

**Аналитический отчёт**

**29 августа 2010**

**Открытое Акционерное Общество «Группа Черкизово»**



<b>Справедливая цена акций</b>	<b>Рыночная цена акций</b>	<b>Количество акций</b>
<b>870 р.</b>	<b>700 р.</b>	<b>43 069 355 шт.</b>

**Гига Цхададзе**  
Giga\_TS@inbox.ru

**Акция**  
**Отрасль**  
**Код ММВБ**

**обыкновенная**  
**потребительский рынок**  
**GCHE**

# Акция обыкновенная Группа Черкизово на ММВБ (GCHE)

Общее количество акций GCHE	43,069,355
Целевая стоимость одной акции GCHE	\$28.34
Нынешняя стоимость акций GCHE	\$23.00

## Потенциал роста

**23.20%**

## Основные показатели

Количество акций	43 069 355 шт
Рыночная капитализация	\$990,890,875
Стоимость бизнеса	\$1,359,569,875
Выручка	\$1,022,457,000
Валовая прибыль	\$321,376,000
ЕБИТДА	\$180,296,000
Чистая прибыль	\$123,893,000

## Динамика акций

С начала года	<b>+58.54%</b>
За год	<b>+217.41%</b>
За квартал	<b>+4.45%</b>
За месяц	<b>+0.22%</b>



## О компании

### Общая информация

Группа «Черкизово» является одним из крупнейших предприятий потребительского рынка России. Основными видами деятельности предприятия являются производство, переработка и реализация мясной продукции. Вертикальная интеграция всего производственно-сбытового цикла, в сочетании с широкой горизонтальной диверсификацией продукции, делает компанию поистине уникальной.

Группа представлена сразу в трёх сегментах пищевой промышленности, дальнейшее освоение и развитие которых является приоритетным направлением деятельности компании. Множество предприятий, входящих в состав группы, образует три производственных блока, по одному на каждый сегмент рынка - «мясопереработка», «птицеводство» и «свиноводство». Каждый из блоков включает в себя несколько заводов, а также имеет собственную стратегию развития, особенности производства, ценовую и маркетинговую политику, обусловленные рыночной ситуацией, складывающейся в каждом сегменте. Высокая степень делегирования управленческих функций позволяет достичь максимальной гибкости каждого блока, оставляя единому корпоративному центру компании задачи организации эффективного управления активами компании, распределения ресурсов и оценки показателей сегментов.

### История

История предприятия берёт начало ещё во времена советского союза, когда предприятие было государственной собственностью и именовалось «Черкизовский мясоперерабатывающий комбинат». В начале 90-х предприятие было преобразовано в товарищество с ограниченной ответственностью, а затем приватизировано, после чего держателем контрольного пакета акций стал Игорь Бабаев.

Последующие годы к предприятию были присоединены ещё несколько мясоперерабатывающих и сельскохозяйственных заводов. В 2005 году предприятие было реорганизовано и появилось современное ОАО «Группа «Черкизово», контролирующее две производственные структуры - мясоперерабатывающий АПК «Черкизовский» и сельскохозяйственный АПК «Михайловский». Целей реорганизации было несколько, основными же можно выделить изменение общей стратегии компании (подробнее о стратегии речь пойдёт далее), необходимость проведения IPO для привлечения новых активов, а также необходимость образования гибкой и эффективной структуры группы, которая была описана в разделе «О компании».

## Структура компании

Количество заводов, контролируемых группой, меняется с самого создания группы. Причина этому - перераспределение ресурсов между производственными блоками компании, что является одним из важнейших пунктов стратегии развития предприятия, разработанной ещё в 2005 году (подробнее о новой стратегии в разделе «Описание компании») На сегодняшний день в группу входят:

- 6 мясоперерабатывающих предприятий
- 4 птицеводческих производственных комплекса
- 5 свинокомплексов
- 3 птицеперерабатывающих завода
- 2 комбикормовых завода
- 3 торговых дома с филиалами в 12 крупнейших городах России

Для наглядности структуру компании можно изобразить в виде схемы:

