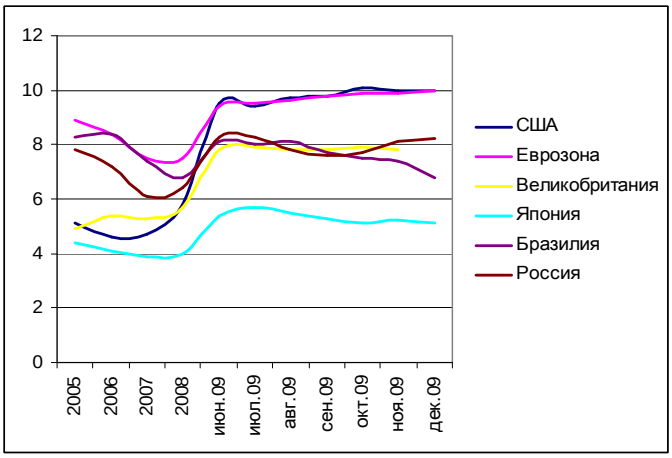


Рис.4. Безработица по методологии МОТ, % от экономически активного населения (*источник: Bloomberg. OECD statistics, IMF statistics*)

2) высокая обремененность долгами в некоторых странах. Например, в США объем непогашенных потребительских кредитов продолжает составлять огромную величину (в январе 2010 г. – 2 456 млрд. долл.)[25].

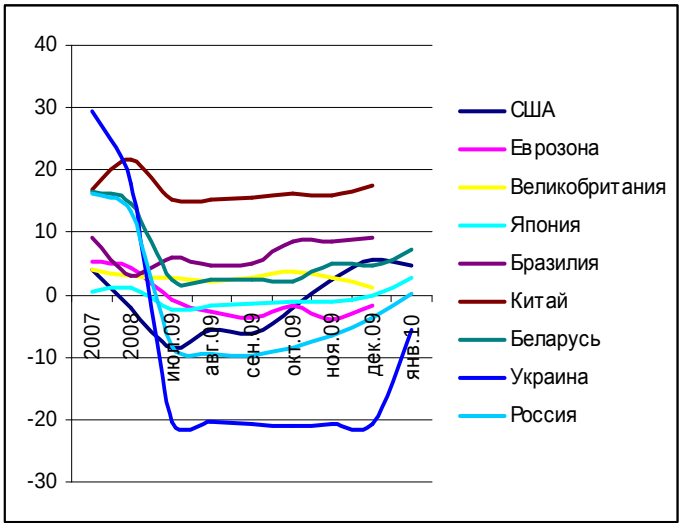


Рис. 5. Рост розничных продаж, год к году, % (*источник: Bloomberg. OECD statistics, IMF statistics*)

В результате, два указанных фактора приводят к тому, что население предпочитает меньше тратить и

[25] Сайт Федеральной Резервной Системы (www.federalreserveonline.org).

больше сберегать. Как следствие, динамика розничных продаж остается отрицательной в большинстве стран (рис. 5). Данный фактор отрицательно сказывается непосредственно на российской отрасли розничной торговли, поскольку влечет за собой недоверие иностранных (как, впрочем, и национальных) инвесторов к компаниям – «ритейлерам».

Кроме того, низкий уровень потребительского спроса приводит к тому, что, несмотря на значительное денежное стимулирование, инфляция в большинстве стран сохраняется на достаточно низком уровне (Приложение В). Более того, на протяжении 2009 года в развитых странах ощущались риски дефляции, в Китае инфляция опустилась ниже нуля впервые за последние шесть лет, а инфляция в России достигла своего исторического минимума. К концу года дефляция сохранилась только в Японии. При этом можно сделать вывод, что медленное восстановление потребления приведет к сохранению указанной тенденции и в 2010 году.[26] Однозначно интерпретировать влияние низких уровней инфляции на экономику сложно – с одной стороны, низкая инфляция в отличие от высокой в меньшей степени «съедает» реальные доходы населения и понижает его потребительскую способность, с другой стороны – низкая инфляция снижает цены на продовольствие, что способствует уменьшению выручки предприятий розничной торговли.

- *Экономическая политика;*

Отличительной чертой текущего экономического кризиса является наличие согласованной политики ведущих мировых держав, которая привела к стабилизации экономики и к восстановлению предкризисных темпов роста. Несмотря на то, что до сих пор не до конца известны и понятны окончательные результаты антикризисных мер, тем не менее, очевидно, что

---

[26] Информационный бюллетень «Обзор мировой экономики: итоги 2009 года и перспективы 2010», Центр Макроэкономических исследований Сбербанка России, 2009.

именно благодаря согласованной политике острая фаза кризиса была пройдена наиболее безболезненно для глобальной, в том числе для российской экономики и всех ее отраслей (в частности отрасли розничной торговли).

На разных этапах текущего кризиса применялись различные меры антикризисной политики.

На *первом* этапе (в период с середины 2007 года до марта 2008 года) кризис начал развиваться в США и Великобритании, затрагивая финансовый сектор и рынок жилья. Это приводило к периодическому оттоку капитала с развивающихся рынков, в результате чего в российской экономике возникали кризисы ликвидности в финансовой сфере, а также начался кризис в сильно перегретых и зависящих от притока иностранного капитала странах Прибалтики, в Ирландии, Испании, Казахстане и т.д. В это время большинство Центробанков снижает процентные ставки для того, чтобы не допустить перехода финансового кризиса в экономический. Так, с сентября 2007 по декабрь 2008 ставка ФРС была снижена с 5,25% до 0,25%. На *втором* этапе (в период с марта 2008 по сентябрь 2008 г.) проблемы финансового сектора США начали обостряться, государство было вынуждено поддерживать Fannie-Mae и Freddy-Mac. Быстро росла безработица США, несмотря на это ВВП демонстрировал положительную динамику. Развивающиеся страны (Россия, Китай, Индия) демонстрировали устойчивый рост ВВП и финансовых рынков, цены на нефть росли, доллар дешевел. В этих условиях США принял первый пакет фискальных стимулов (налоговые возвраты) и продлил срок получения пособий по безработице, решая социальные проблемы, влияющие и на состояние отрасли розничной торговли. На *третьем* этапе, этапе острого кризиса (с сентября 2008 г. по февраль 2009 г.), произошло банкротство Lehman Brothers и национализация ING, что привело к кризису доверия на финансовых рынках. Произошел спад

ВВП и темпов роста в большинстве стран мира. На этом этапе были приняты чрезвычайные меры по предоставлению ликвидности, экономика поддерживалась мощными денежными «вливаниями». *Четвертый* этап (с марта по июль 2009 года) связан с началом восстановления экономики. На этом этапе стабилизировалось падение ВВП в большинстве стран мира, началось ралли на фондовых рынках. Возобновился спрос со стороны Китая на металлы и сырье, и, как следствие, восстановились цены на эти товары. На этом этапе также происходило активное снижение процентных ставок. Фискальная политика реализовывалась посредством предоставления налоговых льгот, субсидий на покупку новых автомобилей взамен на старые (для стимулирования потребительского спроса), инвестиций в инфраструктуру, телекоммуникации, образование, здравоохранение. На *пятом* этапе кризиса (с августа 2009 по настоящее время) наблюдались положительные темпы роста во многих странах мира. В настоящее рынки становятся нестабильными в ожидании суверенных дефолтов (снижение рейтинга Греции, реструктуризация долга Dubai-World). При этом происходит сворачивание чрезвычайных мер предоставления ликвидности. Продолжается использование ранее принятых мер, таких, как налоговые льготы, инвестиционные программы, субсидирование спроса. Кроме того, вводятся дополнительные меры по поддержке малого бизнеса и созданию новых рабочих мест. [27]

Конкретные примеры антикризисных мер приведены в Приложении И.

Что касается непосредственно *российской антикризисной политики*, то она также направлена на сглаживание возникших во время кризиса проблем. Основное внимание уделяется мерам социального характера (увеличение пенсий, создание общественных работ на месте основной занятости

---

[27] Обзор «Антикризисные программы поддержки экономики: систематизация и предложения для России», Сбербанк России, 2010 .

работников) и поддержке отдельных предприятий (что также можно расценивать как решение задач социального характера – например, в ситуации с ВАЗом). Решение данных задач крайне важно для предприятий розничной торговли, поскольку нормализация социальной обстановки приведет, в конечном итоге, к восстановлению потребительского спроса.

Таким образом, в настоящее время большинство стран продолжает осуществление мер по поддержке экономики, за исключением чрезвычайных мер предоставления ликвидности. Стоит отметить, что, несмотря на положительный эффект, последствия антикризисной политики несут значительные угрозы для глобальной экономики, в связи с этим существует несколько сценариев дальнейшего экономического развития. Во-первых, существует угроза перегрева экономик, которой подвержены наиболее быстро восстанавливающиеся страны, такие как Китай. Реализация данного сценария, по мнению автора, маловероятна, поскольку Китай начал (и, по всей видимости, будет продолжать) ужесточать экономическую политику с тем, чтобы не допустить перегрева. Кроме того, растут суверенные риски - уменьшение поступлений в бюджет и увеличение расходов на антикризисные программы приводят к ухудшению состояния госфинансов (Приложение 3) и может привести к страновым дефолтам, которые «эффектом домино» пошатнут или даже обрушат глобальную экономику. В то же время, поскольку данный вариант развития крайне невыгоден остальным странам, по мнению автора, велика вероятность того, что ослабленным странам в случае угрозы дефолта придут на помощь. И наконец, последний сценарий заключается в том, что произойдет окончание программ господдержки, что может привести к прекращению восстановления экономик. Чтобы избежать реализации данного сценария, стимулирование экономики должно

осуществляться и в 2010 году. Судя по публикациям в прессе, программы господдержки не планируется сворачивать.[28]

- *Конъюнктура мировых товарных и финансовых рынков;*

Мировой фондовый рынок.

Начало 2009 года, этап острой фазы кризиса привел к оттоку капитала в активы с низкими рисками и, как следствие, к рекордному падению мировых фондовых индексов. Российский фондовый рынок упал на 80% от докризисного пика, США – на 53%, Великобритания – 46%, Индия – 65%, Китай – 69%, Бразилия – 60% (Приложение К). Однако вследствие реализации Центробанками мягкой денежной политики и доступностью ликвидности фондовые рынки начали восстанавливаться уже с марта 2009 года. В итоге 2009 год превзошел ожидания: все мировые фондовые индексы выросли двухзначными темпами, российский индекс РТС вырос более чем в два раза.

В конце года начали усиливаться опасения инвесторов относительно суверенных рисков вследствие негативной ситуации с инвестиционной компанией Dubai-World, которая заявила о неспособности расплатиться по своим обязательствам,[29] и снижения кредитного рейтинга Греции (из-за высокого бюджетного дефицита и значительного накопленного долга). Указанные опасения привели к падению рынка, которое продолжилось и в начале 2010 года. Причиной негативной динамики в начале текущего года стало ужесточение денежной политики Китая, при этом китайские фондовые индексы стали лидерами падения.

---

[28] Информационный бюллетень «Обзор мировой экономики: итоги 2009 года и перспективы 2010», Центр макроэкономических исследований Сбербанка России, 2009.

[29] В конце ноября 2009 года фонд эмирата Дубай Dubai World попросил кредиторов об отсрочке по выплате долга. От дефолта компанию спасло то, что, в конечном счете, центральный банк Абу-Даби предоставил ей для погашения долга 10 млрд. долл.

Таким образом, в 2010 году основное влияние на рынок акций будут оказывать постепенное сворачивание антикризисных мер денежной и фискальной политики, опасность коррекции после перегрева на развивающихся рынках и усиление суверенных рисков.

Что касается непосредственно фондового рынка России, то, несмотря на сохранение самых высоких темпов роста на протяжении всего 2009 года, в феврале 2010 года российский рынок потерял лидерские позиции и стал заметно слабее других мировых фондовых площадок. По причине отсутствия видимых причин данной негативной динамики (не наблюдалось ухудшения конъюнктуры товарных рынков, как и ухудшения ситуации с ликвидностью) единственным разумным объяснением можно считать несоответствие спроса и предложения на акции российских эмитентов – по всей видимости, если в 2009 году и в январе 2010 года за счет притока на рынок ликвидности спрос явно превалировал, то в феврале «запал» инвесторов исчез, в то время как на рынке появился крупный продавец.[30]

С точки зрения отраслевого разреза, в 2009 году лидерами роста являлись бумаги металлургических компаний, а также компаний розничной торговли (Приложение Л). В феврале 2010 г. на первое место по темпам роста вышли такие отрасли, как машиностроение, потребительский сектор и розничная торговля.[31]

Мировые товарные и валютные рынки.

Динамика ценовых индексов на биржевые товары повторяет динамику фондовых индексов (Приложение Н). Достигнув дна в конце 2008 – начале 2009 гг., цены на такие биржевые товары, как нефть, газ, алюминий, никель, уже к концу 2009 года в значительной степени отыграли свои потери.

---

[30] Стратегия Банка Москвы «Март 2010. Рост акций скоро возобновится», 2010.

[31] Стратегия Банка Москвы «Март 2010. Рост акций скоро возобновится», марта 2010.

В настоящее время цена основного биржевого товара – нефти (марки Brent) составляет примерно 81 $ за баррель. На 3 и 4 кварталы 2010 г. консенсус-прогноз составляет 80$ за баррель. Поскольку Россия является основным экспортером нефти, для нее высокая цена на этот энергоресурс крайне важна, она оказывает влияние на состояние всей экономики страны.

Стоит также отметить, что заметную роль в ценообразовании на товарных рынках играет Китай, будучи основным импортером энергоресурсов. Именно поэтому ужесточение монетарной политики в Китае в январе 2010 г повлекло падение цен на биржевые товары.

Ситуация с валютными рынками аналогична товарным - отток капитала с развивающихся рынков в конце 2008 – начале 2009 гг. повлек обесценение многих валют. С середины 2009 года ситуация поменялась – сформировалась тенденция к удешевлению доллара США, что было вызвано увеличением склонности инвесторов к риску. В конце 2009-начале 2010 гг. доллар вновь подорожал вследствие роста опасений относительно страновых дефолтов и ужесточения политики Китая. В свою очередь, евро из-за высоких суверенных рисков Греции, Испании и Португалии значительно ослабил свои позиции.

Что касается российского рубля, в начале 2010 года он продолжил плавное укрепление на фоне растущих цен на нефть и на сырьевые товары. С точки зрения отрасли розничной торговли, данный фактор носит безусловно положительный характер, поскольку ритейлеры[32] заинтересованы в сильном рубле. Ослабление рубля приведет к повышению цен на импортные товары и на некоторые отечественные продукты (цены на которые зависят от импортных аналогов – овощи, фрукты, мясо, рыба, чай и пр.). Данное бремя будет отчасти переложено на покупателей, однако выросшие цены заставят

---

[32] Retail – с англ. «розничная торговля»

их экономить и меньше тратить, выручка компаний розничной торговли сократится.

Динамику основных валют можно проследить на рисунках в Приложении О.

- *Политический риск и правовое регулирование.*

Важное место в анализе факторов макроуровня занимает исследование политического риска. Поскольку розничная торговля не является стратегически важной отраслью российской экономики (в отличие от нефтяной, металлургической и пр.отраслей), она в меньшей степени подвержена политическим рискам. В то же время и для нее сохраняется ряд угроз, связанных с российской спецификой, а именно - высокая коррумпированность власти, сохранение зависимости судов от политических и общественных сил и пр.[33]

Кроме того, отрасль розничной торговли представляет собой некую «прослойку» между производственными отраслями и населением. В результате правительство, решая социальные задачи (что особенно актуально в кризисное время), затрагивает деятельность ритейлеров.

Так, 29 декабря 2009 года был окончательно принят Федеральный Закон «Об основах государственного регулирования торговой деятельности в Российской Федерации». Этим законом был установлен ряд антимонопольных мер, направленных на прекращение недобросовестной практики в сфере торговли продовольственными товарами. Например, с 1-го февраля 2009 г. введен запрет торговой сети на приобретение дополнительных площадей торговых объектов в границах субъекта Российской Федерации, если в этих границах доля объема реализованных торговой сетью в розницу продовольственных товаров за предыдущий год

---

[33] Непомнящий А., Мазнева Е. Осторожно: Россия! // Ведомости , № 50 от 23.03.2010.

превышает двадцать пять процентов от общей выручки всех розничных магазинов данного субъекта.[34]

Кроме того, в периоды кризисов сохраняется высокая вероятность административного регулирования цен на продукты. Так, в 2008 году было подписано соглашение между правительством и представителями розничных сетей о заморозке цен на такие социально значимые продукты, как хлеб, молоко, кефир, куриные яйца. Более того, в конце 2008 года власти города Москвы выступали за регулирование цен еще большего количества продуктов питания.

Таким образом, при оценке стоимости компании розничной торговли следует учитывать риск регулирования государством деятельности ритейлеров, усиливающийся во время кризисов.

Итак, кратко перечислим основные макроэкономические возможности и угрозы для отрасли розничной торговли.

Таблица № 4. Анализ макроэкономических факторов.

Факторы, положительно сказывающиеся на отрасли розничной торговли	**Факторы, отрицательно сказывающиеся на отрасли розничной торговли**
1) Социально ориентированная политика российского правительства, дающая надежду на восстановление потребительского спроса;	1) Негативная ситуация с безработицей и, как следствие, низкий уровень потребительского спроса, отрицательно сказывающийся на выручке компаний розничной торговли;
2) Общее оживление мировых экономик благодаря согласованной политике всех государств, постепенное восстановление после кризиса, как следствие – повышение склонности иностранных инвесторов к инвестициям в российский рынок;	2) Отрицательная динамика инвестиционной деятельности российских компаний, свидетельствующая о низких темпах развития бизнеса;
3) Позитивная динамика российского фондового рынка, в том числе рост цен акций компаний розничной торговли;	3) Риск прекращения восстановления экономики после сворачивания программ господдержки и риск возникновения суверенных дефолтов;

[34] www.minprom.gov.ru (сайт Минпромторга России).

Факторы, положительно сказывающиеся на отрасли розничной торговли	**Факторы, отрицательно сказывающиеся на отрасли розничной торговли**
4) Достаточно высокие цены на энергоресурсы (в том числе на нефть), что положительно сказывается на состоянии российской экономики;	4) Высокие политические риски в России;
5) Укрепление рубля с начала 2010 года, что является крайне важным для отрасли розничной торговли.	5) В условии кризиса повышенная степень вмешательства государства в деятельность ритейлеров.

2.2. Текущее состояние и перспективы отрасли розничной торговли в России (отраслевой уровень)

После анализа общеэкономических факторов требуется оценить факторы отраслевого уровня. При этом с целью повышения эффективности применения фундаментального анализа отраслевые факторы, как и макроэкономические, следует систематизировать и разделить на основные и дополнительные. Кроме того, следует выявить причинно-следственные связи между всеми блоками факторов (Рисунок 6).

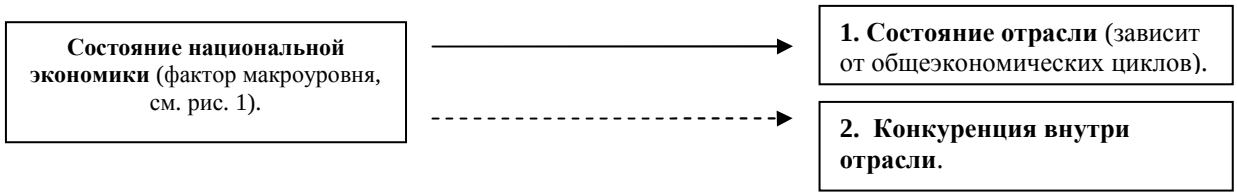


Рисунок 6. Взаимосвязь отраслевых и макроэкономических факторов.

Основной отраслевой фактор (состояние отрасли) находится в четкой взаимосвязи с факторами макроуровня, поскольку отрасль розничной торговли является цикличной. Что касается второго требующего рассмотрения фактора (конкурентоспособности компании), то он в меньшей степени зависит от состояния национальной экономики. В то же время, справедливо полагать, что чем выше темпы развития российской экономики, тем больше возможностей для развития самих компаний и тем активнее конкуренция внутри отраслей.

- *Состояние отрасли и этап ее жизненного цикла;*

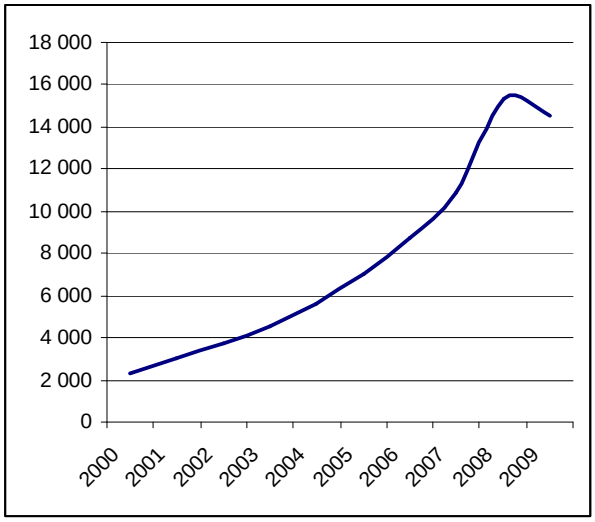


Рис. 7. Оборот розничной торговли в России, млрд. руб.
(источник: Росстат (www.gks.ru))

Розничная торговля является важнейшей отраслью экономики. Она завершает процесс обращения товаров и опосредует их реализацию населению для личного потребления. В России розничную торговлю можно считать динамично развивающейся отраслью, что подтверждает рис. 7. Как мы видим, за период с 2000 по 2009 год оборот розничной торговли увеличился в семь раз.

