

Семенихин Никита Дмитриевич

студент

Научный руководитель

Церцейл Юлия Сергеевна

канд. экон. наук, доцент

ФГБОУ ВО «Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова»

г. Москва

DOI 10.31483/r-113368

ОЦЕНКА СПРАВЕДЛИВОЙ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ НА ОСНОВЕ СРАВНИТЕЛЬНОГО АНАЛИЗА НА ПРИМЕРЕ X5 RETAIL GROUP

Аннотация: статья посвящена возможности проведения фундаментального анализа в определении стоимости компании на основе рыночных данных. Автор проводит исследование на примере компании X5 Retail Group (далее X5) с использованием сведений об исторических мультипликаторах, сравнения с компаниями-конкурентами. На основе исторических данных определена справедливая оценка стоимости компании, выявлена недооценка стоимости относительно текущей рыночной капитализации. Данный анализ важен для оценки компании с целью принятия корректных инвестиционных решений.

Ключевые слова: сравнительный анализ, рыночные мультипликаторы, среднее значение, медианное значение, капитализация.

X5 – одна из крупнейших розничных компаний в России. Компания специализируется на продаже продуктов питания и других товаров через магазины. Основными торговыми сетями являются «Пятерочка», «Перекресток» и «Карусель». Компания была основана в 2006 году и с этого момента стала одной из крупнейших в России как по рыночной капитализации, так и по рыночным показателям. Она предоставляет широкий ассортимент товаров и услуг, ориентируясь на различные сегменты потребителей. Компания активно развивает свою сеть

магазинов и онлайн-присутствие, стремясь быть удобным и доступным для покупателей по всей России [1].

Актуальность исследования обусловлена рыночными потрясениями 2022 года, в результате которых многие публичные компании России показали значительное падение рыночной капитализации, при том условии, что их операционные показатели лишь продолжили показывать умеренный рост. Тем не менее, ряд компаний-конкурентов по сектору успели улучшить свое положение на рынке, а X5 имеет проблемы в правовом поле из-за вынужденной редомициляции. X5 зарегистрирована в Нидерландах, хотя является экономически значимой организацией России. Так, согласно федеральному закону №470, экономически значимые организации России должны быть зарегистрированы в российской юрисдикции. В связи с этим, компания X5 находится в процессе редомициляции в судебном порядке и сейчас бумаги компании не торгуются на бирже. Именно в силу различных обстоятельств, которые оказывают влияние на бизнес X5, имеет смысл провести исследование ключевых мультипликаторов по историческим и рыночным данным. Для этого необходимо обратиться к операционным показателям компании.

Таблица 1

Операционные показатели X5 2016–2023, млрд руб.

Показатель	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Выручка	1033,7	1295	1533	1734	1978	2204,8	2605,2	3146
ЕБИТДА	79,5	99,1	109,9	122,6	145,1	161	186,8	218
Чистая прибыль	22,3	33,8	28,6	29,7	35,8	44,6	52,2	90,3

Источник: составлено автором на основе данных [2].

Так, с 2016 по 2023 год основные операционные показатели X5 стабильно росли. Выручка выросла более чем в 3 раза с 1033,7 млрд руб. до 3145 млрд руб. Выросла и ЕБИТДА с 79,5 млрд руб. до 218 млрд. руб. Чистая прибыль также показала значительный рост более чем в 4 раза с 22,3 млрд руб. до 90,3 млрд руб.

Таблица 2

Оценка компании X5 в 2016–2023 гг., в млрд руб.

Показатель	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
EV	632,1	758,2	651,9	789,1	989,6	797,6	599,1	779,7
Капитализация	494,3	591,5	468,5	579,7	747,6	530,2	407,8	592,3
Балансовая стоимость	46,7	68,1	70,8	14,6	-10,1	-17,4	20,2	87,8

Источник: составлено автором на основе данных [3].

Вместе с ростом ключевых операционных показателей росла и оценка бизнеса компании. В первую очередь, выросла рыночная капитализация компании с 494,3 млрд руб. до 592,3 млрд руб. Enterprise Value (EV) вырос с 632,1 млрд руб. до 779,7 млрд руб. Вместе с этим, увеличилась и балансовая стоимость бизнеса с 46,7 млрд руб. до 87,8 млрд руб.