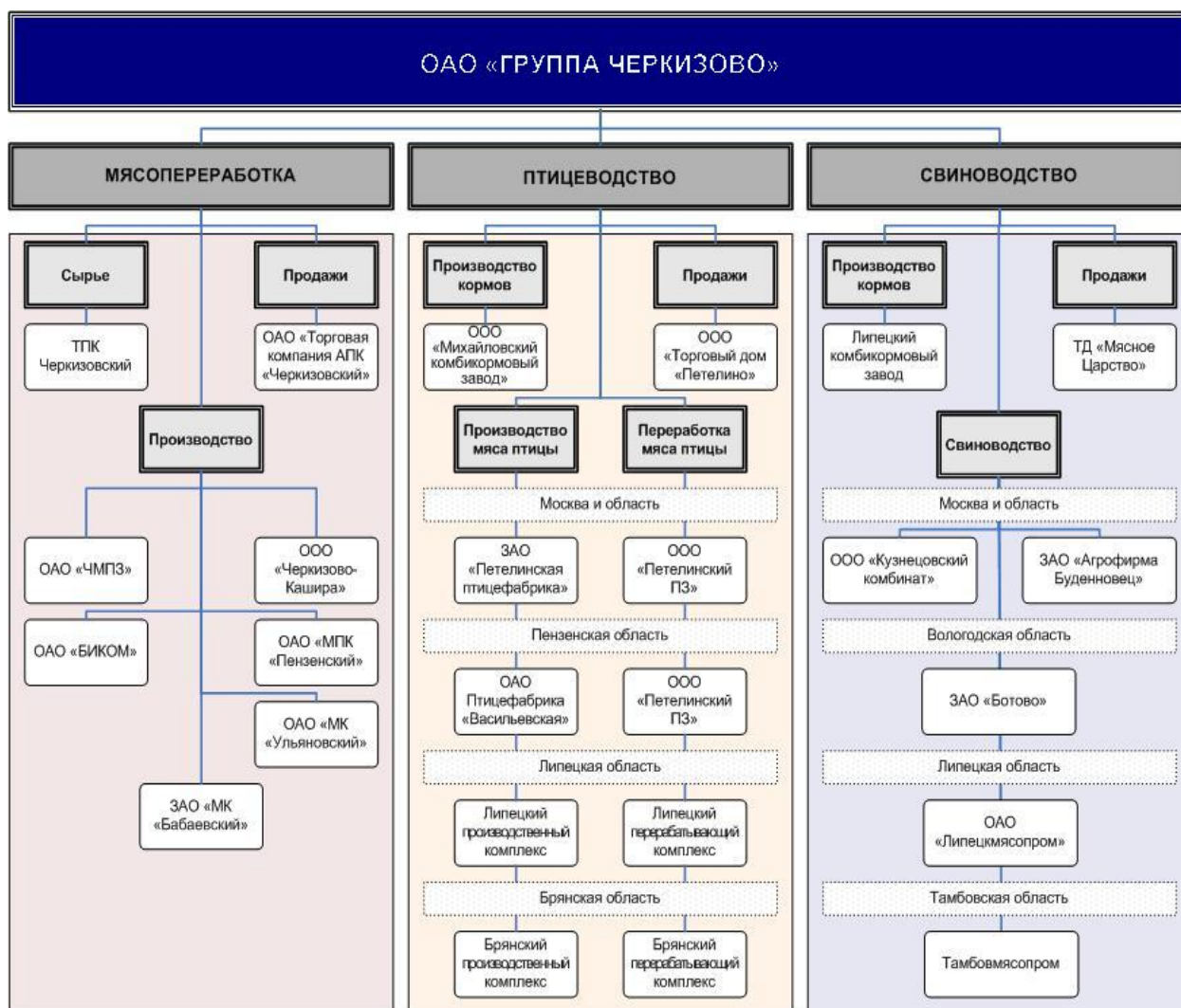


Рисунок 1. Структура группы

## Крупнейшие акционеры группы

География распределения производственных заводов также внушительна – предприятия рассредоточены по всей европейской части Российской Федерации, что, в совокупности с наличием собственной сбытовой сети (около 900 грузовых автомобилей) и трёх торговых домов с филиалами, позволяет поставлять продукцию компании на полки супермаркетов во всех крупнейших городах страны. Подобная структура обеспечивает группе максимально возможную степень независимости от ситуации на рынках поставщиков продукции, компаний, занимающихся перевозками, ритейлеров и прочих организаций, действия которых обычно оказывают сильное влияние на компании-конкуренты изучаемой нами группы.

С самого создания компании основными владельцами являются Игорь Бабаев и члены его семьи – супруга Лидия Михайлова и сыновья – Евгений и Сергей Михайловы. С течением времени их доля менялась (в ходе IPO в России и Лондоне в 2006 году владельцы продали 28% акций, а позже в ходе SPO ещё 7%), но контрольный пакет акций принадлежит им. Владеют компанией они через принадлежащий им MB Capital Partners Ltd. Вторым по доле акционером компании является JВ Morgan Chase Bank N.A. – одна из старейших и влиятельнейших компаний в сфере инвестиционного банкинга. Ещё примерно треть всех акций находится в свободном обращении.

Надо заметить, что оба основных акционера имеют тенденцию к сокращению своей доли. Так, в последнем списке аффилированных лиц группы (30 июня 2010) произошли следующие изменения:

**Таблица 1. Доли крупнейших акционеров**

<b>Акционер</b>	<b>Доля до</b>	<b>Доля после</b>
MB Capital Partners Ltd.	58,74%	50,14%
JP MORGAN CHASE BANK N.A	31,9%	29,5%

Цели продажи не были озвучены, но аналитики<sup>1</sup> предполагают, что, как и в предыдущих случаях подобной продажи акций группы, вырученные деньги пойдут на финансирование проектов компании. В дальнейшем и мы убедимся в том, что причин для беспокойства инвесторов в связи с продажей неконтрольного пакета не имеется – компания показывает успешные и стабильные финансовые результаты.