Розничную торговлю можно отнести к цикличным отраслям, то есть отраслям, зависящим от деловых циклов в экономике. Основополагающая причина этого – чувствительность к безработице, имеющей место во время кризисов. Высокая безработица, а также падение реальных доходов населения приводят к тому, что сокращается список часто приобретаемых товаров, уменьшается импульсный спрос. Так, обратившись к рисунку 7, можно увидеть, что розничная торговля в России пострадала от текущего экономического кризиса, сократившись в 2009 году на 5% по сравнению с 2008 годом. В тоже время, как мы видим на рисунке 5, падение розничных продаж в конце 2009 года замедлилось, а в январе 2010 года они даже выросли на 87 млрд. руб. (на 0,3%) по сравнению с аналогичным периодом

предыдущего года.[35] Таким образом, можно сделать оптимистичный вывод о том, что в настоящее время розничная торговля находится в фазе оживления.

- *Конкурентоспособность компании.*

Оборот розничной торговли формируется как торгующими организациями (в большей степени – около 86% в 2009 году), так и розничными рынками и ярмарками (в меньшей степени – около 14% в 2009 году). При этом, с точки зрения розничной торговли продовольственными товарами, с каждым годом увеличивается доля магазинов современных форматов (супермаркетов, гипермаркетов и дискаунтеров), вытесняя ларьки и магазины с прилавочной формой торговли. [36] Потенциал роста современного формата розничной торговли продовольствием велик. Многие регионы России мало насыщены современными розничными магазинами – например, Ханты-Мансийский автономный округ (АО), Ямало-Ненецкий АО, Красноярский край, Архангельская область, Республика Коми и пр. (Приложение П). Вероятно, процесс модернизации отрасли розничной торговли продолжится, и дальнейшее ее развитие будет сопровождаться ростом числа супермаркетов, гипермаркетов и дискаунтеров в таких регионах.

К ведущим торговым сетям, осуществляющим розничную торговлю продовольственными товарами в современном формате, относятся X5 Retail Group, Магнит, Metro Cash and Carry, Ашан, Лента, Дикси, Копейка и пр. Как видно из таблицы 1, доля X5 Retail Group составляет более 25% в общей выручке 10-ти крупнейших продуктовых ритейлеров России (по итогам 2008 года)[37]. В целом на рынке X5 Retail Group занимает 4% (за тот же период).

---

[35] Федеральная служба государственной статистики, www.gks.ru.

[36] Исследование рейтингового агентства «Топ-эксперт» «Рынок розничной торговли» (www.expert-rating.ru).

[37] Более новые данные по этому показателю пока опубликованы не были.

Кроме того, компания занимает первое место среди ритейлеров в Москве и Санкт-Петербурге.

Таблица № 5. Ведущие российские продуктовые ритейлеры.

№	Компания	Выручка (млн. долл. США),2008	Доля среди 10 крупнейших,%	Доля на рынке, %
1	X5 Retail Group	8 844	26,1%	4,0%
2	Магнит	5 326	15,7%	2,4%
3	Метро	5 077	15,0%	2,3%
4	Ашан	4 983	14,7%	2,2%
5	Лента	2 040	6,0%	0,9%
6	Дикси	1 923	5,7%	0,9%
7	Копейка	1 890	5,6%	0,9%
8	Седьмой Континент	1 549	4,6%	0,7%
9	Виктория	1 228	3,6%	0,6%
10	О`кей	1 053	3,1%	0,5%
11	Итого	33 913	100,0%	15,4%

Источник: сайт компании X5 Retail Group

Магазины этой сети присутствуют в 45 городах европейской части России и Урала. Компания владеет торговым пространством в 1,063 тыс. кв. м. При этом компания развивает сразу три формата торговли – дискаунтеры (1 039 магазинов), супермаркеты (275 магазинов) и гипермаркеты (58 магазинов)[38]. Выбранная стратегия позволяет компании отвечать требованиям самых широких слоев населения. Так, дискаунтеры (магазины «Пятерочка») предлагают самую низкую цену на рынке на весь ассортимент товаров и нацелен на население с низким достатком и пенсионеров. Супермаркеты («Перекресток») отличаются лучшими ценами среди формата супермаркетов, акцентом на свежести продуктов. Гипермаркеты «Карусель» предлагают широкий ассортимент, низкие цены на определенные виды продуктов и предназначены для семейного шопинга.

Кроме того, занимая позицию лидера на рынке, X5 Retail Group имеет возможность сотрудничать с поставщиками на наиболее выгодных условиях и, соответственно, предлагать выгодные условия покупателям.

Вторая по величине выручки розничная сеть - «Магнит» - на конец 2008 года владела 2 582 магазинами, преимущественно в Южном и

[38] По итогам 2009 года (сайт компании).

Приволжском регионах.[39] Поскольку «Магнит» делает ставку на другие регионы, нежели X5 Retail Group, прямыми конкурентами их назвать сложно. Кроме того, «Магнит» концентрирует свою деятельность на двух форматах – «магазины у дома» (2 568 магазинов) и гипермаркеты (14 магазинов)[40]. Основным преимуществом «магазинов у дома» является удобное месторасположение и низкие цены. Формат гипермаркетов только начинает развиваться.

Магазины «Metro cash and carry» владеют большой долей рынка розничной торговли, но занимают иную нишу, нежели указанные выше торговые сети, их концепция сильно отличается. Формат «cash and carry» представляет собой форму мелкооптовой торговли (почти розничной), в которой покупателями являются профессиональные клиенты, приобретающие товар для профессиональных целей. Для того чтобы совершать покупки в магазине, клиент должен оформить специальную карту, при этом карта выдается только юридическим лицам и частным предпринимателям[41].

Что касается еще одного крупного игрока отрасли – французской торговой сети «Auchan» («Ашан»), осуществляющей свою деятельность в формате «гипермаркет», то магазины этой сети имеются в Москве, Санкт-Петербурге, Нижнем Новгороде, Екатеринбурге, Новосибирске, Краснодаре, Ростове-на-Дону и т.д. Несмотря на то, что «Ашан» владеет меньшей долей рынка, чем X5 Retail Group, их можно назвать основными конкурентами в формате гипермаркета. Так, по результатам независимого исследования, проведенного компанией Online Market Intelligence, был составлен рейтинг

---

[39] www.magnit-info.ru

[40] Более новые данные пока не опубликованы.

[41] www.metro-cc.ru

любимых брендов россиян, в котором бренд «Auchan» занял первое место.[42] А самыми посещаемыми торговыми сетями в Москве, по результатам опроса, являются «Ашан», «Перекресток» и «Пятерочка».[43]

Обобщение анализа рассмотренных отраслевых факторов приведено в таблице.

Таблица № 6. Анализ отраслевых факторов.

Состояние и перспективы отрасли	**Конкурентоспособность компании**
1. Российская отрасль розничной торговли активно развивается, и у нее есть большой потенциал для дальнейшего роста.	1. X5 Retail Group является крупнейшей компанией отрасли по размеру выручки (по аудированным данным за 2008 год).
2. Розничную торговлю можно отнести к цикличным отраслям (в основном, из-за высокой чувствительности к уровню безработицы), что явно проявилось во время текущего кризиса.	2. X5 Retail Group развивает сразу три современных формата торговли (гипермаркеты, супермаркеты и дискаунтеры), занимая большую рыночную нишу.
	3. Самым серьезным конкурентом X5 Retail Group является французская торговая сеть «Ашан», остальные ритейлеры занимают несколько иную рыночную нишу.

2.3. Анализ факторов микроуровня (на примере компании «X5 Retail Group»)

История компании «X5 Retail Group» началась в 1995 году с создания консорциумом Alfa Group торговой сети «Перекресток». Примерно в то же время в Санкт-Петербурге была основана сеть «Пятерочка», которая через несколько лет вышла и на московский рынок. Уже в 2005 году «Пятерочка» провела IPO на Лондонской Фондовой Бирже. Двумя годами позже произошло слияние «Перекрестка» и «Пятерочки» и переименование объединенной компании в X5 Retail Group. В 2008 году компания приобрела сеть гипермаркетов «Карусель», запустила новый формат супермаркетов «Зеленый Перекресток», в 2009 году приобрела сеть универсамов

[42] www.auchan.ru

[43] www.retail.ru

«Патэрсон». За 15 лет существования компания стала лидером отрасли розничной торговли.[44]

Перед непосредственным рассмотрением микроэкономических факторов в рамках описанной ниже схемы (Рисунок 8), стоит отметить, что компания поддерживает высокий уровень информационной прозрачности и открытости, регулярно публикует отчетность по МСФО на своем сайте, проводит конференции и презентации для аналитиков.

Взаимосвязь факторов микроуровня с макроэкономическими и отраслевыми факторами показана ниже.

Рисунок 8. Взаимосвязь совокупности микроэкономических факторов X5 Retail Group и факторов отраслевого и макро- уровней.

В рамках данной схемы выделяются три основных фактора микроуровня – финансовое состояние компании (акцентируется внимание на источниках финансирования деятельности компании), возможность осуществлять инвестиции и модель бизнеса. Кроме того, выделяется ряд прочих факторов, которые, по сути, представляют собой составляющие части бизнес-модели компании. Финансовое состояние компании и возможность осуществлять инвестиции зависят, в основном, от состояния национальной экономики. Модель бизнеса находится в тесной взаимосвязи с отраслевым фактором конкурентоспоспособности компании.

Рассмотрим указанные микроэкономические факторы.

- *Финансовое состояние компании;*

[44] Сайт компании X5 Retail Group, www.x5.ru

Анализ отчетности и ключевых операционных результатов X5 Retail Group, приведенный в Приложении С, показал следующее.

Структура источников финансирования.

Коэффициенты ликвидности компании, рассмотренные в Приложении С, в целом, можно считать нормальными для отрасли розничной торговли (несмотря на то, что они ниже общепринятых уровней). Они демонстрируют то, что у компании большой краткосрочный долг, что является нормальным для отрасли розничной торговли. Наиболее позитивной является ситуация с мгновенной ликвидностью (то есть способностью расплатиться со своими текущими обязательствами имеющимися наиболее ликвидными средствами), что говорит о наличие в компании значительных остатков денежных средств и других ликвидных активов.

Наличие большого долга у компании X5 Retail Group подтверждают и показатели структуры капитала. На протяжении всего рассматриваемого периода снижается финансовая независимость компании и увеличивается финансовый рычаг. В целом, большой долг присущ всем компаниям розничной торговли, поскольку заемные средства позволяют проводить агрессивную политику экспансии торговой сети. На 30 сентября 2009 года совокупный долг X5 Retail Group составил примерно 60, 8 млрд. руб. При этом долг представляет собой полученный синдицированный кредит, рублевые облигации и прочие кредиты банков. Несмотря на то, что финансовый кризис привел к тому, что заемные средства стали менее доступны для реального сектора экономики, X5 Retail Group на протяжении всего рассматриваемого периода удается привлекать заемные средства и направлять их на расширение сети. В то же время, в условиях, когда развития бизнеса напрямую зависит от доступности кредитных ресурсов, возникают повышенные риски, связанные с тем, что изменение общеэкономической ситуации скажется на возможности привлекать заемные средства.

Стоит отметить, что, несмотря на высокий долг, компания имеет стабильно хороший показатель обслуживания долга (показатель покрытия процентов).

Динамика основных показателей.

На протяжении последних 3-ех лет (2007, 2008 и 2009 годов) выручка компании демонстрирует положительную динамику. Так, в 2008 году выручка компании выросла на 53,27%, в 2009 году в связи с глобальным кризисом темп роста замедлился и составил примерно 37,66% за 9 месяцев 2009 года (по сравнению с аналогичным периодом 2008 года)[45]. В то же время данный рост во многом обусловлен расширением бизнеса – открытием новых магазинов, то есть экстенсивным характером развития компания. Чтобы исключить влияние данного фактора, стоит обратиться к специальным (посчитанным менеджерами компании X5 Retail Group) показателям органичного роста (то есть сглаженным данным, без учета влияния расширения бизнеса). Согласно этим данным, выручка за 2009 год увеличилась по сравнению с 2008 годом на 25,14%. Что касается чистой прибыли, в 2009 году чистая прибыль продемонстрировала положительную динамику, увеличившись с 3 494 689 тыс. руб. (за 9 месяцев 2008 года) до 3 697 849 тыс. руб (за 9 месяцев 2009 года), то есть на 5,81%.

Рентабельность бизнеса.

Что касается рентабельности бизнеса, то для ее оценки стоит обратиться, во-первых, к рентабельности продаж (ROS), демонстрирующей долю чистой прибыли в объеме выручки предприятия. В 3, 4 кварталах 2008 года и 1 квартале 2009 года ROS была отрицательной (вследствие убыточности деятельности компании в этих кварталах). Начиная со 2 квартала 2009 года, рентабельность продаж приобрела положительное значение. За 9 месяцев 2009 года ROS составила 1,88%, что является не

[45] По финансовой деятельности имеются данные лишь за 9 месяцев 2009 года.

слишком высоким значением для данного показателя (для сравнения, рентабельность продаж ОАО «Магнит» в 2009 году составила 4,6%.) Причина этого заключается в высоких общехозяйственных, коммерческих и административных расходах, а также расходах на обслуживание долга (процентных платежах). Что касается рентабельности собственного капитала (ROE), характеризующей эффективность использования собственных источников финансирования предприятия и показывающей, сколько денежных единиц чистой прибыли заработала каждая единица, вложенная собственниками компании, то для X5 Retail group она продемонстрировала положительную динамику, начиная с 1-ого полугодия 2009 года, увеличившись к концу девяти месяцев 2009 года на 4,29% (до 7,26%). В то же время, поскольку этот показатель обычно сравнивают с возможным альтернативным вложением средств в акции других предприятий, то стоит отметить, что его значение достаточно низко. Например, ROE для ОАО «Магнит» за 2009 год составила 21,8%. С другой стороны, невысокий уровень ROE для X5 Retail Group объясняется, в первую очередь, значительной величиной собственного капитала, которая имеет место в ситуации, когда компания образована слиянием нескольких торговых сетей.

- *Осуществляемые инвестиции;*

Инвестиционная деятельность для предприятий торговли является крайне важной, поскольку определяет развитие розничной сети, и как следствие, темпы развития бизнеса. X5 Retail Group постоянно расширяет свою торговую сеть, открывая новые магазины всех форматов. Несмотря на то, что во время кризиса в связи с недоступностью финансовых ресурсов темпы открытия новых магазинов снизились, компания все равно продолжала расширять свою сеть. Так, за полный 2009 год число магазинов компании увеличилось на 271 (из них 191 – дискаунтеры, 68 – супермаркеты, 12 – гипермаркеты). Общая торговая площадь увеличилась на

189 тыс. кв. м. Также инвестиции были направлены на расширение площадей складских помещений, которые увеличились на 118 тыс. кв. м.

Кроме того, компания имеет существенные планы по расширению розничной сети в 2010 году. За весь 2010 год планируется открыть около 10 гипермаркетов, 15 супермаркетов и 200-250 дискаунтеров. При этом капитальные затраты составят примерно 18 млрд. руб.[46]

- *Модель построения бизнеса;*

Бизнес модель X5 Retail Group строится на *мультиформатном подходе* и сильных позициях в *операционной деятельности*.

Мультиформатный подход реализуется посредством определения конкретных целевых групп населения и удовлетворение их потребностей в различных форматах магазинов. Так, потребности населения с низким достатком, уделяющего большое внимание ценам покупаемых товаров, удовлетворяются в магазинах -дискаунтерах («Пятерочка») . В дискаунтерах предлагается лучшая цена на рынке на весь ассортимент товаров (в этих магазинах представлены определенные бренды и определенные наименования продукции). Кроме того, дискаунтеры отличаются упрощенным дизайном торговых помещений, эффективным использованием продуктовых полок, а также близким расположением к домам покупателей. Формат супермаркетов (магазины «Перекресток» и «Перекресток зеленый») нацелены на население со средним и высоким достатком, ценящего, в первую очередь, качество и свежесть продукции, а также уровень сервиса. Формат гипермаркетов (магазин «Карусель») отличается широчайшим ассортиментом и невысокими ценами, большим количество промо-акций для постоянных покупателей и нацелен на население, совершающее семейные поездки в магазины по выходным.

---

[46] «Операционные результаты на 2009 год» («Full year 2009 trading update»), сайт компании X5 Retail Group.

Что касается операционной деятельности, X5 Retail Group делает ставку на повышение эффективности взаимодействия с поставщиками (например, установления партнерских отношений с поставщиками, рационализация ассортимента товаров), оптимизацию процессов логистики и складирования продукции. Также компания повышает производительность рабочей силы в магазинах: кассиров – для увеличения скорости обслуживания покупателей и для уменьшения очередей, менеджеров залов и ассистентов – для увеличения качества и скорости обслуживания и пр. Бизнес-модель X5 Retail Group схематично изображена ниже.[47]

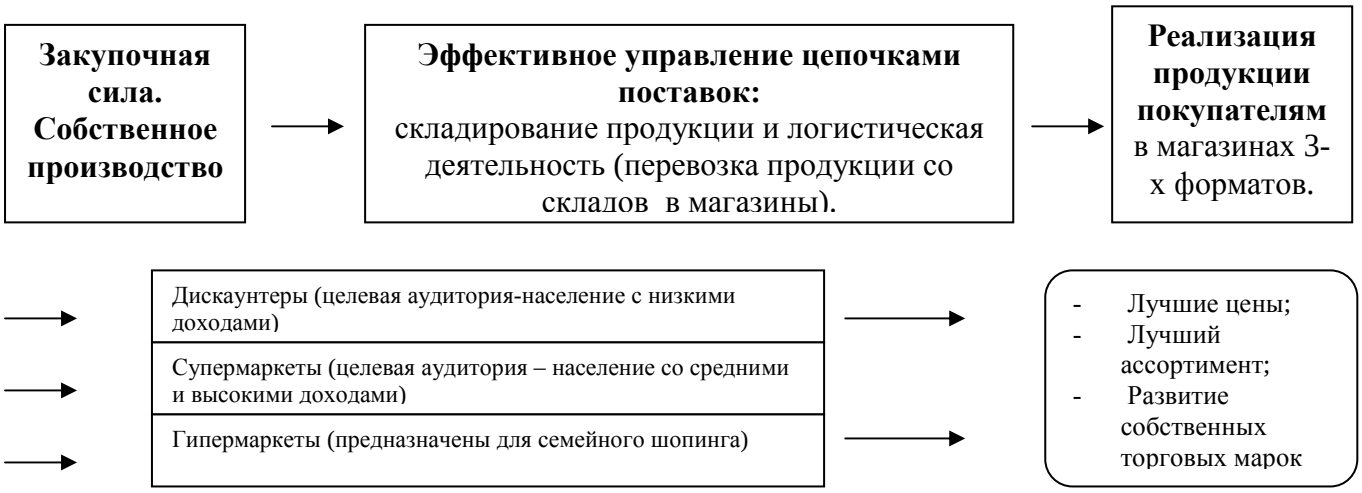


Рисунок 9. Бизнес-модель компании X5 Retail Group.

Составными частями совокупной бизнес-модели компании X5 Retail Group можно считать все рассмотренные ниже факторы.

- *Менеджмент и качество управления предприятием;*

Общее руководство деятельностью X5 Retail Group осуществляет Правление, оно же отвечает за достижение корпоративных целей и задач, реализацию корпоративной стратегии и политики. В состав Правления входят Главный исполнительный директор, Главный финансовый директор и Корпоративный секретарь. Главный исполнительный директор, а также Председатель Правления - Лев Хасис – работает в компании с 1999 года

[47] Сайт X5 Retail Group, презентация «Operational Excellence: Supply Chain Efficiency», 20 октября 2009 г.

(еще в «Перекрестке» до объединения с «Пятерочкой»). Лев Хасис – опытный российский бизнесмен, заслуги которого были отмечены такими наградами как «Бизнесмен года – 2004» и «Человек года – 2003» в номинации «Руководитель розничной компании». Два года подряд он занимал первое место в объединенном рейтинге руководителей предприятий розничной торговли Национальной ассоциации менеджеров и Издательского Дома «Коммерсант». За время работы в X5 Retail Group Лев Хасис добился того, что компания получила контроль над липецкой сетью магазинов «Корзинка» и над сетью «Страна Геркулесия». Также за время его правления компания приобрела сеть гипермаркетов «Карусель», была запущена концепция «Зеленый Перекресток» и открыты первые магазины. Кроме того, в 2009 году X5 Retail Group приобрела сеть универсамов «Патэрсон», открыла первый непродовольственный складской комплекс. За время работы Льва Хасиса компания была неоднократно признана «Компанией года в розничной торговле», возглавляла рейтинг «Лучшая розничная сеть».