Рассмотренные операционные показатели и данные по оценке бизнеса являются основой для составления рыночных мультипликаторов. С помощью этих индикаторов можно сделать выводы о справедливой исторической оценке бизнеса.

Таблица 3

Рыночные мультипликаторы X5 в 2016–2023 гг.

Показатель	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
P/S	0,478	0,457	0,306	0,334	0,378	0,240	0,157	0,188
P/E	22,2	17,5	16,4	19,5	20,9	11,9	7,81	6,56
P/BV	10,6	8,7	6,6	39,7	-74,0	-30,5	20,19	6,75
EV/EBITDA	8,0	7,7	5,9	6,4	6,8	5,0	3,21	3,58

Источник: составлено автором на основе данных [3].

Для исследования были выбраны мультипликаторы, которые отображают историческую оценку бизнеса в определенном периоде. Показатель P/S показывает объем годовой выручки, необходимый для обеспечения рыночной капитализации бизнеса. Более низкий P/S может указывать на потенциально недооцененные акции, особенно если сравнивать с другими компаниями в отрасли. P/E отражает соотношение капитализации к чистой прибыли. Более высокий P/E

обычно указывает на то, что инвесторы ожидают более высокий рост прибыли в будущем. Однако это также может указывать на переоценку акций. Низкий P/E может указывать на недооцененные акции или более стабильные компании. P/BV показывает, сколько инвесторы готовы заплатить за каждый рубль балансовой стоимости компании. P/BV помогает оценить, насколько акции компании оценены по сравнению с их балансовой стоимостью. Низкий P/BV может указывать на потенциально недооцененные акции, но также может сигнализировать о проблемах в компании, если она торгуется ниже своей книжной стоимости. Также есть показатель EV/EBITDA, который отражает соотношение капитализации и чистого долга к прибыли до процентных платежей, налогов и амортизации. EV/EBITDA помогает инвесторам сравнивать стоимость компаний с разной структурой капитала и оценивать их прибыльность. Более низкий EV/EBITDA ratio может указывать на потенциально недооцененные компании или секторы. Историческая оценка этих показателей позволяет выявить недооценку бизнеса относительно его прошлых показателей. Тем не менее, необходимо и сравнение по сектору. Это позволит полноценно сравнить мультипликаторы компании [4].

Таблица 4

Рыночные мультипликаторы сектора розничной торговли

х	X5	Магнит	Лента	Fix Price	Окей	Новабев Групп
P/S	0,19	0,34	0,19	0,93	0,03	0,8
P/E	6,56	20,6	16,5	7,6	9,14	11,7
P/BV	6,75	3,45	0,93	4,3	0,53	6
EV/EBITDA	3,58	5,18	6,35	6,02	5,55	5,6

Источник: составлено автором на основе данных [5].

Для сравнительного анализа конкурентов по сектору были выбраны следующие компании: Магнит, Лента, Fix Price, Окей и Новабев Групп. Все эти компании являются публичными представителями розничного бизнеса в России. Из всех рассмотренных прежде показателей, X5 оценен наиболее дешево по P/E и EV/EBITDA. В первую очередь, это обусловлено стабильным ростом операционных показателей и умеренным увеличением рыночной капитализации.

Относительно чистых активов компания стоит наиболее дорого по сектору, тем не менее, это не оказывает влияние на способность компании приносить прибыль. К тому же это может свидетельствовать о сравнительно низком уровне чистых активов, и при низких значениях P/E и EV/EBITDA можно сделать вывод, что компания более эффективно распоряжается ресурсами.

Приведенные выше данные позволят осуществить анализ, на основе которого можно будет выдвинуть недооценку. Так, для изучения данных будут использованы формулы средних и медианных величин. Полученные значения по историческим и рыночным мультипликатором позволят осуществить оценку.