## Группа на ММВБ

На ММВБ группа появилась сравнительно недавно – допуск акций компании к торгам состоялся 4 февраля 2008 года. С тех пор акции группы показывают средний уровень ликвидности, а 2 апреля

<sup>1</sup> В частности Андрей Верхоланцев из Mint Yard Capital

2010 года состоялся переход акций компании в котировальный список А2 – довольно редкая заслуга для компании потребительского рынка (если быть точным – в потребительском секторе таких компаний всего 2 – группа «Черкизово» и ОАО «Магнит»<sup>2</sup>). Это положительно влияет на инвестиционную привлекательность акций, а также повышает их ликвидность. Для наглядности ниже представлен график<sup>3</sup> котировок за весь период существования группы (на нём также имеются экспоненциальные скользящие средние разных периодов):



**Рисунок 2. Исторические данные котировок**

Как видим, компания уже не только успела оправиться от кризиса, но и существенно увеличить стоимость своих акций, что несомненно положительно сказывается на инвестиционной привлекательности компании.

## Цель анализа и основные источники информации

Целью проводимого анализа является нахождение степени инвестиционной привлекательности компании путём сопоставления справедливой стоимости акций с их рыночной стоимостью. Для нахождения справедливой стоимости в работе будет применено несколько различных подходов, каждый из которых имеет свою специфику и особенности расчёта, которые будут описываться по ходу исследования.

<sup>2</sup> Подробнее об этом смотрите в файле Excel – **Компании потреб. сектора на ММВБ**

<sup>3</sup> На данном графике предоставлены лишь исторические данные для ознакомления, технический анализ и прогноз ситуации на будущие 3-6 месяцев будет представлен ниже

- Основными источниками информации являются консолидированная финансовая отчётность компании за период 2005-2009 годов, ежеквартальные отчёты, сообщения о существенных фактах, предоставляемые компанией, списки аффилированных лиц, устав и прочие внутренние документы, предоставляемые компанией. Также использовалась информация, предоставляемая информационно-аналитическими сайтами в сети Интернет (список сайтов и ссылки на них вы можете найти в конце работы), а также исторические данные котировок акций компании и рынка в целом.
- Прогнозы макроэкономического развития страны основаны на данных из ежемесячного сборника макроэкономических прогнозов, выпускаемого компанией РосБизнесКонсалтинг (файл приложен к работе).
- Отраслевой и новостной анализ проводились с использованием информации, предоставляемой основными новостными порталами, новостными лентами аналитических сайтов, пресс-релизами самой компании.
- Все расчёты и полные версии таблиц, представленных в данной работе, можно найти в прилагающемся файле Excel.

## Макроэкономический обзор

В данном разделе рассмотрена исключительно макроэкономическая информация, затрагивающая не только исследуемую отрасль, но и всю экономику России в целом. Полученные по итогам исследования макроэкономической ситуации данные, наряду с рассмотренными в следующем разделе отраслевыми данными и особенностями конкретной компании, будут использованы в дальнейшем при расчете инвестиционной привлекательности изучаемой компании, в частности – при прогнозировании показателей финансовой деятельности на будущие периоды в рамках доходного подхода оценки бизнеса.

Как я уже писал ранее, в своём исследовании макроэкономической ситуации я буду опираться на цифры, полученные из ежемесячного сборника макроэкономических прогнозов РБК. Суть проведённого этой компанией исследования заключается в сборе и обработке прогнозов ведущих отечественных и иностранных инвестиционных компаний и брокерских домов. В результате обработки РБК предоставляет усреднённые значения прогнозов основных показателей макроэкономического развития, которые можно считать консенсусом мнений всех уважаемых аналитиков. Моя задача – прокомментировать эффект, который данные прогнозы оказывают на потребительский рынок.

В таблице ниже представлены исторические данные, собранные мною из официальных статистических отчётов (Госкомстат), а также прогнозы РБК на 2010-2012 годы. К сожалению, прогноз РБК датируется июлем 2010 года, а используемые в нём данные аналитических компаний и того старше – следовательно, они не учитывают последствия аномальной жары и засухи, имевших место в июле-августе 2010-го года, которая, несомненно, заметно понижает прогнозный показатель уровня ВВП и повышает инфляционные ожидания. Поэтому я внёс корректировки в прогнозы на 2010 год, руководствуясь последними новостями<sup>456</sup>, а также данными Росстата<sup>7</sup>, опубликованными буквально несколько дней назад. Руководствуясь новостями, прогноз роста ВВП я снизил с 4.8 до 4.2, а прогноз инфляции (которая, уже за пол года составила 5.4%) повысил с 6.8% до 8%. Также пересмотрены были ожидания уровня безработицы – в первой половине 2010 года снижение уровня безработицы превзошло усреднённое ожидание аналитиков (информация Росстата и из