Главным финансовым директоров компании и Заместителем Главного исполнительного директора является Евгений Корнилов, назначенный на должность в 2008 году. За время его работы группа ВТБ увеличила кредитный лимит компании до 9 млрд. руб., была установлена договоренность со Сбербанком России о гарантированной кредитной линии. Кроме того, X5 Retail Group полностью погасила облигации «Патэрсона».

Доказательством высокого уровня качества управления компанией являются неоднократные признания топ-менеджеров X5 Retail Group одними из самых профессиональных менеджеров России.

- *Корпоративное управление;*

В компании принята двухуровневая система корпоративного управления, состоящая из Правления и Наблюдательного совета, которые

отчитываются за исполнение своих обязанностей перед Общим собранием акционеров.

Характеристика Правления, осуществляющего общее руководство деятельностью X5 Retail Group, приведена выше (при рассмотрении фактора «*Менеджмент и качество управления предприятием»).* Что касается Наблюдательного совета, то он консультирует Правление и осуществляет надзор за деятельностью компании, защищая интересы акционеров. Кроме того, Наблюдательный совет осуществляет надзор за управлением системами внутреннего контроля и за процессами подготовки финансовой отчетности.

- *Квалификация сотрудников компании;*

Информации, предоставляемой X5 Retail Group на своем интернет-сайте, недостаточно для того, чтобы сделать объективный вывод о квалификации сотрудников компании. В то же время, поскольку итоги многочисленных опросов подтверждают, что магазины «Перекресток», «Пятерочка» и «Карусель» являются наиболее посещаемыми и популярными среди населения, можно сделать вывод о том, что обслуживающий персонал магазинов в полной мере справляется со своими задачами.

- *Рыночная ниша;*

X5 Retail Group, являясь компанией розничной торговли продовольственными и непродовольственными товарами, занимает значительную рыночную нишу за счет того, что, благодаря мультиформатному подходу, удовлетворяет потребностям широких слоев населения. Среди целевой аудитории X5 Retail Group выделяется как население с низкими доходами, для которого основным фактором при выборе магазина являются цены на продукты, так и население со средним и высоким достатком, заинтересованное в высоком уровне обслуживания и разнообразном ассортименте представленной продукции.

- *Партнеры и поставщики компании;*

Благодаря тому, что X5 Retail Group является ведущий компанией отрасли розничной торговли, у нее есть возможность взаимодействовать с партнерами и поставщиками на максимально выгодных условиях.

При выборе поставщиков X5 Retail Group предъявляет к ним ряд обязательных требований, а именно - безусловное и постоянное качество продукции поставщика; востребованность продукции поставщика на рынке; его лидирующее положение по продажам в своей товарной категории; бесперебойное движение товаров и документов поставщика благодаря четко выстроенной логистике и пр.[48]

Среди основных поставщиков компании выделяются производители и дистрибьюторы молочной продукции, консервов и бакалеи, мяса, рыбы, овощей и фруктов, кондитерских изделий, алкогольных и безалкогольных напитков, непродовольственных товаров (хозяйственных принадлежностей, средств гигиены, игрушек и пр.).

При этом в основном поставщиками X5 Retail Group являются крупные компании, в меньшей степени – малые. После кризисных явлений это соотношение укрепилось. В основном, поставщики сконцентрированы в Центральном, Северо-Западном, Волго-Вятском и Уральском регионах.

- *Технологии компании, внедрение инноваций;*

Масштабы бизнеса X5 Retail Group и увеличивающаяся конкуренция требуют от компании внедрение современных информационных технологий. Так, в середине 2008 года компания начала внедрение системы управления торговой деятельностью SAP for Retail.[49] Внедрение SAP является необходимым шагом для поддержания стремительных темпов роста бизнеса, поскольку повышает операционную эффективность деятельности компании.

---

[48] Сайт X5 Retail Group.

[49] www.sap.com (SAP - система автоматизации бизнес-процессов, которая отображают такие внутренние процессы предприятия как бухгалтерский учет, финансовое планирование, производство, управление персоналом и складами).

В начале 2010 г. X5 Retail Group успешно завершила внедрение SAP в Волго-Вятском филиале. В результате 64 магазина начали работать на единой информационной платформе, что позволяет эффективно управлять процессами учета, ценообразования, складирования, расчетов с поставщиками и т.д. Начиная с января 2010 г. компания приступила к внедрению SAP во всех филиалах компании.[50]

Также инновации внедряются и в самих магазинах. Это касается, например, отделов, где требуется взвешивать выбранную продукцию (овощи, фрукты, замороженные изделия). Если раньше эту функцию выполнял обслуживающий персонал, то теперь в некоторых магазинах используются специальные, легкие в обращении весы, что дает возможность высвободить рабочую силу и ввести полное самообслуживание.

- *Структура акционерной собственности;*

Общее количество акций компании в обращении составляет 67 893 218 штук (эквивалент -271 572 872 ГДР, т.к. бумаги обращаются на Лондонской фондовой бирже). На 30 сентября 2009 года[51] большая их часть (47, 9%) принадлежала консорциуму «Альфа Групп» (основателю сети «Перекресток»). Значительная доля акций компании находится в свободном обращении (27%), в результате относительно высокий free float ставит ее в ряд достаточно ликвидных компаний в России. В то же время, free float еще одной розничной компании – ОАО «Магнит» составляет 46,51% (на 31 декабря 2009 года), что значительно лучше характеризует компанию с точки зрения ликвидности ее акций.

Также крупный пакет акций компании X5 Retail Group находится у основателей торговой сети «Пятерочка» (23,1%). Что касается доли

---

[50] Пресс-релизы «X5 начинает внедрение SAP» и «X5 успешно завершила внедрение SAP for Retail в Нижнем Новгороде и приступает к внедрению решения во всех филиалах компании», сайт X5 Retail Group

[51] Последние доступные данные на 05.04.2010.

менеджмента, то она незначительная (всего 1,9%), что говорит о низких рисках возникновения конфликта интересов между менеджерами и акционерами. Структура акционерной собственности приведена в Приложении Р.

- *Дивидендная политика;*

Компания не осуществляет выплату дивидендов, предпочитая реинвестировать прибыль в приобретение и расширение торговых площадей и складских помещений. С точки зрения долгосрочных перспектив компании, такая политика расценивается автором как наиболее рациональная.

- *Наличие санкций и процедур со стороны государства по отношению к компании.*

В настоящее время никаких процедур со стороны государства по отношению к компании не ведется, санкции также не применяются.

Микроэкономические факторы, влияющие на оценку акций X5 Retail Group, систематизированы ниже.

Таблица № 7. Анализ микроэкономических факторов.

Факторы, повышающие стоимость компании	**Факторы, понижающие стоимость компании.**
Финансовое состояние	
1)Положительная динамика выручки и прибыли даже в кризисное время.	1)Сравнительно невысокая рентабельность продаж и рентабельность собственного капитала (что, в целом, является скорее нейтральным фактором).
2)Сохранение способности привлекать заемные средства и направлять их на расширение торговой сети.	
Осуществляемые инвестиции	
1)Постоянное расширение торговой сети, открытие новых магазинов.	
Модель построения бизнеса	
1)Операционная сила (закупочная сила, сила в отношениях с поставщиками, возможность оптимизировать процессы логистики и складирования).	

2)Мультиформатный подход.	
3)Собственное производство.	
Менеджмент и качество управления	
1)Наличие опытных менеджеров, регулярно получающих награды в области управления компанией от различных ассоциаций, и приносящих значительный вклад в развитие компании.	
Рыночная ниша	
1)Благодаря размеру и мультиформатному подходу компания занимает первое место в отрасли.	
Партнеры и поставщики компании	
1)Возможность взаимодействовать с поставщиками на выгодных условиях и выбирать наиболее надежных партнеров и лучших поставщиков.	
Технологии компании	
1)Внедрение современных информационных технологий и технологий управления торговой деятельностью (например, SAP-Retail для Волго-вятского филиала).	
2)Внедрение инноваций в самих магазинах.	
Структура акционерной собственности	
1)Незначительная доля акций у менеджмента.	1)Не слишком высокий free-float, и, как следствие, ликвидность акций (по сравнению с другими компаниями отрасли).
Корпоративное управление	
1)Четко выстроенная система корпоративного управления.	
Дивидендная политика	
1)Рациональная политика в области дивидендов (вместо выплаты дивидендов – реинвестирование в расширение бизнеса).	
Наличие санкций и процедур со стороны государства по отношению к компании	
1)Отсутствие санкций и процедур.	

3. Оценка стоимости акций компаний розничной торговли с применением современных подходов

3.1. Определение справедливой стоимости акций компании «X5 Retail Group» и принятие инвестиционного решения.

После подробного изучения всей совокупности фундаментальных факторов, влияющих на стоимость акций X5 Retail Group, осуществляется непосредственная оценка справедливой стоимости акций. В качестве основного подхода используется доходный подход, метод DCF. В качестве денежного потока используется свободный денежный поток на собственный капитал. Для прогноза финансовых показателей используются все имеющиеся данные компании X5 Retail Group - финансовая отчетность за 2007, 2008 год, а также за три квартала 2009 года

Интеграция всей совокупности изученных факторов в оценку стоимости акций компании осуществляется количественным (при прогнозировании показателей деятельности компании) и экспертным (при расчете ставки дисконтирования) путями.

Прогнозирование основных показателей деятельности компании (выручка и себестоимость) осуществляется через изучение их количественной взаимосвязи (корреляции) с такими рассмотренными факторами, как уровень инфляции, безработица, доходы населения и темпы расширения торговой сети (открытия новых магазинов). Таким образом, используется подход максимальной интеграции фундаментальных факторов в прогнозируемые показатели выручки и себестоимости компании.

Для расчета корреляции между выручкой компании X5 Retail Group и такими показателями как инфляция, безработица, реальные доходы населения и темпы открытия новых магазинов, а также корреляции между себестоимостью и такими показателями, как инфляция и темпы открытия

новых магазинов, использованы исторические данные за 2007, 2008 и 2009 гг. (Таблица 8).

Таблица 8. Исторические данные по основным макроэкономическим и отраслевым показателям и показателям деятельности компании 2007-2009 гг. [52]

	(в % к пред. году)		
	2007	**2008**	**2009**
Инфляция	9,0%	14,1%	11,7%
Безработица	13,2%	4,3%	35,4%
Реальные доходы населения	12,1%	2,9%	0,7%
Количество новых магазинов компании	40,0%	24,0%	25,0%
Выручка	60,10%	53,27%	35,26%
Себестоимость	61,21%	54,73%	37,09%

На основе встроенной функции Microsoft Excel рассчитываются значения корреляции между соответствующими величинами. В Таблице № 9 можно увидеть, что максимальная корреляция существует между выручкой и уровнями безработицы и доходов населения. Что касается себестоимости, она в большей степени зависит от темпов открытия новых розничных магазинов. Затем в зависимости от величины корреляции рассчитывается совокупная чувствительность показателей деятельности компании к изменениям соответствующих факторов (Таблица 9).

Таблица 9. Корреляция между показателями деятельности компании и общеэкономическими и отраслевыми индикаторами.

		Веса[53]	**Совокупный коэффициент (чувствительность)**
Корреляция выручка/инфляция	-0,299	0,05	-0,019
Корреляция	-0,853	0,4	-0,375

[52] Поскольку на начало апреля 2010 года не были опубликованы финансовые результаты деятельности компании за весь 2009 год (а лишь за 9 месяцев), то данный темп роста может быть незначительно скорректирован, однако на результаты расчетов это не повлияет.

[53] Веса присваиваются экспертным путем на основе анализа фундаментальных факторов (гл.2).

		Веса[53]	Совокупный коэффициент (чувствительность)
выручка/безработица			
Корреляция выручка/доходы населения	0,827	0,4	0,364
Корреляция выручка/количество новых магазинов	0,672	0,15	0,111
Корреляция себестоимость/инфляция	-0,292	0,4	-0,053
Корреляция себестоимость/количество новых магазинов	0,667	0,6	0,180

За базу прогнозных значений вышеуказанных факторов (кроме темпов расширения торговой сети) приняты значения из соответствующих прогнозов Министерства экономического развития России. При этом рассмотрены два ключевых сценария развития экономики – позитивный и негативный (Таблицы 10 и 11).

Таблица 10. Прогнозные значения макроэкономических и отраслевых показателей при позитивном сценарии.

Позитивный сценарий						
	(в % к пред. году)					
	2010П	**2011П**	**2012П**	**2013П**	**2014П**	**2015П**
Индекс потребительских цен	6,1%	7,4%	6,9%	7,0%	7,2%	7,5%
Безработица	3,1%	4,8%	6,7%	6,0%	5,6%	5,2%
Реальные доходы населения	3,0%	3,3%	3,7%	4,2%	4,8%	5,5%
Количество новых магазинов компании	30,0%	39,0%	37,1%	33,3%	30,0%	27,0%

Таблица 11. Прогнозные значения макроэкономических и отраслевых показателей при негативном сценарии.

Негативный сценарий						
	(в % к пред. году)					
	2010П	**2011П**	**2012П**	**2013П**	**2014П**	**2015П**
Индекс потребительских цен	6,3%	7,6%	7,1%	7,2%	7,5%	7,7%
Безработица	3,2%	5,0%	7,0%	6,9%	6,5%	6,0%
Реальные доходы населения	2,9%	3,2%	3,6%	4,1%	4,4%	4,8%
Количество новых магазинов компании	25,5%	26,6%	27,2%	24,0%	21,2%	18,7%

На основе прогнозных значений указанных факторов и рассчитанной чувствительности выручки и себестоимости к ним, определяются прогнозные значения показателей деятельности компании до 2015 года при реализации двух сценариев – оптимистичного и пессимистичного. Результаты прогнозирования отображены в Таблице 12.

Таблица 12. Прогноз динамики выручки и себестоимости компании X5 Retail Group .

Позитивный сценарий	**2010П**	**2011П**	**2012П**	**2013П**	**2014П**	**2015П**
Прогнозные темпы выручки	36,36%	37,66%	38,73%	39,83%	40,96%	42,15%
Прогнозные темпы себестоимости	38,97%	40,96%	39,31%	41,79%	44,14%	46,36%
Негативный сценарий	**2010П**	**2011П**	**2012П**	**2013П**	**2014П**	**2015П**
Прогнозные темпы выручки	34,35%	33,31%	32,15%	30,97%	29,83%	28,74%
Прогнозные темпы себестоимости	36,74%	36,43%	36,18%	35,73%	35,11%	34,34%

На основе спрогнозированных темпов роста вычисляются соответствующие значения выручки и себестоимости компании до 2015 года, затем рассчитывается свободный денежный поток на собственный капитал. Кроме того, принято допущение, что в постпрогнозный период темп роста составляет 7% (приблизительно на уровне ожидаемой к концу прогнозного периода инфляции). Данное допущение является стандартным, и оправдано многолетней практикой применения фундаментального анализа.

Прогноз основных показателей деятельности X5 Retail Group для оптимистичного и пессимистичного сценариев приведен в Приложении Т.

Ставка дисконтирования рассчитывается кумулятивным методом, путем прибавления к безрисковой ставке рисков по различным факторам, определенных экспертным путем (величины рисков оцениваются на основе

изученных макро-, микроэкономических и отраслевых факторов). В качестве безрисковой ставки принята ставка по депозитным операциям tom-next[54] Центрального банка РФ. Расчет ставки дисконтирования приведен в Таблице 13.

Таблица 13. Определение ставки дисконтирования кумулятивным методом.

		Верхняя граница риска
Безрисковая ставка	3,0%	
Фактор ключевой фигуры в руководстве, качество руководства компании	0,0%	<=2%
Фактор размера компании	0,0%	
Фактор финансовой структуры (источники финансирования компании)	2,0%	
Фактор товарной территориальной и производственной диверсификации	0,0%	
Фактор диверсификации потребителей (клиентура)	0,0%	
Фактор качества прибыли, рентабельности	2,0%	
Отраслевые риски	2,5%	<=5%
Общеэкономические риски	4,0%	
CAPM	**13,5%**	

Как мы видим из Таблицы 13, наибольшие величины риска присвоены факторам источников финансирования компании (вследствие высокой зависимости предприятия от внешних источников финансирования) и ее прибыльности и рентабельности (в связи с низкими показателями рентабельности), а также отраслевым и общеэкономическим рискам. Наименьшие величины риска присвоены факторам, связанным с моделью бизнеса компании, поскольку исследование показало, что компаниями обладает весьма сильной моделью бизнеса.

В результате использования метода DCF справедливая стоимость одной обыкновенной акции X5 Retail Group составила 4 956 рублей по

[54] Tom next – комбинированная сделка, которая фактически начинается завтра и заканчивается послезавтра.

оптимистичному прогнозу и 4 147 рублей по пессимистичному прогнозу. Поскольку по итогам исследования, проведенного во второй главе, наиболее вероятным автору представляется оптимистичный прогноз развития российской экономики, конечная цена берется на уровне **4713** руб.[55]

Поскольку акции X5 Retail Group обращаются на зарубежной бирже[56] в форме глобальных депозитарных расписок (из расчета 1 акция = 4 ГДР), для принятия инвестиционного решения необходимо определить справедливую стоимость 1 ГДР. Она составляет 1 178,3 руб. (или **39,27** долл. США).

С целью уточнения справедливой стоимости, полученной доходным подходом, автор считает целесообразным применение сравнительного подхода, а именно метода компаний-аналогов.

В качестве аналогов выступают такие компании, как ОАО «Магнит», ОАО «Дикси» и ОАО «Седьмой Континент». Все выбранные компании являются крупнейшими российскими компаниями розничной торговли. Исходя из данных, опубликованных на интернет-сайтах компаний, все они сопоставимы по размерам (количество магазинов, торговых площадей) и по финансовым показателям (объем выручки за год и пр.).

Значения собственного и инвестированного капитала компаний-аналогов, а также величины основных показателей, по которым будут рассчитаны мультипликаторы, приведены в Таблицах 14 и 15.

Таблица 14. Собственный и инвестированный капитал компаний-аналогов X5 Retail Group.

Компания	Количество обыкновенных акций	Средняя цена за день на последний день торговли (ММВБ), руб.	Долг, руб.	Денежные средства, руб.	Собственный капитал, руб.	Инвестированный капитал, руб.
ОАО	88 975	2 450	33 995	12 278 813	217 988	218 010

[55] Для определения конечной цены происходит условное взвешивание результатов, полученных для 2-ух сценариев. Веса распределяются следующим образом: 0,7 – для цены по позитивному прогнозу, и 0,3 – по негативному.

[56] London Stock Exchange

Компания	Количество обыкновенных акций	Средняя цена за день на последний день торговли (ММВБ), руб.	Долг, руб.	Денежные средства, руб.	Собственный капитал, руб.	Инвестированный капитал, руб.
"Магнит"	073		901		928 850	645 938
ОАО "Дикси"	86 000 000	317	15 690 492	1 289 799	27 294 680 000	27 309 080 693
ОАО "Седьмой континент"	10 480 603	272	22 170 937	1 244 258	2 850 724 016	2 871 650 695

Таблица 15. Финансовые показатели компаний-аналогов X5 Retail Group.

Компания	Выручка, руб.	EBITDA, руб.	Прибыль, руб.
ОАО "Магнит"	164 990 923	16 569 215	7 755 203
ОАО "Дикси"	48 325 088	2 532 261	-324 005
ОАО "Седьмой континент"	39 879 907	3 917 039	1 169 875

Для оценки обыкновенных акций были выбраны мультипликаторы, в числителе которых использовался инвестированный капитал компаний-аналогов. Данный выбор числителя объясняется тем, что инвестированный капитал позволяет учесть структуру источников финансирования компаний, то есть соотношение собственного и заемного капитала – как видно из Таблицы 7 финансовый рычаг для всех трех компаний отличается.

В результате расчета были получены следующие значения мультипликаторов (Таблица 16).

Таблица 16. Мультипликаторы для расчета стоимости акций X5 Retail Group.

	ИК/Выручка	ИК/Прибыль	ИК/EBITDA
ОАО "Магнит"	1 321,35	28 111,53	13 157,57
ОАО "Дикси"	565,11	-84 285,99	10 784,47
ОАО "Седьмой континент"	72,01	2 454,66	733,12

Для расчета окончательных величин мультипликаторов компаниям-аналогам были присвоены веса в зависимости от схожести с X5 Retail Group: ОАО "Магнит" – 0,8 (как компании с наиболее похожими объемами выручки и другими финансовыми показателями), ОАО «Седьмой континент» - 0,15 (как крупному игроку отрасли с относительно схожими финансовыми показателями), ОАО «Дикси» - 0,05 (столь низкий вес объясняется наименьшей близостью с X5 Retail Group). В результате средневзвешенные величины мультипликаторов были умножены на соответствующие показатели деятельности X5 Retail Group, и был получен диапазон возможной величины ее инвестированного капитала. Затем из средней величины инвестированного капитала[57] путем вычитания долгосрочной задолженности и прибавления денежных средств был получен собственный капитал. После деления его на количество акций была определена справедливая стоимость одной обыкновенной акции компании, она составила **4 423** рублей (или **36,9** долл. США за 1 ГДР).[58] Данная цена соответствует примерно середине ценового интервала, полученного при использовании метода DCF, что свидетельствует об адекватности полученных результатов.