Таблица 5

Анализ исторических и рыночных данных по мультипликаторам

Мультипликатор	Текущее значение	Исторические данные		Рыночные данные	
		Среднее	Медианное	Среднее	Медианное
P/S	0,188	0,317	0,320	0,413	0,265
P/E	6,559	15,338	16,941	12,017	10,42
P/BV	6,746	-1,495	7,716	3,659	3,875
EV/EBITDA	3,577	5,816	6,184	5,379	5,575

Источник: составлено автором на основе данных [3; 5].

В рамках исследования были рассчитаны средние и медианные значения на основе исторических и рыночных данных для мультипликаторов P/S, P/E/ P/BV и EV/EBITDA. Исходя из предварительной оценки, видно, что компания недооценена по основным показателям как по историческим данным, так и по рыночным. Так, текущий мультипликатор P/S, P/E и EV/EBITDA оценен ниже средних и медианных величин по историческим и рыночным данным. Единственный показатель компании X5, который оценен ниже сравнительных индикаторов оказался P/BV. Тем не менее, для того чтобы произвести более точные подсчеты необходимой переоценки капитализации бизнеса необходимо составить модель, которая в равной степени учитывает влияние каждого из мультипликаторов. Для этого необходимо выявить среднее значение из выборки данных, далее сравнить с текущим мультипликатором.

Потенциал роста компании X5 по основным мультипликаторам

Мультипликатор	Текущее значение	Оценочное значение	Потенциал роста
P/S	0,188	0,329	75%
P/E	6,559	13,679	109%
P/BV	6,746	3,439	-49%
EV/EBITDA	3,577	5,739	60%

Источник: составлено автором.

Оценочное значение для всех мультипликаторов было определено путем нахождения среднего значения из средних и медианных величин рыночных и исторических данных. При P/S равному 0,188, оценочное значение составило 0,329 с потенциалом роста 75%. Текущий P/E для компании X5 равен 6,559 с возможным форвардным значением 13,679 и потенциалом роста в 109%. P/BV – это единственный из рассмотренных мультипликаторов, по которому произошла отрицательная переоценка. Оценочное значение составило 3,439 при текущем уровне в 6,746. По этому мультипликатору заложено падение капитализации на 49%. Текущий EV/EBITDA составил 3,577 при форвардном значении в 5,739, итоговый потенциал роста составил порядка 60%. Так, по большинству мультипликаторов компания оказалась недооценена. Это найдет отражение в дальнейшем прогнозе.

Для каждого из мультипликаторов был оценен потенциал роста. Теперь эти значения будут использованы в средневзвешенной модели сравнительного анализа. Это значит, что доля каждого мультипликатора будет одинаковой. Используя эти данные, можно будет выявить итоговую переоценку компании за счет форвардных мультипликаторов.

Таблица 7

Изменение капитализации X5 по форвардным мультипликаторам

Мультипликатор	Потенциал роста	Доля	Изменение капитализации
P/S	75%	25%	19%
P/E	109%	25%	27%
P/BV	-49%	25%	-12%
EV/EBITDA	60%	25%	15%
Итого			49%

Источник: составлено автором.

Если учитывать равную долю каждого из показателей, то потенциал роста рыночной капитализации X5 составил порядка 49%. Текущая рыночная капитализация компании составляет порядка 592 млрд руб. Используя оценку, можно сделать вывод, что справедливая оценка компании должна составлять порядка 882 млрд руб., то есть, на 49% выше, чем текущая рыночная цена. Это утверждает инвестиционную привлекательность бизнеса X5, что особенно актуально в рамках процесса редомициляции.

Список литературы

1. История компании // Компания X5 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.x5.ru/ru/about/history/> (дата обращения: 03.11.2024).
2. Сервис по раскрытию информации Интерфакс // Центр раскрытия корпоративной информации [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=37240> (дата обращения: 03.11.2024).
3. X5 Retail Group // Cbonds [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://cbonds.ru/company/5153/> (дата обращения: 03.11.2024).
4. Дамодаран А. Инвестиционная Оценка / А. Дамодаран. – М.: Альпина-Паблицер, 2022. – 1320 с.
5. X5 Retail Group (FIVE): годовая финансовая отчетность МСФО // Smartlab [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://smart-lab.ru/q/FIVE/f/y/> (дата обращения: 03.11.2024).