<sup>4</sup> <http://www.rian.ru/economy/20100827/269601363.html>

<sup>5</sup> <http://rian.ru/economy/20100824/268572681.html>

<sup>6</sup> <http://www.rian.ru/economy/20100824/268558435.html>

<sup>7</sup> [http://www.gks.ru/bgd/free/b04\\_03/IssWWW.exe/Stg/d04/178%D0%BEzen25.htm](http://www.gks.ru/bgd/free/b04_03/IssWWW.exe/Stg/d04/178%D0%BEzen25.htm)

### Общие сведения



новостей в сети Интернет). Данные корректировки я внёс в следующую таблицу (все величины в процентах к предыдущему году):

Показатели РФ	2006	2007	2008	2009	2010п	2011п	2012п
<b>ВВП</b>	7.7	8.1	5.6	-7.9	4.2	4.3	4.4
<b>Промышленное производство</b>	3.9	6.3	2.1	-10.8	7.3	4.5	4.6
<b>Реальные располагаем. ден. доходы</b>	10	10.4	2.7	1.9	3.5	4.1	6.9
<b>Капитальные расходы</b>	16.7	21.1	9.8	-17	4.4	7	9
<b>Инфляция</b>	9	11.9	13.3	8.8	8.8	7.4	7.3
<b>Безработица</b>	7.6	6.6	7.7	8.2	8.1	7.6	7

**Таблица 2. Основные макроэкономические показатели**

Как видим, все основные макроэкономические показатели возвращаются к норме после провального 2009 года, на который пришлось основные последствия кризиса. Разумеется, в этом году докризисных темпов роста экономика страны не достигнет – тем более после суровых климатических катаклизмов этого лета – но восстановление положительных тенденций очевидно.

Темпы роста ВВП России, как известно, сильно зависят от цен на нефть, а от ВВП, в свою очередь, зависит развитие потребительского сектора. Прогнозы цен на нефть от различных аналитических агентств следующие (информация взята из новостей на информационных порталах за последние несколько месяцев):

Цены на нефть	2010п	2011п	2012п
<b>Всемирный банк</b>	\$78.1	\$76.6	-
<b>Merrill Lynch</b>	\$78.1	\$74.6	-
<b>РБК</b>	\$71.0	\$85.2	\$91.70
<b>Минэкономразвития</b>	\$76.0	\$76.0	\$78
<b>Среднее</b>	\$75.80	\$78.10	\$84.85

**Таблица 3. Цены на нефть и их прогноз**

Как видим, прогнозы цен на нефть как минимум стабильные, в средних значениях даже наблюдается рост, а это значит, что угрозы аномальных колебаний темпов роста ВВП страны не предвидится, и прогнозным показателям, представленным в таблице 2 «основные макроэкономические показатели».

Снижение темпов роста ВВП в связи с летней засухой оказывает негативное влияние и на потребительский спрос в

## Валовой внутренний продукт





краткосрочной перспективе (как раз на те ближайшие пол года, которые нас интересуют с целью инвестирования), хотя влияние будет слабым, а в долгосрочной перспективе почти незаметным. Правительство вовремя предприняло превентивные меры, крупнейшей из которых является наложение эмбарго на экспорт зерна до конца года, хотя исправить ситуацию в краткосрочной перспективе эмбарго, скорее всего, не сможет – по мнению экспертов, транспортные издержки производителей будут оплачивать всё те же потребители<sup>8</sup>.

Положительная динамика темпов роста ВВП оказывает благоприятное воздействие на потребительский спрос – да, эффект будет не такой, какой был бы без засухи, но всё же будет лучше, чем в кризисные годы.

В потребительском секторе промышленное производство представлено двумя подотраслями – пищевой и фармацевтической промышленностью. Пищевая промышленность составляет 11% от общего объёма промышленного производства, фармацевтическая – ещё меньше. Обе отрасли имеют свои особенности, законодательство, а факторов, оказывающих влияние сразу на обе отрасли крайне мало – поэтому подробнее каждая отрасль будет описана в разделе «Отраслевой обзор» в аналитическом отчёте соответствующего данной отрасли предприятия. В данном же разделе необходимо обозначить влияние имеющегося прогноза промышленного производства на потребительский сектор в целом.

Отрицательные темпы роста в 2009 году объясняются тем, что из-за отсутствия адекватного спроса многим предприятиям отрасли пришлось уменьшить загрузку производственных мощностей, так как даже складские запасы предыдущих периодов не были до конца реализованы.



К концу 2009 компании стали возвращаться к докризисной загрузке мощностей, и лишь единицы преодолели этот уровень в первой половине 2010 года. Выделяющийся прогноз темпов роста на 2010 год частично является следствием низкой базой для сравнения, которой является 2009-ый. Если сравнить объём промышленного производства в 2010 с аналогичным показателем 2008-го, то увидим, что даже несмотря на казалось бы оптимистичный 7.2%-ный прогноз темпов прироста, в абсолютных величинах 2010 уступает 2008-му на 3.6% - то есть экономика в целом преодолеет докризисный уровень только в 2011 году.