Поскольку не все подобранные для сравнительной оценки компании являются полными аналогами (вследствие различий в финансовых результатах, географии деятельности и пр.), при расчете окончательной справедливой цены 1 ГДР X5 Retail Group наибольший вес (0,7) присваивается цене, полученной доходным подходом. В результате итоговая внутренняя стоимость одной ГДР компании, по оценкам автора, составляет **38,6** долл. США.

---

[57] Средняя величина инвестированного капитала определяется как средневзвешенная, веса присваиваются в зависисмости от степени важности показателя и его однородности по рассматриваемым компаниям (выручка - 0,7; EBITDA – 0,2, прибыль – 0,1).

[58] Весь расчет представлен в Приложении № 19.

На 10 апреля рыночная цена 1 ГДР X5 Retail Group составила 36,25 долл. США. С учетом этого, потенциал роста цены составляет 6,5%. Рекомендуется **держать** ценные бумаги данной компании до тех пор, пока цена не достигнет уровня 38 руб., а затем продавать.

3.2. Апробация полученных результатов анализа

Апробация на основе сравнения полученных результатов с результатами, полученными исходя из классической схемы фундаментального анализа.

В части оценки стоимости акций классическая схема анализа отличается от проведенной в предыдущем параграфе тем, что не предусматривает четкого алгоритма интеграции совокупности фундаментальных факторов в справедливую стоимость акции. Кроме того, в традиционной схеме не предусматривается сценарный подход к прогнозированию.

С целью осуществления апробации автором была проведена оценка стоимости акции X5 Retail Group традиционным путем (Приложение Ф). Изученные фундаментальные факторы были учтены в оценке экспертным путем. В итоге справедливая стоимость одной акции компании составила 3 960 рублей (33 долл. США за 1 ГДР). Полученная цена отклоняется от оценки, полученной сравнительным подходом, на 12%. Кроме того, данная цена на 9% ниже рыночной цены, а значит, исходя из полученных результатов, инвесторам следует продавать бумаги X5 Retail Group, которые исчерпали потенциал роста. Данная рекомендация отличается от рекомендаций большинства аналитиков инвестиционных банков.

Таким образом, можно сделать вывод, что традиционная схема фундаментального анализа, не предусматривающая четкого алгоритма

интеграции фундаментальных факторов в модель аналитика, не является жизнеспособной в условиях растущего многообразия требующих учета факторов.

Апробация полученных результатов анализа на основе сравнения их с текущими рыночными условиями.

Поскольку акции X5 Retail Group обращаются на Лондонской Фондовой Бирже в форме глобальных депозитарных расписок, для формирования инвестиционного решения необходимо оценивать справедливую стоимость именно ГДР.

По итогам проведенного анализа справедливая стоимость одной глобальной депозитарной расписки X5 Retail Group составляет 38,6 долл. США. X5 Retail Group обладает сильной бизнес-моделью, сильным менеджментом, а также значительной долей рынка и хорошими перспективами, что дает основания оценивать ее акции достаточно высоко. В то же время, рыночная стоимость значительно подорожавших за последнее время бумаг X5 Retail Group практически достигла прогнозируемого уровня (на 10.04.2010 – 36,25 долл. США), что означает наличие незначительного потенциала роста котировок этих бумаг на данный момент и соответствует рекомендации "держать".

С учетом достигнутого уровня рыночной цены рекомендуется отказаться от совершения каких-либо операций с бумагами компании еще и потому, что до конца неясно дальнейшее движение цены. Если мы обратимся к графику цены ГДР X5 Retail Group на Лондонской фондовой бирже, то мы увидим ее положительную динамику, которая весьма сильно коррелирует с динамикой индекса РТС – Потребительские товары и розничная торговля (несмотря на то, что X5 Retail Group в этот индекс не входит) (Приложение X). Обнаруженная высокая корреляция дает возможность участникам фондового рынка предугадывать направление

движения котировок. Это означает, что, смотря на предыдущее закрытие РТС, с большой долей уверенности можно предсказать направление движения бумаг X5 Retail Group. Можно считать, что до тех пор, пока индекс РТС - Потребительские товары и розничная торговля растет, следует держать бумаги X5 Retail Group, в то же время начало падения индекса станет сигналом для продаж бумаг.

Таким образом, проведенная апробация показывает необходимость применения элементов технического анализа с целью уточнения инвестиционных рекомендаций, сформированных по итогам проведения фундаментального анализа.

Апробация полученных результатов на основе сравнения спрогнозированных значений выручки и чистой прибыли с фактическими показателями деятельности компании.

Исследование компании X5 Retail Group и определение справедливой цены на ее акции было проведено в период с 09.03.2010 по 09.04.2010. При этом на 9 апреля все еще не было опубликовано аудированной финансовой отчетности за 2009 год. Все данные (презентация для аналитиков, релиз финансовых результатов и годовой отчет за 2009 год) были опубликованы на сайте компании в середине апреля.

Опубликованные данные продемонстрировали следующее. По выручке и валовой прибыли компания X5 Retail Group показала чуть более низкий результат, чем прогнозировался. При этом сложившиеся уровни этих показателей отклонились от прогнозных значений лишь на 5%. В то же время, наблюдался некий провал (примерно на 20%) по показателю чистой прибыли, который произошел в результате неденежного списания от переоценки активов на сумму 1 470 млн. руб. Примерно на эту сумму чистая прибыль компании за 2009 год отличается от соответствующего прогнозного значения. Кроме того, поскольку списание является неденежным, никакого

негатива со стороны инвесторов данный факт не вызвал. В целом, можно считать, что опубликованные компанией финансовые результаты за 2009 год оправдали сделанные по нему прогнозы.

Апробация полученных результатов анализа на основе сравнения их с прогнозами аналитиков крупных инвестиционных банков.

Аналитики сектора розничной торговли и потребительских товаров ЗАО «ВТБ Капитал» считают, что X5 Retail Group продемонстрировала очень хорошую отчетность за 2009 год, показав значительный рост рентабельности бизнеса и хорошую экономику открытия магазинов. «В плане влияния на котировки акций мы оцениваем финансовые результаты X5 как нейтральные. Инвесторы достаточно позитивно смотрят на X5, как и на «Магнит», но переплачивать за бумагу сейчас никто не будет. Рекомендация на долгосрочный период – держать», - пишут аналитики ЗАО «ВТБ Капитал» в своих прогнозах[59].

Более оптимистичны в прогнозах по X5 Retail Group аналитики ЗАО "ЮниКредит Секьюритиз". По их мнению, интерес инвесторов к компании достаточно высокий, более того, он возрос после опубликования результатов за 2009 год. Поэтому они рекомендуют покупать акции компании (их целевая цена - 41,5 долл. США). Вполне вероятно, что столь высокий уровень справедливой цены, установленный аналитиками ЗАО "ЮниКредит Секьюритиз" (а также аналитиками некоторых других банков, таких как «Тройка Диалог», «Ренессанс Капитал», «Deutsche Bank»), свидетельствует о том, что аналитики этих банков обладают некой дополнительной, закрытой информацией о деятельности компании. Так, в прессе появлялась информация о том, что X5 Retail Group может приобрести аптечную сеть "А5" в 2010 году. Однако более точные данные по указанным планам компании отсутствуют. Вероятно, обладание подобной информацией

[59] www.finam.ru

(которую аналитики крупных банков могут получить при непосредственном общении с менеджментом) значительно влияет на оценки акций компании.

Общий консенсус-прогноз[60] инвестиционных аналитиков по акциям X5 Retail Group в настоящее время составляет 40,5 долл. США за 1 ГДР компании. Целевая цена, полученная в данной работе, несколько ниже консенсус-прогноза, что говорит о более сдержанном взгляде автора на потенциал компании, а также о возможном обладании аналитиками крупнейших банков закрытой, недоступной для остальных участников рынка информации.

Таким образом, проведенная апробация подтверждает жизнеспособность модернизированной схемы фундаментального анализа, оправдывает ее применение и может служить основой для подготовки рекомендаций по практическому применению современных методов фундаментального анализа на российском рынке ценных бумаг.

3.3. Рекомендации по применению современных методов фундаментального анализа на российском рынке ценных бумаг

1. Общая характеристика настоящих рекомендаций.

1.1 Настоящие рекомендации подготовлены по итогам рассмотрения теории и практики применения фундаментального анализа на российском рынке ценных бумаг в современных условиях. Их основными целями являются:

- повышение эффективности применения фундаментального анализа;

---

[60] Консенсус-прогноз определяется следующим образом: все прогнозы выстраиваются в порядке возрастания, если их число нечетное, то выбирается среднее значение, если четное, то берется среднее арифметическое между двумя средними значениями (www.aton.ru).

- повышение точности получаемых результатов фундаментального анализа.

1.2 Настоящие рекомендации ориентированы на применение модифицированной схемы фундаментального анализа, учитывающей специфику современных условий[61]: растущая глобализация, рост количества фундаментальных факторов и волатильность их значений, большая значимость макроэкономических факторов, цикличность развития мировой экономики, повторение финансовых кризисов.

1.3 Настоящие рекомендации ориентированы, в том числе, на специфику формирующихся рынков (низкая информационная прозрачность, повышенные политические риски и пр.).

1.4. Настоящие рекомендации структурированы по основным этапам фундаментального анализа: сбор информации, анализ фундаментальных факторов и интеграция их в оценку, оценка справедливой стоимости акций.

2. Рекомендации по первому этапу анализа (сбору информации).

2.1 Помимо основных информационных источников (статистических ресурсов, информационных баз, интернет-сайтов компаний и пр.) использовать дополнительные - специально подготовленные презентации для инвесторов, релизы конференций с аналитиками и пр.

2.2 Обращаться к аналитическим обзорам крупных инвестиционных банков и к информации, раскрываемой в подобных обзорах.

3. Рекомендации по анализу фундаментальных факторов.

Анализ фундаментальных факторов рекомендуется осуществлять по следующему алгоритму.

3.1 Сформулировать основополагающие условия развития отрасли и исследуемой компании.

---

[61] Указанная схема описана во второй главе данной работы.

3.2 Выявить основные (ведущие) макроэкономические факторы (то есть факторы, оказывающие сильное влияние на развитие отрасли и исследуемой компании). Определить характер влияния основных макроэкономических факторов на отрасль и компанию (для решения этой задачи может использоваться сценарный подход).

3.3 Выявить дополнительные макроэкономические факторы (то есть факторы, оказывающие косвенное влияние на исследуемую компанию посредством воздействия на значения основных факторов). Определить характер влияния дополнительных макроэкономических факторов на основные.

3.4 Выявить основные отраслевые факторы, влияющие на развитие компании (на микроэкономические факторы), и определить характер этого влияния.

3.5 Выявить основные факторы микроуровня, влияющие на стоимость акций компании. Определить характер влияние указанных факторов на стоимость акций.

3.6 Выявить дополнительные микроэкономические факторы, влияющие на основные, и определить характер их влияния.

3.7 С учетом выявленных причинно-следственных связей между всеми блоками факторов и стоимостью акций компании систематизировать их влияние на стоимость акций – определить, повышает или понижает тот или иной фактор стоимость компании.

4. Рекомендации по интеграции результатов анализа фундаментальных факторов в финансовую модель для целей оценки акций.

Для интеграции результатов факторного анализа в оценку стоимости акций компании рекомендуется придерживаться следующего алгоритма.

4.1 По итогам проведения факторного анализа выделить те факторы, которые в значительной степени влияют на ключевые показатели деятельности компании (например, на выручку и себестоимость).

4.2 На основе исторических данных определить корреляцию между отобранными факторами и показателями деятельности компании (на основе встроенных функций Microsoft Excel) и рассчитать степень чувствительности показателей деятельности компании к изменению факторов.

4.3 Определить прогнозные значения факторов. За основу целесообразно взять несколько сценариев экономического развития (как минимум, два – негативный и позитивный) и, соответственно, получить несколько вариантов прогнозных значений факторов.

4.4 С помощью найденной чувствительности и прогнозных значений факторов осуществить прогнозирование ключевых показателей деятельности компании для нескольких сценариев экономического развития.

5. Рекомендации по оценке справедливой стоимости акций компании.

Для расчета итоговой справедливой стоимости компании рекомендуется придерживаться следующего алгоритма.

5.1 С помощью прогнозных значений ключевых показателей деятельности компании осуществить прогноз денежного потока для нескольких вариантов экономического развития.

5.2 Рассчитать ставку дисконтирования кумулятивным способом, используя экспертный способ учета проанализированных фундаментальных факторов. Исходя их эмпирических оценок, каждому фактору присвоить определенную степень риска. Затем суммированием всех значений риска и безрисковой ставки определить искомую ставку дисконтирования.

5.3 На основе прогнозных значений денежного потока для нескольких экономических сценариев и рассчитанной ставки

дисконтирования, используя доходный подход, метод DCF, определить справедливую стоимость акций компании (несколько вариантов справедливой стоимости для различных сценариев). Целесообразным является выявление наиболее вероятного сценария и ориентация на цену, рассчитанную исходя из этого прогноза. Также допускается ориентацию на средневзвешенную цену, рассчитанную исходя из нескольких сценариев, с учетом того, что веса присваиваются с учетом вероятности реализации соответствующих сценариев.

5.4 Рассчитать справедливую стоимость акций компании на основе сравнительного подхода, используя мультипликаторы.

5.5 Конечную цену определить как средневзвешенную результатов, полученных при использовании различных подходов (доходного и сравнительного). Веса присвоить экспертным путем, ориентируясь на то, что чем выше количество допущений и предположений в данном подходе, тем меньшее значение этот подход должен иметь при расчете конечной цены.

Заключение

Исследование, проведенное в данной дипломной работе, базируется на большом количестве актуальных материалов.

В дипломной работе была сформулирована концепция классической схемы фундаментального анализа, был проведен ее структурный анализ (пошагово изучены все ее этапы) и были систематизированы условия ее эффективного применения. Также были определены современные экономические условия, которые влияют на эффективность применения классической схемы фундаментального анализа. Среди современных условий были выделены: растущая глобализация рынков, финансовые кризисы, а также ряд особенностей, характерных для формирующихся рынков (таких, как низкая информационная прозрачность, повышенные политические риски, низкий уровень ликвидности и пр.). На основе выделенных современных условий были выявлены направления модификации классической схемы фундаментального анализа, повышающие эффективность его применения. Были предложены дополнительные методы и инструменты, повышающие результативность каждого этапа классической схемы фундаментального анализа. Например, были предложены новые источники информации, необходимые на этапе ее сбора, предложены варианты изменения системы факторов в кризисное время, выявлен новый инструментарий, способный учесть растущее количество макроэкономических факторов в условиях глобализации и пр.

Сделанные теоретические разработки были апробированы на практике: был проведен полный анализ российской компании отрасли розничной торговли X5 Retail Group. В ходе анализа была исследована вся совокупность фундаментальных факторов, влияющих на внутреннюю стоимость акций компании, а также оценена справедливая цена акций с использованием доходного и сравнительного подходов. На основе полученной целевой цены

и сложившихся рыночных условий были сформированы инвестиционные рекомендации по бумагам компании X5 Retail Group .

Полученные результаты были апробированы по нескольким направлениям с точки зрения ценности для инвесторов. Во-первых, было проведено сравнение полученных результатов с результатами, рассчитанными исходя из традиционной (в части оценки) схемы фундаментального анализа. Данное сравнение продемонстрировало нежизнеспособность традиционной схемы в современных условиях. Во-вторых, результаты прогноза были сравнены с фактически сложившимися на рынке условиями (с фактическими показателями деятельности компании). Данное сравнение показало, что сделанные прогнозы практически полностью оправдались. В-третьих, полученная справедливая стоимость акций X5 Retail Group была сравнена с прогнозами ведущих инвестиционных аналитиков. Кроме того, полученная целевая цена была апробирована путем сравнения ее со сложившейся рыночной ценой. В итоге проведенная апробация продемонстрировала жизнеспособность предложенной схемы фундаментального анализа и послужила основой для разработки рекомендаций по практическому применению фундаментального анализа в современной российской практике.

Предложенные рекомендации нацелены на повышение эффективности применения модифицированной схемы фундаментального анализа и повышение точности получаемых результатов. Рекомендации касаются методики исследования фундаментальных факторов, способов интеграции результатов анализа факторов в модель аналитика и особенностей применения различных подходов к оценке.

Таким образом, основную цель, сформулированную в начале данной работы, - исследовать современную методику проведения фундаментального анализа, а также выявить особенности его применения в российской практике, можно считать достигнутой.

Список использованной литературы

1. Коттл С., Мюррей Р.Ф., Блок Ф.Е. Анализ ценных бумаг Грэма и Додда./ Пер. с англ. Пинскер Б. - М.: Олимп-Бизнес, 2001. - 704 стр.
2. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов. /Пер. с англ. Липинский Д.- М.: Альпина Паблишерз, 2004.- 1344 стр.
3. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний. Оценка и управление./ Пер. с англ. Барышникова Н. - М.: Олимп-Бизнес, 2008. - 576 с.
4. Гитман Л.Д., Джонк М.Д. Основы Инвестирования /Пер. с англ. –М.: Дело, 1999. -1008 стр.
5. Грязнова А.Г., Федотова М.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). - М.: Интерреклама, 2003. - 544 стр.
6. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции/Пер. с англ. Бурениной А.Н. - М.: Инфра-М, 2003. – 5 изд.,1028 стр.
7. Баффет М., Кларк Д. Баффетология./Пер. с англ. Самсонов П. - М.: Попурри, 2006 г. – 416 стр.
8. Мельник М., Герасимова Е., Анализ финансово-хозяйственной деятельности предприятия. – М.: ФОРУМ:ИНФРА-М, 2008 – 192 стр.
9. Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С., Негашев Е.В. Методика финансового анализа. Учебное пособие / М.: ФОРУМ:ИНФРА-М, 2001. – 3 изд., 207 стр.
10. Сливотски А. Миграция ценности. Что будет с вашим бизнесом послезавтра? / Пер. с англ. Шапошникова А. – М: Манн, Иванов и Фербер, 2006, - 432 стр.

11. Damodaran A. Corporate Finance: Theory and Practice, 2nd Edition. - John Wiley & Sons, Inc., 2003. - 1008 p.
12. Brealey R., Myers S., Marcus A. Fundamentals of Corporate Finance, Third edition. - The McGraw - Hill Companies, Inc., 2008. – 1044 p.

13. Криничанский К.В. Типология фундаментальных факторов как основа фундаментального анализа рынка ценных бумаг // База финансовых знаний www.mirkin.ru
14. Жукова Т.В. Фундаментальный анализ // лекции по курсу «Институты финансовых рынков», Финансовая Академия При Правительстве РФ, 2009.
15. Литвинцев И., «Анализ уровня корпоративного управления в отечественных нефтяных компаниях» // Финансовый портал www.cfin.ru.
16. Лейфер Л., Вожик С.. Оценка компании. Анализ различных методов при использовании доходного подхода, 2004 // Портал Приволжского центра финансового консалтинга и оценки www.pcfko.ru.
17. Миркин Я.М., Эскиндаров М.А. Финансовая инфекция. Сценарии кризиса в России и политика противодействия // Российская газета, № 4610 от 13 марта 2008 г.
18. Медина И.С. Характеристика российского рынка ценных бумаг // Лекции по курсу «Государство на рынке ценных бумаг», Финансовая Академия При Правительстве РФ, 2009.
19. Лаева Т. Сценарный анализ как основа стратегического планирования в организации // Менеджмент в России и за рубежом, №2, 2006.
20. Высоцкая Т. Метод реальных опционов в оценке стоимости инвестиционных проектов // Финансовый менеджмент, № 2, 2006.

21. Информационный бюллетень «Обзор экономики регионов России в ноябре», Центр макроэкономических исследований Сбербанка России, 2009.
22. Информационный бюллетень «Обзор мировой экономики: итоги 2009 года и перспективы 2010», Центр Макроэкономических исследований Сбербанка России, 2009.
23. Обзор «Антикризисные программы поддержки экономики: систематизация и предложения для России», Сбербанк России, 2010.
24. Стратегия Банка Москвы «Март 2010. Рост акций скоро возобновится», 2010.
25. Непомнящий А., Мазнева Е. Осторожно: Россия! // Ведомости , № 50 от 23.03.2010.
26. Красноперов М., Соколова В., Чакин В. X5 Retail Group. Lean and Mean // Аналитический обзор ИК «Тройка Диалог»,16 апреля 2010.

27. Интернет-сайт Российской Торговой Системы www.rts.ru.
28. Интернет-сайт Московской Межбанковской Валютной Биржи www.micex.ru.
29. Интернет-сайты компаний розничной торговли (www.x5.ru, www.magnit-info.ru, www.metro-cc.ru, www.auchan.ru).
30. Интернет-сайт Федеральной службы государственный статистики www.gks.ru .
31. Интернет-сайт Министерства промышленности и торговли России www.minprom.gov.ru.
32. Интернет-сайт Министерства экономического развития России www.economy.gov.ru.

33. Информационный портал, посвященный отрасли розничной торговли www.retail.ru
34. Интернет-сайт рейтингового агентства «Топ-эксперт» www.expert-rating.ru.
35. Интернет-сайты инвестиционных компаний (www.finam.ru, www.aton.ru, www.db.com).
36. Интернет-сайт Федеральной резервной системы www.federalreserveonline.org
37. Интернет-сайт Международного Валютного Фонда www.imf.org
38. Интернет-сайт Организации экономического сотрудничества и развития www.oecd.org
39. Интернет-сайт компании «Сургутнефтегаз» www.surgutneftegas.ru

Приложения

Приложение А.

Варианты расчета ставки дисконтирования и построения денежных потоков.

1. Ставка дисконта, рассчитанная *кумулятивным способом*, равна сумме факторов[62]:

1) Безрисковая ставка.

2) Фактор ключевой фигуры в руководстве, качество руководства компании.

3) Фактор размера компании.

4) Фактор финансовой структуры (источники финансирования компании).

5) Фактор товарной территориальной и производственной диверсификации.

6) Фактор диверсификации потребителей (клиентура).

7) Фактор качества прибыли, рентабельности.

8) Прочие риски (общеэкономические, отраслевые).

2. *CAPM*

$k_i = k_{RF} + b_i(k_M - k_{RF}) + S_1 + S_2$,

где:

k_i – ожидаемая доходность;

k_{RF} – безрисковая ставка, равная доходности безрисковых инвестиций (может использоваться доходность по государственным краткосрочным

[62] Грязнова А.Г., Федотова М.А., Оценка стоимости предприятия (бизнеса). - М.: Интерреклама, 2003. -544 с.

облигациям (ГКО), облигациям федерального займа (ОФЗ), доходность 30-летних или 10-летних еврооблигаций Российской Федерации);

(k_M - k_{RF}) – рыночная премия за риск;

b_i – бэта, чувствительность финансового актива к изменениям рыночной доходности;

S_1 – премия для малых предприятий;

S_2 - премия за риск, характерный для конкретной компании.

3. *WACC*

$$WACC = \frac{E}{V} * Re + \frac{D}{V} * Rd * (1 - Tc)$$

Где:

Re - cost of equity (CAPM)

Rd - cost of debt

E - market value of the firm's equity

D - market value of the firm's debt

V = E + D

Tc - corporate tax rate

1. FCFF = EBIT - Tax + Depreciation - Change in fixed capital investments - Change in working capital investments;

FCFE = Net Income + Depreciation - Change in fixed capital investments - Change in working capital investments + Net borrowings.

Где:

Change in fixed capital investments = Change in gross PP&E or Change in net PP&E + Depreciation. Net PP&E + Depreciation = Gross PP&E;

Change in working capital investments = (Change in current assets – Short-term financial investments) – (Change in current liabilities – Short-term borrowings).

Приложение Б.
Метод DCF.

$$PV = \sum_{i=1}^{T} \frac{CFi}{(1+r)^{i-0,5}} + \frac{V_{(term)}}{(1+r)^{T}}$$ +поправки, [63]

где:

CFi – денежный поток доходов рассматриваемого i-го года прогнозного периода, либо выплачиваемый дивиденд;

V(term) – остаточная стоимость;

r – ставка дисконтирования;

T – прогнозный период (как правило, 5-10 лет);

i – порядковый номер рассматриваемого года прогнозного периода;

Остаточной стоимости определяется по формуле Гордона (Gordon Growth Model):

$$V_{(term)} = \frac{CF_n(1+g)}{r-g},$$

где:

CFn – денежный поток доходов за последний год прогнозного периода, либо выплаченный дивиденд;

g –прогнозируемый темп роста денежного потока для бесконечного периода времени.

---

[63] В. Н. Тришин, «О методе дисконтированных денежных потоков и стандартах оценки», 2007 г.

Приложение В.

Основные мировые макроэкономические показатели.

Валовый внутренний продукт					II кв	III кв	IV кв	I кв	II кв	III кв	IV кв
рост год к году, %	2005	2006	2007	2008		2008			2009		
США	2.9	2.8	2.0	1.1	1.6	0.0	-1.9	-3.3	-3.8	-2.6	0.2
Еврозона	1.7	2.9	2.7	0.7	1.4	0.4	-1.8	-5.0	-4.8	-4.0	-2.1
Великобритания	2.1	2.8	3.0	0.7	1.7	0.2	-2.1	-5.2	-5.6	-5.1	-3.3
Япония	1.9	2.0	2.4	-0.6	-0.3	-1.4	-4.1	-8.8	-5.8	-5.2	-0.4
Бразилия	3.2	3.8	5.4	6.0	6.5	7.1	0.8	-2.1	-1.6	-1.2	
Индия	9.5	9.8	9.3	6.3	7.8	7.7	5.8	5.8	6.1	7.9	6.0
Китай	10.4	11.6	13.0	9.0	10.1	9.0	6.8	6.1	7.9	8.9	10.7
Беларусь	9.0	10.0	8.6	10.0	11.2	11.8	7.3	1.1	-0.4	-1.1	1.8
Украина	2.7	7.3	7.6	2.1	6.2	6.4	-8.0	-20.3	-17.8	-15.9	-7.0
Казахстан	9.7	10.7	8.5	3.3	5.4	3.9		-2.2	-2.3	-2.2	
Россия	**6.4**	**7.7**	**8.1**	**5.6**	**7.5**	**6.0**	**1.2**	**-9.8**	**-10.9**	**-8.9**	

Промышленное производство					июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв
рост год к году, %	2005	2006	2007	2008				2009			
США	3.1	2.2	1.7	-1.8	-12.4	-10.0	-5.6	-6.7	-4.9	-2.0	0.9
Еврозона	0.9	3.4	3.0	-2.1	-15.9	-15.1	-12.7	-10.9	-7.1	-4.8	
Великобритания	-1.2	-0.5	-0.0	-3.3	-9.5	-11.9	-10.8	-8.4	-5.7	-3.6	
Япония	1.3	4.3	2.8	-3.2	-22.7	-19.0	-18.4	-15.1	-3.9	5.3	18.2
Бразилия	3.1	2.8	6.0	5.0	-10.0	-7.1	-7.6	-3.1	5.1	18.9	
Индия	8.2	11.5	8.5	2.4	7.2	10.6	9.6	10.3	11.7	16.8	
Китай	15.9	16.6	18.5	12.9	10.8	12.3	13.9	16.1	19.2	18.5	
Беларусь	10.5	11.4	8.7	11.5	-5.8	-7.2	-3.7	-4.6	5.0	6.7	2.5
Украина	3.1	6.2	10.2	-3.1	-26.7	-23.3	-18.4	-6.2	8.6	7.4	11.8
Казахстан	4.6	7.2	5.0	2.0	1.8	2.3	2.8	6.4	10.2	12.1	10.3
Россия	**4.0**	**3.9**	**6.3**	**2.1**	**-10.8**	**-12.6**	**-9.5**	**-11.2**	**1.5**	**2.7**	**7.8**

Безработица					июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв
%, по методу МОТ	2005	2006	2007	2008				2009			
США	5.1	4.6	4.7	5.8	9.4	9.7	9.8	10.1	10.0	10.0	9.7
Еврозона	8.9	8.4	7.5	7.5	9.5	9.6	9.8	9.9	9.9	10.0	9.9
Великобритания	4.9	5.4	5.3	5.7	7.9	7.8	7.8	7.9	7.8	7.8	
Япония	4.4	4.1	3.9	4.0	5.7	5.5	5.3	5.1	5.2	5.1	4.9
Бразилия	8.3	8.4	7.4	6.8	8.0	8.1	7.7	7.5	7.4	6.8	7.2
Индия											
Китай (квартал)	4.2	4.1	4.0	4.0			4.3			4.3	
Беларусь											
Украина (квартал)	7.8	7.4	6.9	6.9			9.4				
Казахстан	8.2	7.8	7.3	6.6	6.5	6.4	6.4	6.4	6.3	6.3	6.4
Россия	**7.8**	**7.2**	**6.1**	**6.4**	**8.3**	**7.8**	**7.6**	**7.7**	**8.1**	**8.2**	**9.2**

Розничные продажи					июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв
рост год к году, %	2005	2006	2007	2008				2009			
США	6.4	5.6	4.0	-2.0	-8.5	-5.5	-6.1	-2.0	2.5	5.5	4.7
Еврозона	2.0	6.2	5.4	4.3	-0.9	-2.6	-3.6	-1.9	-4.0	-1.6	
Великобритания	2.0	4.0	4.0	3.0	2.8	2.1	2.8	3.7	2.6	1.3	
Япония	0.0	0.2	0.5	1.0	-2.4	-1.8	-1.3	-1.0	-1.1	-0.2	2.6
Бразилия	6.9	5.9	9.1	3.1	6.0	4.8	5.1	8.6	8.6	9.1	
Индия											
Китай	12.8	13.7	16.8	21.6	15.2	15.4	15.5	16.2	15.8	17.5	
Беларусь	20.0	17.4	16.5	14.5	2.5	2.5	2.3	2.2	5.1	4.7	7.2
Украина		14.8	29.3	17.9	-20.4	-20.5	-20.7	-20.9	-20.7	-20.6	-5.5
Казахстан		9.4	10.1	6.2	-17.2	-17.8	-11.2	-0.3	-6.1	-1.1	11.8
Россия		**14.1**	**16.1**	**13.5**	**-8.3**	**-9.6**	**-9.7**	**-8.4**	**-6.4**	**-3.6**	**0.3**

Индекс потребительских цен					июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв
рост за 12 мес, %	2005	2006	2007	2008				2009			
США	3.4	3.2	2.9	3.8	-2.1	-1.5	-1.3	-0.2	1.8	2.7	2.6
Еврозона	2.2	1.9	3.1	1.6	-0.7	-0.2	-0.3	-0.1	0.5	0.9	1.0
Великобритания		2.3	2.3	3.6	1.8	1.6	1.1	1.5	1.9	2.9	3.5
Япония		0.3	0.0	1.4	-2.3	-2.2	-2.2	-2.5	-1.9	-1.7	-1.3
Бразилия	5.7	3.1	4.5	5.9	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3	4.6
Индия	5.6	6.7	5.5	9.7	11.9	11.7	11.6	11.5	13.5	15.0	
Китай	1.6	2.8	6.5	1.2	-1.8	-1.2	-0.8	-0.5	0.6	1.9	1.5
Беларусь		6.6	12.1	13.3	12.9	12.5	11.7	11.1	10.0	10.1	6.6
Украина	13.5	9.1	12.8	25.2	15.5	15.3	15.0	14.1	13.6	12.3	11.1
Казахстан	7.5	8.4	18.8	9.5	6.9	6.2	6.0	5.8	5.8	6.2	7.3
Россия	**10.9**	**9.7**	**9.0**	**14.1**	**12.0**	**11.6**	**10.7**	**9.7**	**9.1**	**8.8**	**8.0**

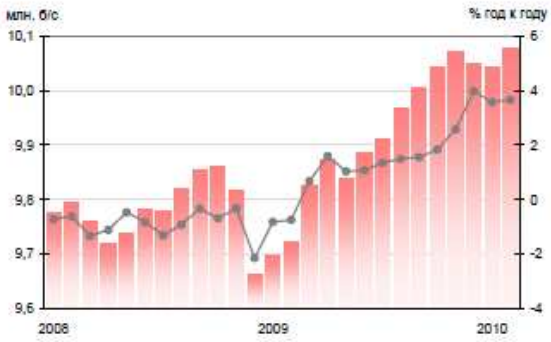
Индекс цен производителей					июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв
рост за 12 мес, %	2005	2006	2007	2008				2009			
США	5.4	1.1	6.2	-0.9	-6.8	-4.3	-4.8	-1.9	2.4	4.4	4.6
Еврозона	4.5	3.8	4.6	1.2	-8.4	-7.5	-7.6	-6.6	-4.4	-2.9	-1.0
Великобритания	1.9	1.7	4.7	4.6	-1.3	-0.3	0.4	1.9	2.9	3.5	3.8
Япония	2.3	1.7	2.7	0.9	-8.5	-8.5	-8.0	-6.8	-5.0	-3.9	-2.1
Бразилия	-1.0	4.3	9.4	9.8	-4.1	-3.3	-3.4	-4.8	-4.6	-4.1	-2.8
Индия (опт)	4.4	5.7	3.8	5.9	-1.7	-0.1	0.7	1.3	4.8	7.3	8.6
Китай	3.2	3.0	5.4	-6.2	-8.2	-7.9	-7.0	-5.8	-2.1	1.7	4.3
Беларусь		9.0	16.8	16.4	11.9	11.0	10.0	9.9	11.0	11.3	7.7
Украина		14.4	23.3	23.0	-3.7	-3.7	1.6	5.1	12.9	14.3	16.3
Казахстан	20.3	18.4	31.9	-18.6	-33.6	-31.1	-22.3	-16.6	8.8	31.0	48.6
Россия	**13.4**	**10.4**	**25.1**	**-7.0**	**-12.3**	**-10.8**	**-5.5**	**-1.8**	**6.5**	**13.9**	**33.1**

Источник: Информационный бюллетень «Обзор мировой экономики в феврале 2009 года: динамика выхода из кризиса», Центр макроэкономических исследований Сбербанка России.

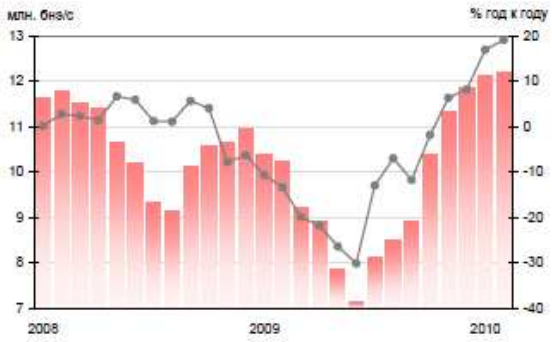
Приложение Г.

Состояние промышленности России.

Среднесуточная добыча нефти в РФ



Среднесуточная добыча газа в РФ



Источники: Reuters, Аналитический департамент Банка Москвы

Индекс грузооборота транспорта с учетом трубопроводного (сезонность устранена)

Грузооборота транспорта с учетом трубопроводного, % год к году

Источники: Росстат, Аналитический департамент Банка Москвы

Приложение Д.

Показатели уровня жизни населения в России.

УРОВЕНЬ ЖИЗНИ НАСЕЛЕНИЯ	2005	2006	2007	2008	2009	Янв. 2010	2010 П	2011 П	2012 П
Денежные доходы на душу населения									
рублей в месяц	8 112	10 196	12 603	14 939	16 846	12 577	18 446	20 660	24 275
% год к году	26.5	25.7	23.6	18.5	12.8	12.5	9.5	12.0	17.5
Реальные расп. доходы населения									
% год к году	12.4	13.5	12.1	1.9	2.3	7.1	2.5	5.5	10.0
Денежные расходы на душу населения									
рублей в месяц			12 106	14 878	16 810	13 821	18 424	20 727	24 251
% год к году				22.9	13.0	1.3	9.6	12.5	17.0
Превышение доходов над расходами			3.9	0.4	0.2	-9.9	0.1	-0.3	0.1
Номинальная заработная плата									
среднегодовая, руб. в месяц	8 555	10 634	13 593	17 290	18 795	19 200	20 393	22 840	26 951
% год к году	26.9	24.3	27.8	27.2	8.7	11.6	8.5	12.0	18.0
среднегодовая, $ в месяц	302	392	532	695	592	643	723	846	1 027
% год к году	29.2	29.7	35.8	30.7	-14.9	22.1	22.2	17.0	21.4
Реальная заработная плата									
% год к году	12.6	13.3	17.2	11.5	-2.8	2.6	1.5	5.5	10.5
Рынок труда									
постоянное население, млн ч.	142.8	142.2	142.0	141.9	141.9	-	141.9	141.9	141.8
изменение за год, тыс. ч.	-721	-533	-212	-105	23	-	-25	-50	-50
экономически активное население, млн ч.	73.8	74.2	75.0	75.8	75.4	74.6	75.5	75.2	75.0
безработные на конец года, млн ч.	5.66	5.13	4.60	5.80	6.17	6.84	5.70	5.20	4.60
безработица на конец года, %	7.7	6.9	6.1	7.7	8.2	9.2	7.5	6.9	6.1
официально зарегистрированные безработные на конец года, млн ч.	1.83	1.74	1.55	1.52	2.15	2.20	2.00	1.80	1.60
безработица (по числу официально зарегистрированных) на конец года, %	2.5	2.3	2.1	2.0	2.8	3.0	2.6	2.4	2.1

Источник: Банк Москвы, март 2010 г.

Приложение Е.

Основные макроэкономические показатели России.

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	2005	2006	2007	2008	2009	Янв. 2010
ВВП						
реальный, % год к году	6.4	7.7	8.1	5.6	-7.9	5.2
индекс-дефлятор, % год к году	19.2	15.5	13.8	18.0	2.7	-
номинальный, млрд руб.	21 625	26 903	33 103	41 256	39 016	2 812
% год к году	26.8	24.4	23.0	24.6	-5.4	12.1
номинальный, $ млрд	764	991	1 296	1 659	1 228	94
% год к году	29.1	29.8	30.7	28.0	-25.9	22.0
на душу населения, $ тыс.	5.4	7.0	9.1	11.7	8.7	0.7
Промышленность, % год к году						
промышленное производство	5.1	6.3	6.3	2.1	-10.8	7.8
обрабатывающая промышленность	7.6	8.3	9.5	3.2	-16.0	7.6
добыча полезных ископаемых	1.4	2.5	1.9	0.2	-1.2	6.9
производство электроэнергии, воды и газа	0.9	4.9	-0.2	1.4	-4.8	8.4
Добыча нефти						
% год к году	2.5	2.2	2.3	-0.7	1.3	3.6
млн т	470	480	491	488	494	42.5
млн баррелей в сутки	9.44	9.65	9.87	9.78	9.93	10.04
Добыча газа						
% год к году	1.1	2.4	-0.5	1.8	-12.4	16.9
млрд куб. м	641	656	653	665	582	64.0
млн б. н. э. в сутки	10.33	10.58	10.53	10.69	9.39	12.14
Розничная торговля						
индекс физического оборота, % год к году	12.8	14.1	16.1	13.5	-5.5	0.3
млрд руб.	7 042	8 712	10 869	13 920	14 517	1 185
% год к году	24.8	23.7	24.8	28.1	4.3	7.9
% к ВВП	32.6	32.4	32.8	33.7	37.2	42.1
Инвестиции в основной капитал						
индекс физического объема, % год к году	10.9	16.7	22.7	9.8	-16.2	-8.7
млрд руб.	3 611	4 730	6 716	8 765	7 930	319
% год к году	26.0	31.0	42.0	30.5	-9.5	-9.3
% к ВВП	16.7	17.6	20.3	21.2	20.3	11.4
Строительство						
объем строительных работ						
% год к году в реальном выражении	13.2	18.1	18.2	12.8	-16.0	-10.6
млрд руб.	1 754	2 351	3 293	4 528	3 869	169.3
% год к году в ном. выражении	33.6	34.0	40.1	37.5	-14.6	-11.1
% к ВВП	8.1	8.7	9.9	11.0	9.9	6.0
жилищное строительство						
введено жилья, тыс. штук квартир	515	609	721	768	701	35.1
введено жилья, млн кв. м	43.6	50.6	61.0	63.8	59.8	3.1
% год к году	6.1	16.1	20.6	4.6	-6.7	-0.1
средний размер квартиры, кв. м	84.6	83.0	84.6	83.1	85.2	88.3
ввод жилья в расчете на человека, кв. м	0.31	0.36	0.43	0.45	0.42	0.02
Сельское хозяйство						
% год к году	2.3	3.6	3.4	10.8	1.2	3.2
Грузооборот транспорта						
млрд т-км	4 675	4 800	4 915	4 948	4 442	388
% год к году	2.6	2.7	2.4	0.7	-10.2	11.3

Источник: Банк Москвы, март 2010 г.