<sup>8</sup> <http://www.finam.ru/investments/comments0000102391/default.asp>

## Реальные располагаемые денежные доходы

+

На данный показатель кризис не оказал столь пагубного влияния, как на остальные. Теоретически во время кризиса должен наблюдаться рост реальных доходов по причине падения цен, являющегося следствием падения спроса. В нашей стране данный эффект хоть и имел место, но был слаб – сократившиеся в результате кризиса номинальные доходы едва перекрыли высокую по мировым меркам инфляцию, что вылилось лишь в 1.9%-процентный рост реальных располагаемых денежных доходов.

Прогнозы внушают оптимизм – в долгосрочной перспективе реальные доходы будут расти с заметно ускоряющимися темпами, что положительно скажется на спросе на продукцию потребительского сектора.

-

В краткосрочной перспективе (до конца текущего года) реальные располагаемые денежные доходы всё ещё будут на сравнительно низком уровне, некоторые же аналитики полагают, что показатель и вовсе будет снижаться. В любом случае, на восстановление и дальнейшее увеличение потребительского спроса потребуется время, быстрого улучшения ситуации ожидать не стоит.

## Инфляция

+

По данному показателю снова необходимо делать разбивку сектора на подотрасли. Более подробно особенности инфляции в каждой из них будут рассмотрены в разделе «отраслевой обзор», здесь же представлены общие положения и тенденции. Основным фактором, воздействующим на инфляцию в исследуемом нами секторе, является уже упомянутая засуха лета 2010-го, влияние которой описано ниже.

Компании, специализирующиеся на розничной торговле (особенно – на розничной торговле продуктами питания), выиграют от инфляции в краткосрочной перспективе, а также возможно и в долгосрочной, при условии, что предпринимаемые правительством меры по сдерживанию роста цен на основные продукты питания не окажут должного эффекта.

-

Производители продуктов питания могут оказаться в минусе, если рост цен на продукцию отрицательно скажется на спросе на неё, причём всё зависит от сырьевой базы - больше рискуют непосредственно производители и переработчики зерновых (они уже повысили оптовые цены), тогда как мясное и мясомолочное производство угроза может миновать (здесь ситуация с ростом цен пока неясна).

=

Влияние ситуации с пищевой промышленностью практически не оказывает воздействия на фармацевтическую отрасль – рост цен на её продукцию в этом году будет ниже, чем в пищепроме.



К сожалению, правительству не удалось избежать чрезмерных инфляционных ожиданий со стороны населения – уже сейчас действия потребителей подталкивают цены в сторону повышения.

## Капитальные расходы



Объём инвестиций в основной капитал – один из тех параметров, в которых следы кризиса наиболее отчётливы.

В 2009 году сокращение капитальных расходов в России составило 17%, что существенно затормозило модернизацию физических активов предприятий страны, в том числе и в исследуемом нами потребительском секторе.



Прогнозы роста данного показателя скромны – всего 4.4% в 2010 году – слишком мало для того, чтобы наверстать упущенное. По итогам первого полугодия объём инвестиций составил всего 1.3% (данные Росстата), что вызывает сомнения даже в имеющемся прогнозе. В более долгосрочной перспективе ситуация ненамного лучше – 7% и 9% в 2011 и 2012 годах соответственно.