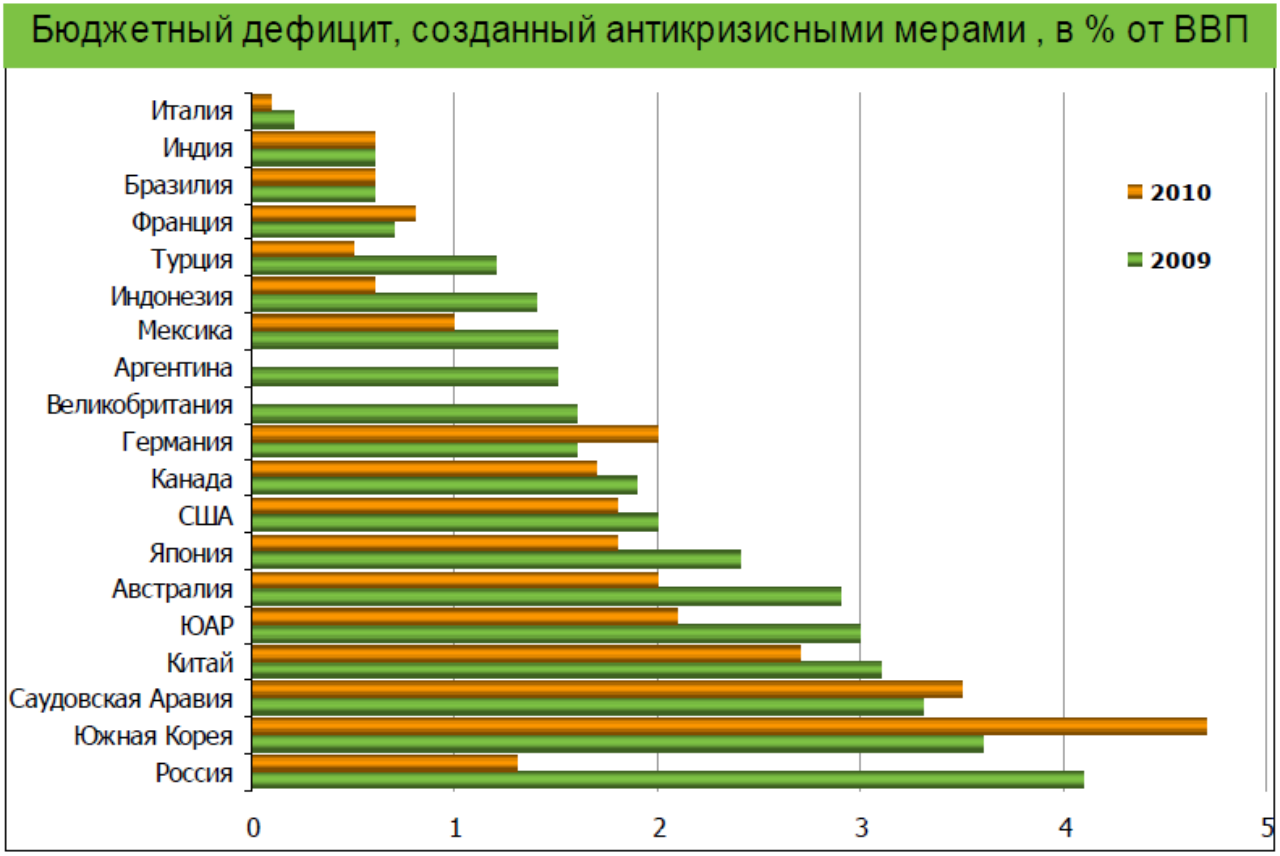
Приложение Ж.

Инвестиции (Россия), 2009 год.

Источник: Информационный бюллетень «Обзор экономики регионов России в ноябре», Центр макроэкономических исследований Сбербанка России.

Приложение 3.

Бюджетный дефицит различных стран, 2009 – 2010 (Прогноз).



Источник: Информационный бюллетень «Обзор мировой экономики: итоги 2009 года и перспективы 2010», Центр макроэкономических исследований Сбербанка России, 2009 г.

Приложение И.

Примеры антикризисных мер.

		США	Другие страны
Поддержка потребительского спроса	Ипотека	• Покупка ипотечных ценных бумаг у Fraddie Mae, Fannie Mac, Federal Home Loan Banks (до 200 млрд. долл.); • Программа доступного жилья (MHA) в рамках общего пакета: рефинансирование и реструктуризация закладных (75 млрд. долл.); • Создано агентство по финансовой защите потребителей (CFPA)	Великобритания: поддержка ипотечных заемщиков: возможность переносить до 70% выплат на срок до двух лет, снижение ставок по ипотеке Канада: выкуп ипотечных ценных бумаг на 120 млрд. долл., Вентрия: предоставление кредитов на покрытие части ежемесячных выплат по ипотеке в течение двух лет Япония: финансирование ипотеки через корпорацию жилищного кредитования
	Налоговые льготы	• Снижение налогов на труд в США составляет 14% от всего фискального пакета • Снижение налогов для семей более 6 млн детей и увеличение кредита для семей 10 миллионов детей • Налоговые вычеты на покупку жилья. Действие программы продлено с 30 ноября 2009 до 30 апреля 2010	• В 2009 доля снижения налогов на труд в странах Б20 составила в среднем 10.3% от всего фискального пакета, снижения налогов на потребление - 10.6% Германия: повышение той доли заработной платы в расчете на каждого члена семьи, с которой не взимается подоходный налог до 2004 евро в год + начальная ставка налогообложения граждан снижена с 15 до 14 процентов
	Cash-for-clunkers	• Бонусы при покупке нового автомобиля (3500-4500 долл., всего 3 млрд. долл.) • По оценкам вклад в рост ВВП в 3 кв составил 0.3-0.4пп • Программы сохранила 42 тыс. рабочих мест	Европа: • бонус составлял в среднем 1500-2500 евро • Во втором квартале благодаря действию программы объем продаж в Европе упал всего на 5,6%кк (после падения на 17.4% кк в первом квартале) • В июне продажи машин по всей Европе выросли впервые за 14 месяцев (2.4%)
	Политика на рынке труда	• В рамках Recovery Act около 4 млрд. долл. вложено в проведение тренингов для рабочей силы и развитие рекрутинговых услуг • Создание рабочих мест - одно из приоритетных направлений политики на 2010	Германия, Франция, Швейцария, Голландия: программы "частичной безработицы" - работники работают меньшее время (назначенное предприятием), но за "недоработанные" часы получают пособие от государства
	Социальная политика	• 82.5 млрд. долл. • Расширение медицинской программы COBRA для безработных • Единовременные выплаты в размере $300 получателям социальных пособий, а также ветеранам • Рост пособия по безработице на $25 в неделю до 31.12.2009 и проведение тренингов (всего на 47 млрд. долл.) • Рост продовольственных талонов на 12% до 2011 года (20 млрд. долл.)	Италия: единовременная материальная помощь - бонус семьям с низким доходом Австралия: единовременные выплаты: • Налоговый бонус около 600 $ США каждому, чей годовой доход не превышает 62 тыс. $ (8,7 млн. граждан) • Пособие малоимущим семьям около 600 $ США (1,5 млн. семей) • Пособие школьникам около 600 $ США (2,8 млн. учащихся) • Пособие фермерам, пострадавшим от засухи 600 $ США
Поддержка малого и среднего бизнеса	Поддержка кредитования	• TALF (покупка активов, обеспеченных определенными видами займов) • Увеличение гарантий по определенным видам займов и снижение тарифов на их использование • Увеличение макс лимита одного из наиболее распространенных видов кредитов (до 5 млн. долл.)	Германия: увеличение кредитования через банк KfW и предоставления гарантий по кредитам Китай: стимулирование открытий подразделений банков, работающих с МиСБ, повышен допустимый уровень «плохих» долгов для кредитов МиСБ, фонды по предоставлению гарантий
	Другие программы	• Снижение налогов • Обязательное заключение государственных контрактов с предприятиями малого бизнеса (к середине ноября >25% средств в рамках программ поддержки направлены на контракты с малым бизнесом)	Франция, Германия, Бельгия, Великобритание: Утверждение специальной должности (агентства) « Кредитного посредника» для способствования компаниям малого бизнесав получении кредита Великобритания: снижение НДС на 2.5%, помощь в виде гарантий по кредитам компаниям, штат которых не превышает 250 человек (30 млрд. долл.)
Зеленые инвестиции и инфраструктура		• 80.9 млрд. долл. Удвоение мощностей по добыче возобновляемой энергии за 3 года, для обеспечения энергией 6 млн домов • Предоставление $100 млрд для финансирования частных программ по очистке энергии • Прокладка более 3000 миль электрических трансмиссий и ввод в действие 40 млн м "smart" utility для контроля потребления энергии в домах	• 430 млрд. долл. заявлены в качестве государственных инвестиций стран Б20, связанных с программами по борьбе с изменениями климата, что составляет 16% от программ фискального стимулирования Германия: Финансирование инфраструктурных проектов (строительство дорог, школ, больниц) на сумму 23 млрд. долл. Китай: улучшение инфраструктуры (автомобильных и жд дорог, аэропортов, электрических сетей), $283.7 млрд

Источник: Обзор «Антикризисные программы поддержки экономики: систематизация и предложения для России», Сбербанк России, февраль 2010 г.

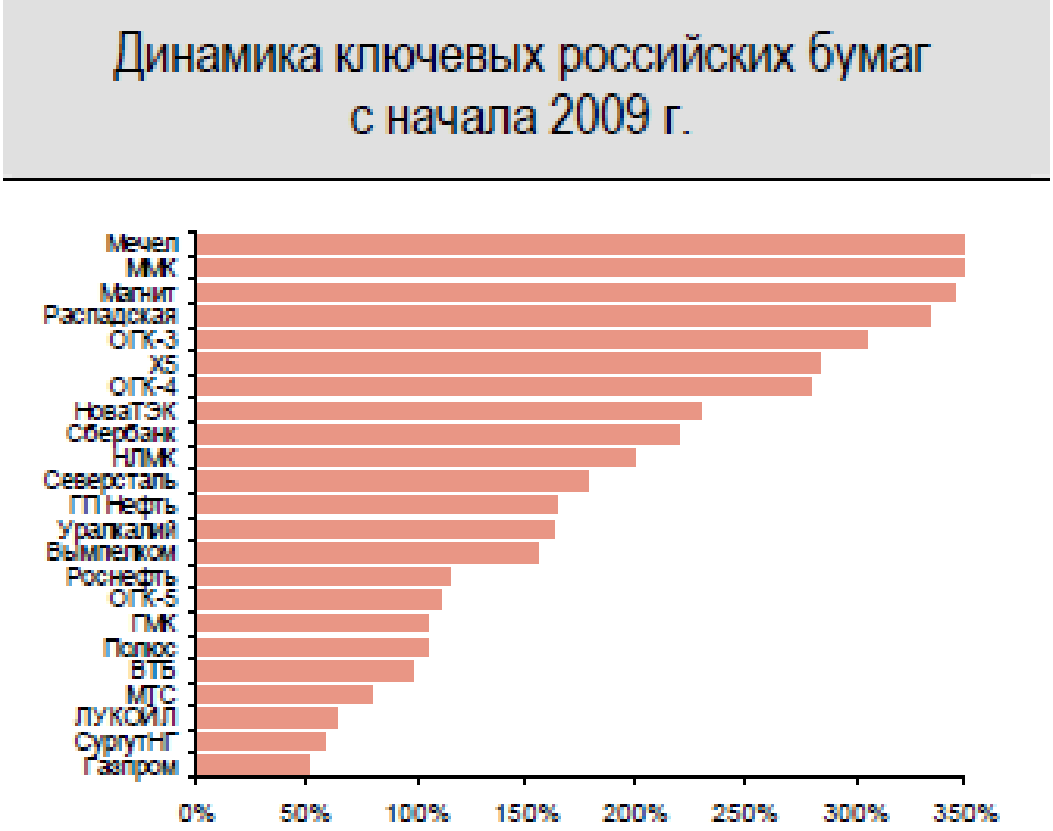
Приложение К.

Состояние мировых фондовых рынков, 2008 – 2010.

Источник: Информационный бюллетень «Обзор мировой экономики: итоги 2009 года и перспективы 2010», Центр макроэкономических исследований Сбербанка России, 2009 г.

Приложение Л.

Динамика российских акций.



Источники: Банк Москвы, «Стратегия 2010», декабрь 2009.

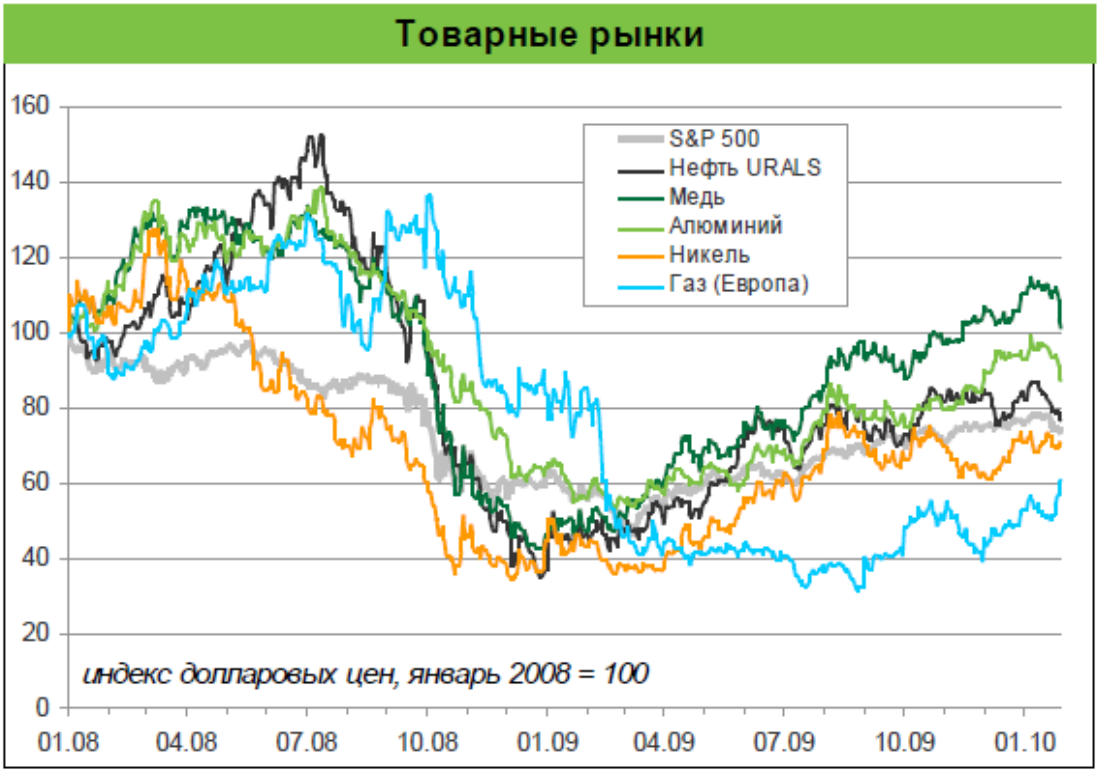
Приложение М.

Динамика показателя P/E индекса РТС.

Источник: Банк Москвы, «Стратегия 2010», декабрь 2009.

Приложение Н.

Состояние мирового товарного рынка,2008-2010 гг.



Источник: Информационный бюллетень «Обзор мировой экономики: итоги 2009 года и перспективы 2010», Центр макроэкономических исследований Сбербанка России, 2009 г.

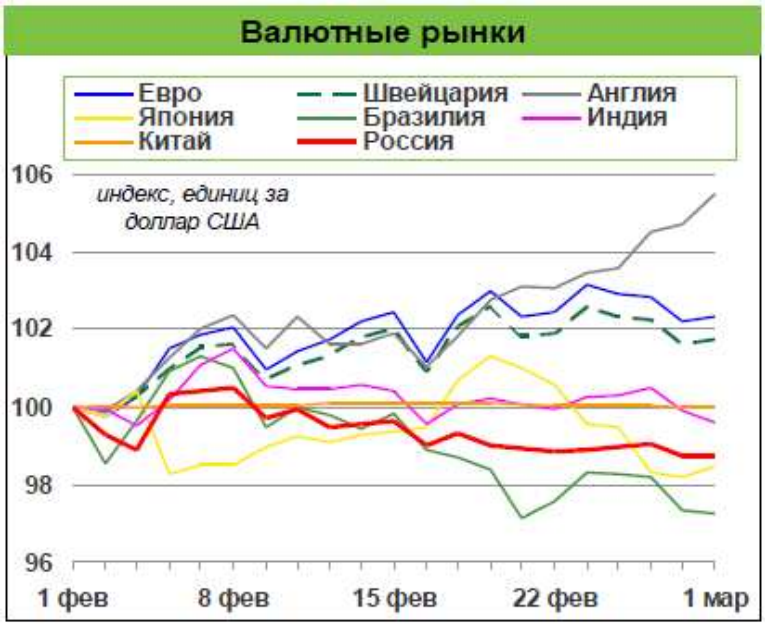
Приложение О.

Динамика основных валют.

Динамика основных валют (январь 2008 – январь 2010 гг.).

Источник: Информационный бюллетень «Обзор мировой экономики: итоги 2009 года и перспективы 2010», Центр макроэкономических исследований Сбербанка России, 2009 г.

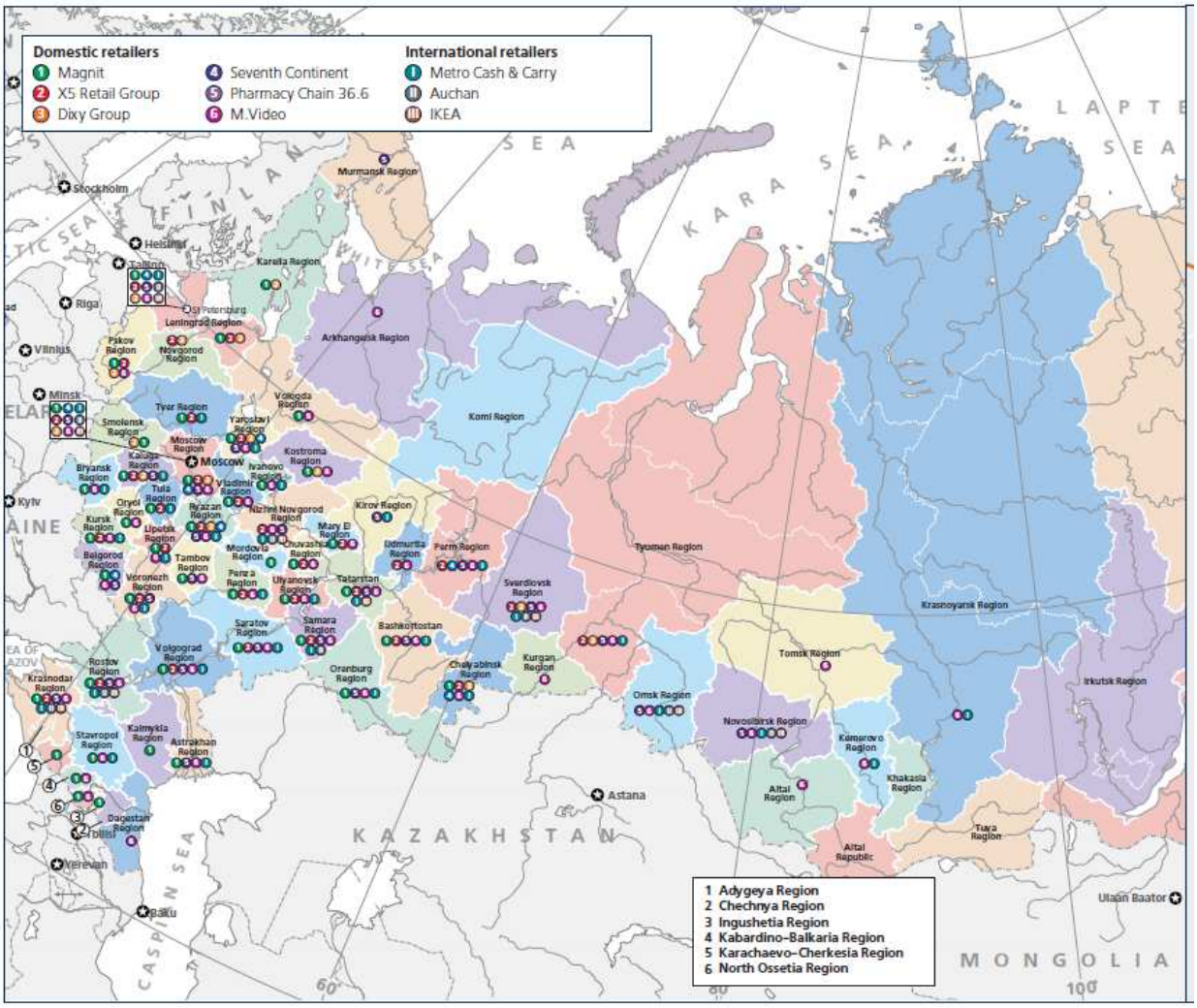
Динамика основных валют (февраль 2010 г.).



Источник: Информационный бюллетень «Обзор мировой экономики в феврале 2009 года: динамика выхода из кризиса», Центр макроэкономических исследований Сбербанка России.

Приложение П.