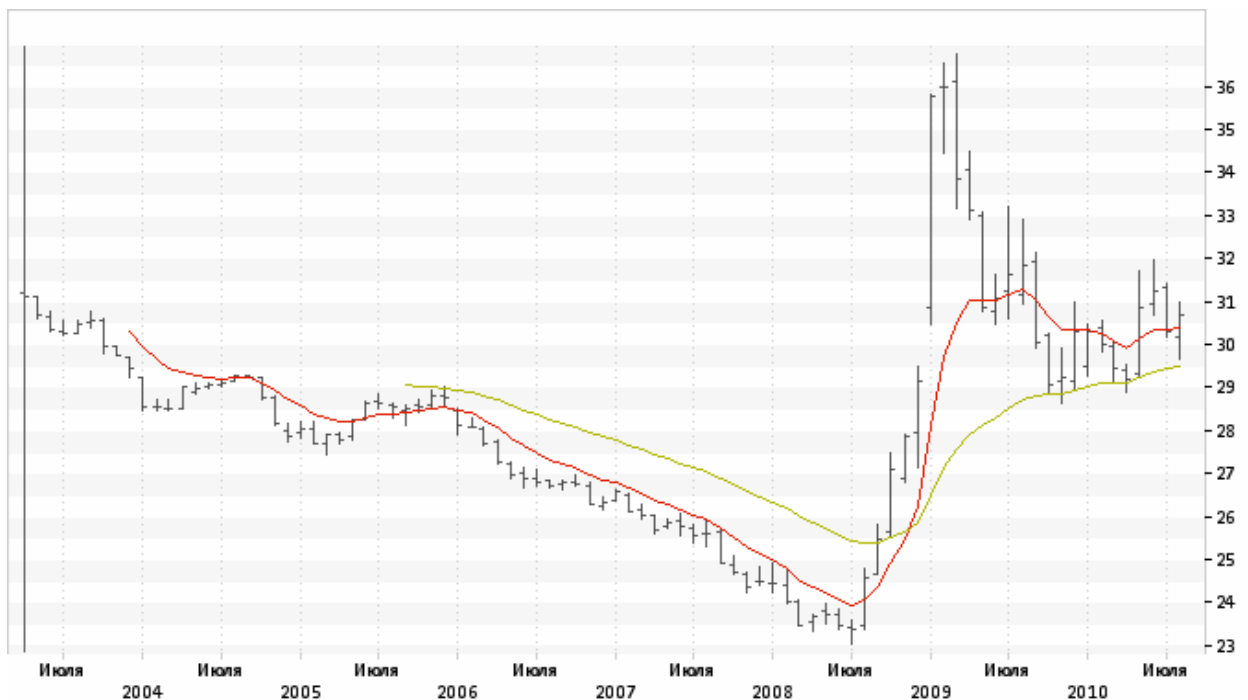
## Безработица



Данный параметр подаёт позитивные сигналы – ожидается достаточно быстрое возвращение к докризисному состоянию. Конец весны и лето этого года показывали устойчивой снижение количества безработных, растут доходы населения в целом, положительно влияя на спрос. Это подтверждают данные как официальных источников (Росстата), так и последние новости в сети Интернет. К сожалению, реальные располагаемые денежные доходы, как я уже писал выше, подобной позитивной тенденции не проявляют, но то, что безработица снижается – уже хорошо.

## Курс доллара США

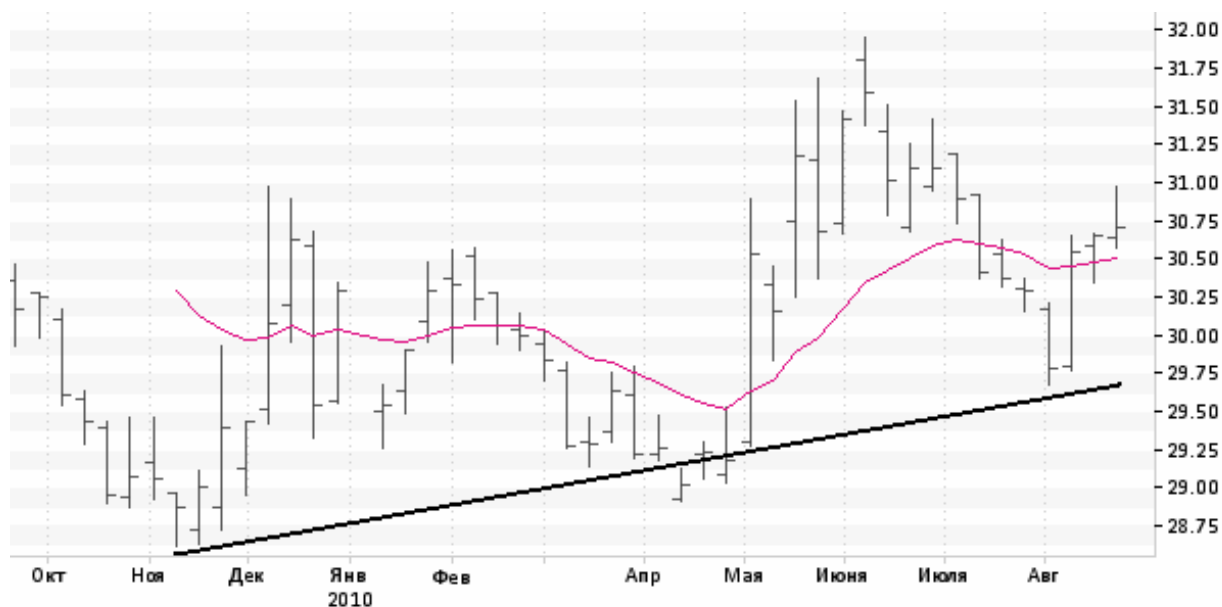
Как известно, обменный курс национальной валюты влияет на конкурентоспособность экспортёров за рубежом, и наоборот – на конкурентоспособность иностранного товара, импортируемого в Россию. Это значит, что отслеживать динамику курса доллара и его прогнозы также необходимо. Ниже представлены исторические данные по курсу доллара к рублю, с различными временными периодами и техническими индикаторами. Всего я рассмотрю 3 графика – долгосрочный, среднесрочный и краткосрочный – и попытаюсь сделать по ним прогноз изменения курса доллара на ближайшие 3-6 месяцев.



**Рисунок 3. Технический анализ курса доллара LR**

**Красным – ЕМА 9 пунктов, Жёлтым – 40 пунктов.**

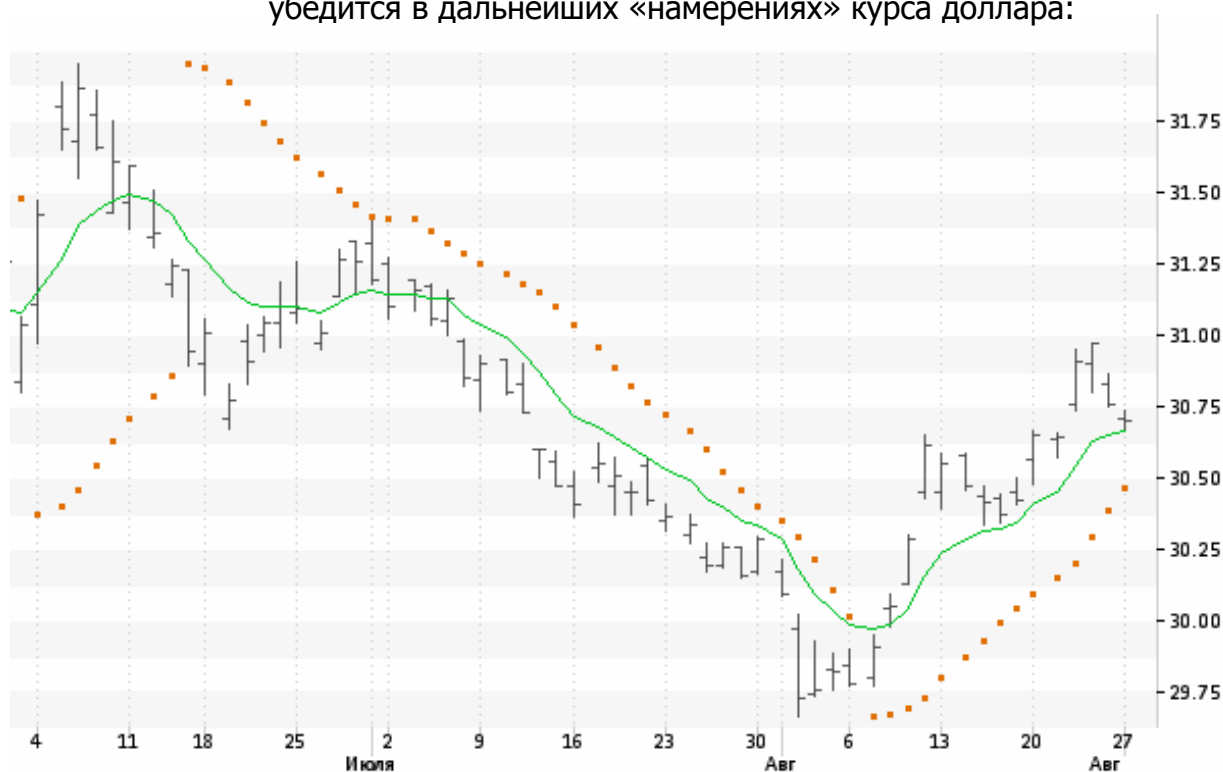
На графике отчётливо видны следы кризиса – резкий скачок с 23 рублей июля 2008 до почти 37 в середине 2009-го, с последующим возвратом к уровню 30 рублей за доллар, причём обе скользящие средние у правой стенки графика дают сигнал к дальнейшему росту. Последние полгода детальней видны на следующем графике:



**Рисунок 4. Технический анализ курса доллара MR**

Помимо 15-дневной скользящей средней я нарисовал линию восходящего тренда через последние 3 крупные впадины графика. ЕМА в правой части графика также сигнализирует о дальнейшем

росте. Наконец, последний график, который позволит нам убедиться в дальнейших «намерениях» курса доллара:



**Рисунок 5. Технический анализ курса доллара SR**

На данном графике 9-дневное EMA и Параболическая система stop and reverse (SAR) указывают нам на восходящий тренд, имевший место в августе этого года. В 20-х числах месяца образовался пик, после чего цены развернулись, но, скорее всего, это просто временный возврат к уровню EMA – на это указывают оба индикатора, и тот факт, что уровень предыдущего пика (в июле – примерно 31.4), а тем более ещё более ранний (хорошо виден на предыдущем графике – 32 в июне) достигнут не был, что исключает появление уровня сопротивления (предыдущий уровень сопротивления в 30.5-30.6, который предвещали аналитики в середине августа, как видно, был с успехом преодолен).

Таким образом, делаем вывод – в краткосрочной перспективе курс доллара будет расти.

В долгосрочной перспективе значение имеют не столько показания технического анализа, сколько данные официальных прогнозов Минэкономразвития и Центрального Банка России.