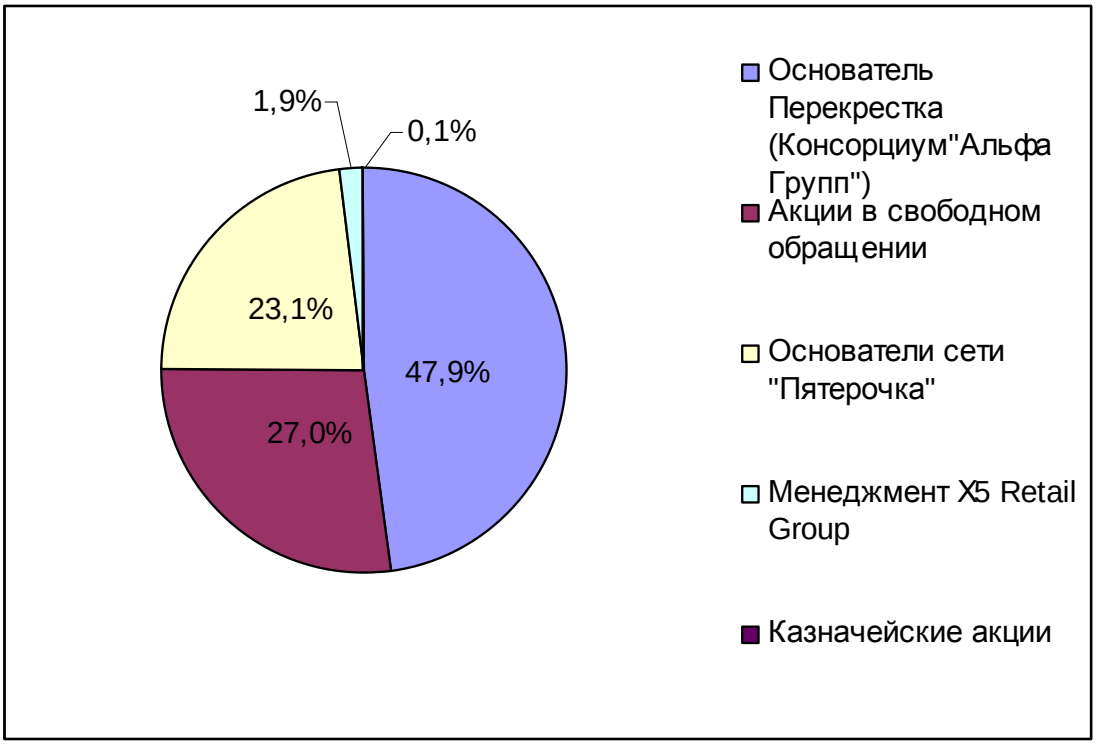
Насыщенность регионов России основными ритейлерами.



Источник: Аналитические материалы ИК «Тройка Диалог»: «Russian retail», 2 марта 2010 г.

Приложение Р.

Структура акционерного капитала X5 Retail Group на 30 сентября 2009 года.



Источник: сайт X5 Retail Group (www. x5.ru)

Приложение С.

Анализ финансового состояния X5 Retail Group.

	2007	1Q2008	2Q2008	1H2008	3Q2008	9M2008	4Q2008	2008	1Q2009	2Q2009	1H2009	3Q2009	9M2009	4Q2009	2009
Финансовые показатели, тыс руб.															
БАЛАНС															
АКТИВЫ	**160 768 012**	**161 883 742**	**220 862 865**	**220 862 865**	**222 301 798**	**222 301 798**	**166 014 038**	**166 014 038**	**162 085 654**	**162 330 997**	**162 330 997**	**167 987 510**	**167 987 510**	**-**	**-**
Внеоборотные активы	**139 629 488**	**142 361 091**	**184 886 029**	**184 886 029**	**191 690 815**	**191 690 815**	**129 506 130**	**129 506 130**	**130 166 323**	**129 748 867**	**129 748 867**	**129 086 751**	**129 086 751**	**-**	**-**
Основные средства (здания оборудование)	48 860 635	54 918 332	83 879 364	83 879 364	90 248 129	90 248 129	89 341 184	89 341 184	90 671 323	88 449 731	88 449 731	88 269 902	88 269 902	-	-
Инвестиции	3 166 607	n/a	3 110 532	3 110 532	2 997 707	2 997 707	3 692 911	3 692 911	3 657 257	3 619 830	3 619 830	3 581 453	3 581 453	-	-
Репутация	72 549 362	72 416 290	81 576 115	81 576 115	81 564 782	81 564 782	16 242 161	16 242 161	13 966 786	16 831 826	16 831 826	16 831 831	16 831 831	-	-
Нематериальные активы	12 868 247	12 623 174	12 890 396	12 890 396	12 695 253	12 695 253	14 666 343	14 666 343	14 846 237	14 634 082	14 634 082	14 531 313	14 531 313	-	-
Оплаченные лизинговые платежи	1 346 261	n/a	1 682 616	1 682 616	2 278 488	2 278 488	2 370 323	2 370 323	2 629 882	2 649 702	2 649 702	2 571 108	2 571 108	-	-
Инвестиции в дочерние компании	0	n/a	118 248	118 248	118 229	118 229	295 391	295 391	201 972	212 743	212 743	211 969	211 969	-	-
Прочие внеоборотные активы	62 200	n/a	66 361	66 361	62 535	62 535	71 864	71 864	55 374	37 267	37 267	43 393	43 393	-	-
Отложенные налоговые активы	776 175	n/a	1 562 397	1 562 397	1 725 692	1 725 692	2 825 954	2 825 954	4 137 492	3 313 685	3 313 685	3 045 782	3 045 782	-	-
Оборотные активы	**21 138 525**	**19 522 651**	**35 976 836**	**35 976 836**	**30 610 982**	**30 610 982**	**36 507 909**	**36 507 909**	**31 919 331**	**32 582 130**	**32 582 130**	**38 900 759**	**38 900 759**	**-**	**-**
Запасы товаров для перепродажи	7 983 406	6 673 727	9 255 922	9 255 922	9 790 604	9 790 604	14 006 871	14 006 871	14 261 138	13 747 781	13 747 781	14 699 167	14 699 167	-	-
Производные финансовые активы	36 819	n/a	302 763	302 763	168 015	168 015	22 476	22 476	76 190	20 839	20 839	2 889	2 889	-	-
Выданные ссуды	3 559	n/a	25 076	25 076	11 437	11 437	10 283	10 283	53 129	29 695	29 695	24 495	24 495	-	-
Текущая часть оплаченных лизинговых платежей	141 533	n/a	250 313	250 313	221 461	221 461	298 329	298 329	319 998	377 706	377 706	375 791	375 791	-	-
Авансы выданные и прочая дебиторская задолженность	3 648 694	n/a	10 140 262	10 140 262	5 870 394	5 870 394	5 213 905	5 213 905	5 366 226	5 530 109	5 530 109	8 011 657	8 011 657	-	-

	2007	1Q2008	2Q2008	1H2008	3Q2008	9M2008	4Q2008	2008	1Q2009	2Q2009	1H2009	3Q2009	9M2009	4Q2009	2009
Текущие налог на прибыль к получению	113 600	n/a	803 858	803 858	1 840 740	1 840 740	1 788 267	1 788 267	1 939 308	2 230 849	2 230 849	1 629 643	1 629 643	-	-
НДС и прочие возмещаемые налоги	4 804 968	n/a	6 355 685	6 355 685	7 047 230	7 047 230	7 034 197	7 034 197	7 125 433	6 112 361	6 112 361	5 827 866	5 827 866	-	-
Денежные средства и их эквиваленты	4 405 945	3 442 684	8 842 956	8 842 956	5 661 101	5 661 101	8 133 582	8 133 582	2 777 908	4 532 790	4 532 790	8 329 250	8 329 250	-	-
КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	**160 768 012**	**161 886 094**	**220 862 865**	**220 862 865**	**222 301 798**	**222 301 798**	**166 014 038**	**166 014 038**	**162 085 654**	**162 330 997**	**162 330 997**	**167 987 510**	**167 987 510**	**-**	**-**
Капитал	**79 619 699**	**81 714 358**	**116 429 276**	**116 429 276**	**115 773 199**	**115 773 199**	**48 137 817**	**48 137 817**	**45 310 849**	**49 741 567**	**49 741 567**	**52 147 917**	**52 147 917**	**-**	**-**
Акционерный капитал	1 739 908	n/a	2 201 045	2 201 045	2 366 118	2 366 118	2 753 296	2 753 296	3 187 464	2 932 286	2 932 286	2 820 000	2 820 000	-	-
Эмиссионный доход	71 094 509	n/a	99 723 761	99 723 761	107 130 700	107 130 700	60 204 670	60 204 670	69 698 355	64 118 535	64 118 535	61 663 251	61 663 251	-	-
Резерв по курсовым разницам	7 220 731	n/a	10 871 145	10 871 145	2 895 863	2 895 863	-15 283 214	-15 283 214	-25 362 874	-19 355 584	-19 355 584	-16 546 979	-16 546 979	-	-
Нераспределенная прибыль	-440 850	n/a	3 348 530	3 348 530	3 231 817	3 231 817	997 200	997 200	-1 639 242	2 571 852	2 571 852	4 667 782	4 667 782	-	-
Резерв на возможные убытки	0	n/a	284 795	284 795	148 701	148 701	-534 136	-534 136	-572 854	-525 522	-525 522	-456 138	-456 138	-	-
Долгосрочные обязательства	**42 359 746**	**41 131 136**	**47 685 712**	**47 685 712**	**48 699 069**	**48 699 069**	**51 012 190**	**51 012 190**	**56 164 151**	**60 104 384**	**60 104 384**	**48 520 122**	**48 520 122**	**-**	**-**
Долгосрочные заимствования	35 952 426	n/a	37 657 153	37 657 153	39 416 523	39 416 523	43 511 432	43 511 432	48 407 463	52 891 509	52 891 509	41 579 326	41 579 326	-	-
Платежи по долгосрочному финансовому лизингу подлежащие оплате	31 419	n/a	34 459	34 459	8 205	8 205	54 148	54 148	65 816	164 337	164 337	150 311	150 311	-	-
Отложенные налоговые обязательства	5 236 244	n/a	8 669 677	8 669 677	8 492 939	8 492 939	6 443 357	6 443 357	6 606 117	6 040 268	6 040 268	5 976 702	5 976 702	-	-
Долгосрочный отложенный доход	79 063	n/a	119 187	119 187	139 865	139 865	102 303	102 303	106 054	63 864	63 864	60 034	60 034	-	-
Обязательства по выплатам по акциям	1 060 592	n/a	1 205 236	1 205 236	641 536	641 536	900 950	900 950	978 702	944 407	944 407	753 749	753 749	-	-
Текущие обязательства	**38 788 568**	**39 040 599**	**56 747 877**	**56 747 877**	**57 829 530**	**57 829 530**	**66 864 032**	**66 864 032**	**60 610 654**	**52 485 046**	**52 485 046**	**67 319 471**	**67 319 471**	-	**-**
Кредиторская задолженность	23 848 352	n/a	26 590 046	26 590 046	26 959 343	26 959 343	34 558 666	34 558 666	29 160 810	27 837 442	27 837 442	30 815 346	30 815 346	-	-

	2007	1Q2008	2Q2008	1H2008	3Q2008	9M2008	4Q2008	2008	1Q2009	2Q2009	1H2009	3Q2009	9M2009	4Q2009	2009
Краткосрочные займы	6 228 181	n/a	16 717 619	16 717 619	17 823 529	17 823 529	16 994 593	16 994 593	14 990 046	8 513 648	8 513 648	19 174 780	19 174 780	-	-
Обязательства по выплатам по акциям	58 641	n/a	58 643	58 643	375 793	375 793	213 184	213 184	240 271	405 993	405 993	1 337 327	1 337 327	-	-
Обязательства по производным финансовым инструментам	0	n/a	61 059	61 059	0	0	534 136	534 136	572 888	525 522	525 522	456 138	456 138	-	-
Платежи по краткосрочному финансовому лизингу подлежащие оплате	55 965	n/a	41 590	41 590	53 346	53 346	64 549	64 549	54 523	89 146	89 146	74 418	74 418	-	-
Накопленные проценты	67 821	n/a	637 452	637 452	309 218	309 218	267 038	267 038	398 977	549 147	549 147	724 169	724 169	-	-
Краткосрочный отложенный доход	121 332	n/a	121 110	121 110	141 557	141 557	143 141	143 141	106 224	119 592	119 592	140 200	140 200	-	-
Текущий налог на прибыль к оплате	817 462	n/a	366 168	366 168	211 843	211 843	613 668	613 668	598 126	331 271	331 271	379 974	379 974	-	-
Прочие обязательства	7 590 814	n/a	12 154 189	12 154 189	11 954 903	11 954 903	13 475 056	13 475 056	14 488 790	14 113 285	14 113 285	14 217 120	14 217 120	-	-
ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ															
Выручка	**136 043 242**	**43 323 047**	**46 796 616**	**90 119 663**	**53 149 933**	**143 269 596**	**65 248 081**	**208 517 677**	**63 325 350**	**67 980 801**	**131 306 151**	**65 912 126**	**197 218 276**	**-**	**-**
Себестоимость продаж	-100 144 726	-32 206 751	-34 507 409	-66 714 160	-39 589 592	-106 303 752	-48 646 755	-154 950 507	-47 784 223	-51 210 526	-98 994 749	-50 185 149	-149 179 899	-	-
Валовая прибыль	**35 898 516**	**11 116 296**	**12 289 207**	**23 405 503**	**13 560 341**	**36 965 844**	**16 601 327**	**53 567 170**	**15 541 126**	**16 770 275**	**32 311 402**	**15 726 976**	**48 038 378**	**-**	**-**
Коммерческие административные и общехозяйственные издержки	-29 023 126	-8 701 140	-9 697 728	-18 398 868	-11 081 195	-29 480 063	-12 870 666	-42 350 729	-12 413 872	-13 306 328	-25 720 200	-13 067 871	-38 788 071	-	-
Поступления от лизинга и пр. поступления	1 739 578	471 517	590 159	1 061 677	610 581	1 672 258	686 046	2 358 304	839 181	692 719	1 531 899	708 817	2 240 716	-	-
Операционная прибыль	**8 614 968**	**2 886 673**	**3 181 638**	**6 068 311**	**3 089 727**	**9 158 038**	**4 416 707**	**13 574 745**	**3 966 435**	**4 156 666**	**8 123 101**	**3 367 922**	**11 491 023**	**-**	**-**
Затраты по финансовой деятельности:	-3 401 296	-799 197	-773 670	-1 572 867	-1 061 251	-2 634 118	-1 350 265	-3 984 383	-1 240 895	-1 314 887	-2 555 782	-1 234 483	-3 790 265	-	-

	2007	1Q2008	2Q2008	1H2008	3Q2008	9M2008	4Q2008	2008	1Q2009	2Q2009	1H2009	3Q2009	9M2009	4Q2009	2009
процентные платежи	-2 601 824	-759 168	-736 689	-1 495 857	-980 411	-2 476 268	-1 275 518	-3 751 786	-1 185 741	-1 204 988	-2 390 730	-1 179 450	-3 570 179	-	-
процентные поступления	184 871	28 336	169 782	198 117	-19 731	178 386	76 055	254 441	28 255	19 739	47 994	38 329	86 323	-	-
прочие чистые финансовые затраты	-799 472	-40 029	-36 981	-77 010	-56 600	-133 610	-97 065	-230 675	-39 313	-124 936	-164 249	-55 033	-219 282	-	-
Поступления от финансовой деятельности	184 871	28 336	169 782	198 117	-19 731	178 386	80 987	259 373	44 096	4 701	48 797	38 329	87 126	-	-
Доля убытков дочерних компаний	0	0	0	0	0	0	-17 631	-17 631	-93 382	8 147	-85 235	-2 131	-87 366	-	-
Чистое сальдо от курсовых разниц	806 606	1 031 462	57 137	1 088 600	-2 059 091	-970 491	-6 190 546	-7 161 037	-5 554 332	2 767 848	-2 786 485	1 243 791	-1 542 694	-	-
Прибыль до налогообложения	**6 205 149**	**3 147 274**	**2 634 887**	**5 782 161**	**-50 346**	**5 731 814**	**-3 060 747**	**2 671 067**	**-2 878 078**	**5 622 474**	**2 744 396**	**3 413 427**	**6 157 824**	-	-
Налог на прибыль	-2 529 512	-1 053 030	-877 169	-1 930 199	-306 927	-2 237 126	2 318 512	81 386	92 059	-1 424 013	-1 331 954	-1 128 021	-2 459 975	-	-
Чистая прибыль за период	**3 675 636**	**2 094 245**	**1 757 718**	**3 851 962**	**-357 273**	**3 494 689**	**-742 236**	**2 752 453**	**-2 786 019**	**4 198 461**	**1 412 442**	**2 285 407**	**3 697 849**	-	-
Операционные показатели															
ВЫРУЧКА ОТ ТОРГОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПО ВИДАМ МАГАЗИНОВ (органичный рост)															
По всем магазинам		**49 184 700**	**53 821 000**	**103 005 700**	**52 783 900**	**155 789 600**	**64 032 800**	**219 822 400**	**63 088 700**	**67 825 700**	**130 914 400**	**65 700 700**	**196 615 100**	**78 468 400**	**275 083 500**
Гипермаркеты		9 243 700	10 440 800	19 684 500	9 867 200	29 551 700	12 155 700	41 707 400	11 979 200	12 751 700	24 730 900	13 151 900	37 882 800	15 662 800	53 545 600
Супермаркеты		15 491 900	16 478 800	31 970 700	15 955 100	47 925 800	19 237 000	67 162 800	18 323 800	18 505 100	36 828 900	16 582 300	53 411 200	19 776 900	73 188 100
Дискаунтеры		24 449 100	26 901 400	51 350 500	26 961 600	78 312 100	32 640 100	110 952 200	32 785 700	36 568 900	69 354 600	35 966 500	105 321 100	43 028 700	148 349 800
МАСШТАБЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ															
Торговые площади,кв.м.		**639 297**	**659 841**	**659 841**	**685 064**	**685 064**	**874 031**	**874 031**	**907 160**	**935 832**	**935 832**	**962 734**	**962 734**	**1 062 956**	**1 062 956**
Гипермаркеты		64 111	65 187	65 187	73 149	73 149	232 462	232 462	245 942	266 791	266 791	274 847	274 847	285 581	285 581
Супермаркеты		196 102	205 333	205 333	207 595	207 595	222 362	222 362	225 359	226 951	226 951	226 766	226 766	284 359	284 359
Дискаунтеры		379 084	389 321	389 321	404 320	404 320	419 207	419 207	435 859	442 090	442 090	461 121	461 121	493 016	493 016

	2007	1Q2008	2Q2008	1H2008	3Q2008	9M2008	4Q2008	2008	1Q2009	2Q2009	1H2009	3Q2009	9M2009	4Q2009	2009
Количество магазинов		**930**	**968**	**968**	**1 003**	**1 003**	**1 101**	**1 101**	**1 144**	**1 164**	**1 164**	**1 217**	**1 217**	**1 372**	**1 372**
Гипермаркеты		16	16	16	18	18	46	46	49	53	53	55	55	58	58
Супермаркеты		183	190	190	191	191	207	207	209	211	211	210	210	275	275
Дискаунтеры		731	762	762	794	794	848	848	886	900	900	952	952	1 039	1 039
Выручка в расчете на 1 магазин		**52 887**	**55 600**	**106 411**	**52 626**	**155 324**	**58 159**	**199 657**	**55 147**	**58 270**	**112 469**	**53 986**	**161 557**	**57 193**	**200 498**
Гипермаркеты		577 731	652 550	1 230 281	548 178	1 641 761	264 254	906 683	244 473	240 598	466 621	239 125	688 778	270 048	923 200
Супермаркеты		84 655	86 731	168 267	83 535	250 920	92 932	324 458	87 674	87 702	174 545	78 963	254 339	71 916	266 139
Дискаунтеры		33 446	35 304	67 389	33 957	98 630	38 491	130 840	37 004	40 632	77 061	37 780	110 631	41 414	142 781
Количество покупателей, млн. (органичный рост)		**187**	**203**	**391**	**202**	**592**	**224**	**816**	**224**	**249**	**474**	**250**	**723**	**272**	**996**
Гипермаркеты		18,90	20,20	39,10	19,60	58,70	21,70	80,40	22,80	24,20	47,00	25,30	72,30	27,20	99,50
Супермаркеты		52,20	55,10	107,30	53,70	161,00	58,70	219,70	56,50	59,00	115,50	56,10	171,60	60,00	231,60
Дискаунтеры		116,30	127,80	244,10	128,60	372,70	143,40	516,10	145,10	165,90	311,00	168,50	479,50	185,00	664,50
Анализ															
Изменение,%, год к году															
Выручки по всем магазинам, органичный рост	-	-	-	-	-	-	-	-	28,27%	26,02%	27,09%	24,47%	26,21%	22,54%	25,14%
Выручки по гипермаркетам (органичный рост)	-	-	-	-	-	-	-	-	29,59%	22,13%	25,64%	33,29%	28,19%	28,85%	28,38%
Выручки по супермаркетам (органичный рост)	-	-	-	-	-	-	-	-	18,28%	12,30%	15,20%	3,93%	11,45%	2,81%	8,97%
Выручки по дискаунтерам (органичный рост)	-	-	-	-	-	-	-	-	34,10%	35,94%	35,06%	33,40%	34,49%	31,83%	33,71%
Выручки по отчету о прибылях и убытках	-	-	-	-	-	-	-	53,27%	46,17%	45,27%	45,70%	24,01%	37,66%	-	-
Торговых площадей	-	-	-	-	-	-	-	-	41,90%	41,83%	41,83%	40,53%	40,53%	21,62%	21,62%

	2007	1Q2008	2Q2008	1H2008	3Q2008	9M2008	4Q2008	2008	1Q2009	2Q2009	1H2009	3Q2009	9M2009	4Q2009	2009
Торговых площадей по гипермаркетам	-	-	-	-	-	-	-	-	283,62%	309,27%	309,27%	275,74%	275,74%	22,85%	22,85%
Торговых площадей по супермаркетам	-	-	-	-	-	-	-	-	14,92%	10,53%	10,53%	9,23%	9,23%	27,88%	27,88%
Торговых площадей по дискаунтерам	-	-	-	-	-	-	-	-	14,98%	13,55%	13,55%	14,05%	14,05%	17,61%	17,61%
Количества магазинов	-	-	-	-	-	-	-	-	123,01%	120,25%	120,25%	121,34%	121,34%	124,61%	124,61%
Количества гипермаркетов	-	-	-	-	-	-	-	-	306,25%	331,25%	331,25%	305,56%	305,56%	126,09%	126,09%
Количества супермаркетов	-	-	-	-	-	-	-	-	114,21%	111,05%	111,05%	109,95%	109,95%	132,85%	132,85%
Количества дискаунтеров	-	-	-	-	-	-	-	-	121,20%	118,11%	118,11%	119,90%	119,90%	122,52%	122,52%
Количества покупателей	-	-	-	-	-	-	-	-	19,74%	22,65%	21,25%	23,77%	22,11%	21,63%	21,98%
Количества покупателей по гипермаркетам	-	-	-	-	-	-	-	-	20,63%	19,80%	20,20%	29,08%	23,17%	25,35%	23,76%
Количства покупателей по супермаркетам	-	-	-	-	-	-	-	-	8,24%	7,08%	7,64%	4,47%	6,58%	2,21%	5,42%
Количества покупателей по дискаунтерам	-	-	-	-	-	-	-	-	24,76%	29,81%	27,41%	31,03%	28,66%	29,01%	28,75%
Чистой прибыли за период	-	-	-	-	-	-	-	-25,12%	-	138,86%	-63,33%	-	5,81%	-	-
Рентабельность															
Рентабельность продаж		4,83%	3,76%	4,27%	-0,67%	2,44%	-1,14%	1,32%	-4,40%	6,18%	1,08%	3,47%	1,88%	-	-
Рентабельность активов		-	1,66%	3,17%	1,39%	4,13%	2,27%	8,31%	2,46%	2,56%	5,01%	2,04%	6,96%	-	-
Рентабельность собственного капитала		-	1,77%	3,89%	-0,31%	1,58%	-0,91%	4,31%	-1,70%	8,83%	2,97%	4,49%	7,26%	-	-
Ликвидность															
Коэффициент текущей ликвидности (нормальный уровень - 2)	54,50%	50,01%	63,40%	63,40%	52,93%	52,93%	54,60%	54,60%	52,66%	62,08%	62,08%	57,79%	57,79%	-	-

	2007	1Q2008	2Q2008	1H2008	3Q2008	9M2008	4Q2008	2008	1Q2009	2Q2009	1H2009	3Q2009	9M2009	4Q2009	2009
Коэффициент быстрой ликвидности (нормальный уровень - 0,7)	20,77%	-	33,45%	33,45%	19,94%	19,94%	19,96%	19,96%	13,44%	19,17%	19,17%	24,27%	24,27%	-	-
Коэффициент мгновенной ликвидности (нормальный уровень - 0,15)	11,36%	8,82%	15,58%	15,58%	9,79%	9,79%	12,16%	12,16%	4,58%	8,64%	8,64%	12,37%	12,37%	-	-
Структура капитала															
Коэффициент независимости	49,52%	50,48%	52,72%	52,72%	52,08%	52,08%	29,00%	29,00%	27,95%	30,64%	30,64%	31,04%	31,04%	-	-
Коэффициент фин. зависимости	50,48%	49,52%	47,28%	47,28%	47,92%	47,92%	71,00%	71,00%	72,05%	69,36%	69,36%	68,96%	68,96%	-	-
Коэффициент фин. рычага	101,92%	98,11%	89,70%	89,70%	92,01%	92,01%	244,87%	244,87%	257,72%	226,35%	226,35%	222,14%	222,14%	-	-
Коэффициент фин. устойчивости	75,87%	75,88%	74,31%	74,31%	73,99%	73,99%	59,72%	59,72%	62,61%	67,67%	67,67%	59,93%	59,93%	-	-
														-	-
Показатель обслуживания долга															
Показатель покрытия процентов	331,11%	380,24%	431,88%	405,67%	315,15%	369,83%	346,27%	361,82%	334,51%	344,95%	339,77%	285,55%	321,86%	-	-

Приложение Т.

Использование метода DCF для определения справедливой стоимости акции.

Позитивный сценарий

	2007	2008	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ (тыс. руб.)										
Выручка	**136 043 242**	**208 517 677**	**282 040 782**	**384 599 835**	**529 456 684**	**734 500 364**	**1 027 049 185**	**1 447 725 599**	**2 057 874 483**	**2 201 925 697**
Себестоимость продаж	-100 144 726	-154 950 507	-212 420 679	-295 211 349	-416 118 712	-579 681 994	-821 918 250	-1 184 740 229	-1 734 004 127	-1 734 004 127
Валовая прибыль	**35 898 516**	**53 567 170**	**69 620 102**	**89 388 486**	**113 337 971**	**154 818 369**	**205 130 936**	**262 985 370**	**323 870 357**	**467 921 571**
Коммерческие административные и общехозяйственные издержки	-29 023 126	-42 350 729	-54 876 403	-66 949 212	-82 119 903	-101 286 524	-125 635 799	-156 744 722	-196 720 942	-248 397 863
Поступления от лизинга и пр. поступления	1 739 578	2 358 304	3 063 971	3 523 567	4 062 673	4 696 694	5 444 319	6 328 285	7 381 463	8 640 626
Операционная прибыль	**8 614 968**	**13 574 745**	**17 807 671**	**25 962 841**	**35 280 741**	**58 228 539**	**84 939 456**	**112 568 933**	**134 530 877**	**228 164 334**
Затраты по финансовой деятельности:	-3 401 296	-3 984 383	-5 410 583	-6 222 170	-7 174 162	-8 304 738	-9 665 832	-11 329 208	-13 376 313	-15 914 165
процентные платежи	-2 601 824	-3 751 786	-3 570 179							
процентные поступления	184 871	254 441	-							
прочие чистые финансовые затраты	-799 472	-230 675	-							
Поступления от финансовой деятельности	184 871	259 373	168 113	184 924	203 509	224 166	247 376	273 500	303 105	336 735
Доля убытков дочерних компаний	0	-17 631	-104 997	-104 997	-104 997	-104 997	-104 997	-104 997	-104 997	-104 997
Чистое сальдо от курсовых разниц	806 606	-7 161 037	-1 560 325	-1 560 325	-1 560 325	-1 560 325	-1 560 325	-1 560 325	-1 560 325	-1 560 325
Прибыль до налогообложения	**6 205 149**	**2 671 067**	**10 899 879**	**18 260 274**	**26 644 766**	**48 482 645**	**73 855 678**	**99 847 903**	**119 792 347**	**210 921 582**
Налог на прибыль	-2 529 512	81 386	-4 697 100	-4 697 100	-4 697 100	-4 697 100	-4 697 100	-4 697 100	-4 697 100	-4 697 100
Чистая прибыль за период	**3 675 636**	**2 752 453**	**6 202 779**	**13 563 174**	**21 947 666**	**43 785 545**	**69 158 578**	**95 150 803**	**115 095 247**	**206 224 482**
Амортизация	3 494 790	6 617 583	4 722 771	5 195 048	5 719 748	6 303 220	6 959 071	7 697 646	8 535 030	9 486 721
Капитальные инвестиции	-15 224 363	-25 943 481	-3 051 838	-3 204 430	-3 366 254	-3 537 950	-3 722 012	-3 919 523	-4 132 714	-4 363 122

	2007	2008	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Изменение оборотного капитала	-3 430 871	-7 166 937	-13 580 112	-19 691 162	-28 640 796	-41 788 210	-61 354 532	-90 656 868	-135 036 141	-202 793 014
Чистый долг	11 756 206	1 811 037	7 905 803	9 170 731	10 667 395	12 425 723	14 514 843	17 004 011	19 992 950	23 595 139
FCFE	**271 398**	**-21 929 345**	**2 199 403**	**5 033 361**	**6 327 759**	**17 188 328**	**25 555 948**	**25 276 068**	**4 454 371**	**32 150 206**
Приведенный к настоящему периоду времени FCFE				**4 434 679**	**5 575 118**	**15 143 901**	**22 516 254**	**22 269 663**	**3 924 556**	**494 618 546**

Приведенная стоимость, 2010-2015 года	73 864 172
Приведенная величина остаточной стоимости	262 597 803
Справедливая стоимость СК	336 461 976
Количество акций	67 893 218
Справедливая стоимость акции, тыс. руб.	**4,956**

Негативный сценарий

	2007	2008	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ										
Выручка	136 043 242	208 517 677	282 040 782	378 922 233	505 156 619	667 554 681	874 307 739	1 135 111 644	1 461 302 190	1 563 593 344
Себестоимость продаж	-100 144 726	-154 950 507	-212 420 679	-290 457 837	-396 283 506	-539 666 755	-732 489 469	-989 639 297	-1 329 474 337	-1 329 474 337
Валовая прибыль	35 898 516	53 567 170	69 620 102	88 464 396	108 873 114	127 887 926	141 818 270	145 472 347	131 827 854	234 119 007
Коммерческие административные и общехозяйственные издержки	-29 023 126	-42 350 729	-54 876 403	-61 461 571	-68 910 714	-77 346 212	-86 908 998	-97 761 540	-110 091 343	-124 115 045
Поступления от лизинга и пр. поступления	1 739 578	2 358 304	3 063 971	3 676 766	4 426 826	5 347 960	6 483 019	7 886 505	9 636 509	11 828 295
Операционная прибыль	8 614 968	13 574 745	17 807 671	30 679 590	44 389 226	55 889 674	61 392 292	55 597 312	31 373 020	121 832 258
Затраты по финансовой деятельности:	-3 401 296	-3 984 383	-5 410 583	-6 113 958	-6 916 721	-7 833 968	-8 883 243	-10 084 955	-11 462 876	-13 044 725
процентные платежи	-2 601 824	-3 751 786	-3 570 179							
процентные поступления	184 871	254 441	-							
прочие чистые финансовые затраты	-799 472	-230 675	-							
Поступления от финансовой деятельности	184 871	259 373	168 113	201 736	242 486	292 448	354 512	432 756	530 658	653 708
Доля убытков дочерних компаний	0	-17 631	-104 997	-104 997	-104 997	-104 997	-104 997	-104 997	-104 997	-104 997
Чистое сальдо от курсовых разниц	806 606	-7 161 037	-1 560 325	-1 560 325	-1 560 325	-1 560 325	-1 560 325	-1 560 325	-1 560 325	-1 560 325
Прибыль до налогообложения	6 205 149	2 671 067	10 899 879	23 102 046	36 049 669	46 682 832	51 198 239	44 279 791	18 775 480	107 775 919
Налог на прибыль	-2 529 512	81 386	-4 697 100	-4 697 100	-4 697 100	-4 697 100	-4 697 100	-4 697 100	-4 697 100	-4 697 100
Чистая прибыль за период	3 675 636	2 752 453	6 202 779	18 404 946	31 352 569	41 985 731	46 501 138	39 582 691	14 078 380	103 078 819
Амортизация	3 494 790	6 617 583	4 722 771	5 195 048	5 719 748	6 303 220	6 959 071	7 697 646	8 535 030	9 486 721
Капитальные инвестиции	-15 224 363	-25 943 481	-3 051 838	-3 204 430	-3 366 254	-3 537 950	-3 722 012	-3 919 523	-4 132 714	-4 363 122
Изменение оборотного капитала	-3 430 871	-7 166 937	-13 580 112	-19 012 157	-26 693 068	-37 584 908	-53 227 776	-75 824 288	-108 818 312	-157 353 063
Чистый долг	11 756 206	1 811 037	7 905 803	10 672 834	14 520 391	19 964 376	27 823 671	38 886 437	54 734 322	77 598 561

	2007	2008	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
FCFE	271 398	-21 929 345	2 199 403	12 056 241	21 533 386	27 130 469	24 334 092	6 422 963	-35 603 296	28 447 916
Приведенный к настоящему периоду времени FCFE				10 622 239	18 972 146	23 903 497	21 439 729	5 658 998	-31 368 542	437 660 243

Приведенная стоимость, 2010-2015 года	49 228 066
Приведенная величина остаточной стоимости	232 358 085
Справедливая стоимость СК	281 586 152
Количество акций	67 893 218
Справедливая стоимость акции, тыс. руб.	**4,147**

Приложение У.

Расчет справедливой стоимости обыкновенной акции ОАО «X5 Retail Group».

Показатель	Выручка	Прибыль	EBITDA
Значение мультипликатора	1158,60	19925,97	11796,47
Данные ОАО "X5 Retail Group",	282 040 782	6 202 779	22 530 442
Диапазон ИК,руб.	326 773 372 248	123 596 387 673	265 779 721 852
Средневзвешенное значение ИК	300 356 308 751		
Долгосрочная задолженность, руб.	41 579 326		
Денежные средства, руб.	8 329 250		
Стоимость СК, руб.	300 323 058 676		
Количество обыкновенных акций, шт.	67 893 218		
Стоимость одной ОА, руб.	4 423		

Приложение Ф.

Оценка стоимости акций X5 Retail Group методом DCF (традиционный подход).

	2007	2008	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ										
Выручка	**136 043 242**	**208 517 677**	**282 040 782**	**324 346 899**	**373 485 454**	**430 634 331**	**497 845 714**	**577 101 161**	**671 270 639**	**783 544 778**
Себестоимость продаж	-100 144 726	-154 950 507	-212 420 679	-237 911 161	-266 745 994	-299 398 904	-336 781 923	-379 673 608	-429 236 726	-486 670 709
Валовая прибыль	**35 898 516**	**53 567 170**	**69 620 102**	**86 435 738**	**106 739 461**	**131 235 427**	**161 063 790**	**197 427 553**	**242 033 914**	**296 874 069**
Коммерческие административные и общехозяйственные издержки	-29 023 126	-42 350 729	-54 876 403	-60 364 043	-66 460 812	-73 240 479	-80 861 166	-89 443 058	-99 173 075	-110 231 280
Поступления от лизинга и пр. поступления	1 739 578	2 358 304	3 063 971	3 309 089	3 576 463	3 868 332	4 190 332	4 546 112	4 941 749	5 382 569
Операционная прибыль	**8 614 968**	**13 574 745**	**17 807 671**	**29 380 784**	**43 855 113**	**61 863 279**	**84 392 957**	**112 530 606**	**147 802 587**	**192 025 359**
Затраты по финансовой деятельности:	-3 401 296	-3 984 383	-5 410 583	-6 222 170	-7 164 829	-8 261 155	-9 550 517	-11 070 929	-12 877 447	-15 031 279
процентные платежи	-2 601 824	-3 751 786	-3 570 179							
процентные поступления	184 871	254 441	-							
прочие чистые финансовые затраты	-799 472	-230 675	-							
Поступления от финансовой деятельности	184 871	259 373	168 113	172 412	176 865	181 479	186 308	191 364	196 688	202 296
Доля убытков дочерних компаний	0	-17 631	-104 997	-104 997	-104 997	-104 997	-104 997	-104 997	-104 997	-104 997
Чистое сальдо от курсовых разниц	806 606	-7 161 037	-1 560 325	-1 560 325	-1 560 325	-1 560 325	-1 560 325	-1 560 325	-1 560 325	-1 560 325
Прибыль до налогообложения	**6 205 149**	**2 671 067**	**10 899 879**	**21 665 704**	**35 201 827**	**52 118 282**	**73 363 426**	**99 985 720**	**133 456 506**	**175 531 054**
Налог на прибыль	-2 529 512	81 386	-4 697 100	-4 697 100	-4 697 100	-4 697 100	-4 697 100	-4 697 100	-4 697 100	-4 697 100
Чистая прибыль за период	**3 675 636**	**2 752 453**	**6 202 779**	**16 968 604**	**30 504 727**	**47 421 181**	**68 666 325**	**95 288 619**	**128 759 406**	**170 833 954**
Амортизация	3 494 790	6 617 583	4 722 771	5 195 048	5 719 748	6 303 220	6 959 071	7 697 646	8 535 030	9 486 721
Капитальные инвестиции	-15 224 363	-25 943 481	-3 051 838	-3 204 430	-3 366 254	-3 537 950	-3 722 012	-3 919 523	-4 132 714	-4 363 122
Изменение оборотного капитала	-3 430 871	-7 166 937	-13 580 112	-19 691 162	-28 640 796	-41 788 210	-61 354 532	-90 656 868	-135 036 141	-202 793 014
Чистый долг	11 756 206	1 811 037	7 905 803	9 091 673	10 469 062	12 070 985	13 954 968	16 176 554	18 816 192	21 963 315
FCFE	**271 398**	**-21 929 345**	**2 199 403**	**8 359 733**	**14 686 487**	**20 469 227**	**24 503 821**	**24 586 428**	**16 941 772**	**-4 872 146**

	2007	2008	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Приведенный к настоящему периоду времени FCFE				**7 365 404**	**12 939 636**	**18 034 561**	**21 589 269**	**21 662 051**	**14 926 671**	**324 809 756**

Приведенная стоимость, 2010-2015 года	96 517 593
Приведенная величина остаточной стоимости	172 444 663
Справедливая стоимость СК	268 962 256
Количество акций	67 893 218
Справедливая стоимость акции, тыс. руб.	**3,962**

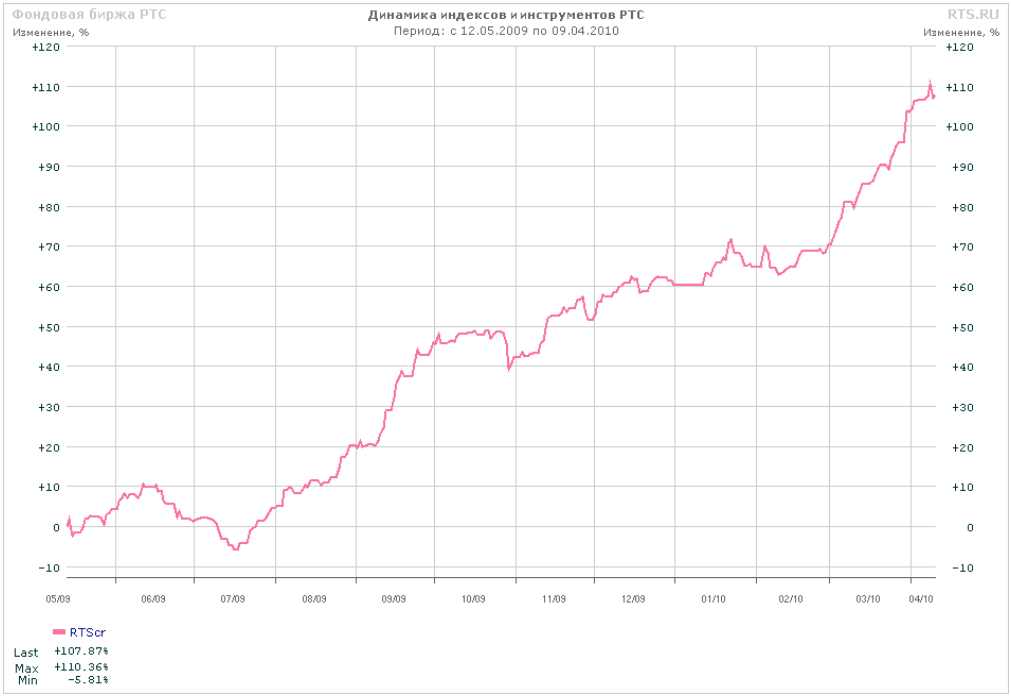
Приложение X.

Динамика цены ГДР X5 Retail Group и индекса РТС-Потребительские товары и розничная торговли.

Динамика цены ГДР X5 Retail Group

Источник: сайт London Stock Exchange (www.londonstockexchange.com)

Динамика индекса РТС – Потребительские товары и розничная торговля.



Источник: сайт Российской Торговой Системы (www.rts.ru)