USD	2010п	2011п	2012п	2013п
Минэкономразвития	RUR 30.0	RUR 29.3	RUR 28.4	RUR 27.9

**Таблица 4. Прогноз курса USD от Минэкономразвития**

Ранее минэкономразвития прогнозировало более сильное среднегодовое укрепление рубля относительно доллара, но по

последним сведениям, прогноз был понижен до величин, представленных в таблице. Понижение прогноза подтверждает мои рассуждения касательно краткосрочного движения курса – если тенденция, существующая с начала этого года, продолжится и в ближайшие 3-6 месяцев, то средний курс за год ниже 30 быть вряд ли сумеет.

Итак, из всего вышеописанного можно сделать несколько выводов:

- В краткосрочном периоде курс доллара будет расти.
- Средний за 2010 год курс будет не ниже 30 рублей за доллар.
- В долгосрочном периоде рубль будет укрепляться (об этом нам говорят политика и прогнозы минэкономразвития и центрального банка).

Наконец, вспомним макроэкономическую теорию. Чем дешевле национальная валюта, тем лучше себя чувствуют отечественные производители и экспортёры, и тем хуже – зарубежные конкуренты и импортёры. Следовательно, в краткосрочном периоде (3-6 месяцев) динамика курса доллара усиливает позиции исследуемых нами компаний и даёт им некоторое преимущество перед иностранными конкурентами, в долгосрочной же перспективе ставки на курс доллара делать не стоит.

## Выводы

Исследовав основные макроэкономические показатели и перспективы их дальнейшего развития, я делаю вывод, что о быстром восстановлении до докризисного уровня экономики говорить не приходится. Тенденции в целом положительны, но сделанные ранее прогнозы постоянно пересматриваются, и, к сожалению, пересматриваются они в основном не в лучшую для экономики страны сторону. Потребительский сектор не является исключением из общих тенденций – влияние макроэкономических факторов на отрасль в целом недостаточно хорошее, но всё же положительное. Уточнить будущее потребительского сектора, а вместе с ним и будущее изучаемой нами компании поможет лишь детальное изучение отрасли, которому посвящена следующая глава данной работы.

## Отраслевой обзор и обзор компании

Потребительский сектор как обособленный рынок состоит из нескольких основных подотраслей – пищевой промышленности, фармацевтической промышленности и сектора розничной торговли. Все эти подотрасли имеют свою специфику, и исследовать надо именно подотрасли, а не весь сектор целиком – тогда мы учтём именно те факторы, которые влияют непосредственно на изучаемую компанию, отсеяв все новости, оказывающие воздействие на остальные подотрасли, при этом не затрагивая нашу. Группа Черкизово – оцениваемая нами компания – специализируется на пищевой промышленности, конкретно – на производстве мяса и мясной продукции (полуфабрикатов) из говядины, свинины и курятины. Поэтому обзор отрасли у нас будет проходить с учётом специфики изучаемой компании – будет больше внимания уделяться новостям, влияющим именно на неё.

### Отраслевые драйверы роста

В данном разделе представлены драйверы роста (новости, прогнозы, тенденции рынка, намерения правительства касательно отрасли), положительно сказывающиеся на справедливой стоимости компании. Иначе говоря, ниже приведены доводы в пользу инвестирования в акции группы Черкизово на ближайшие 3-6 месяцев.

### Ожидание роста спроса со стороны потребителей

Спрос на мясо и мясные полуфабрикаты наверняка будет расти в будущем. Дело в том, что Россия всё ещё не вышла на годовую норму потребления мяса на душу населения, общепринятую в мире, которая равняется 85 кг/год на человека (в развитых странах



Среднедушевое потребление мяса и мясных продуктов

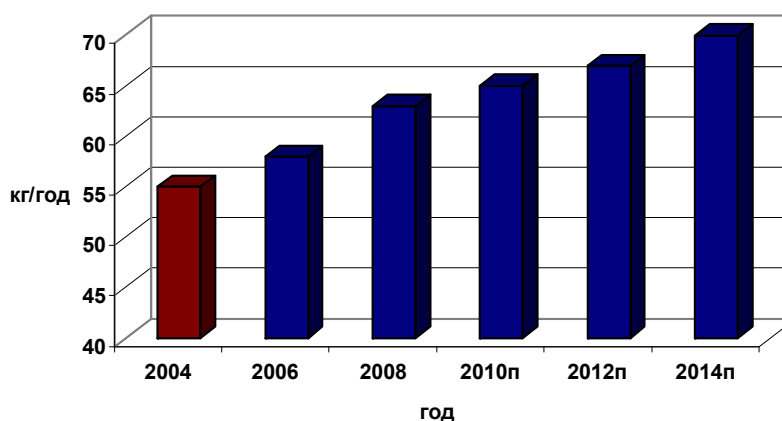


Рисунок 6. Среднедушевое потребление мяса и мясных продуктов

показатель ещё выше – 90-95 кг/год). Во времена СССР подобный показатель равнялся 74-78 кг/год, с распадом же Советского Союза мясо стало продуктом дефицитным – потребление сократилось до

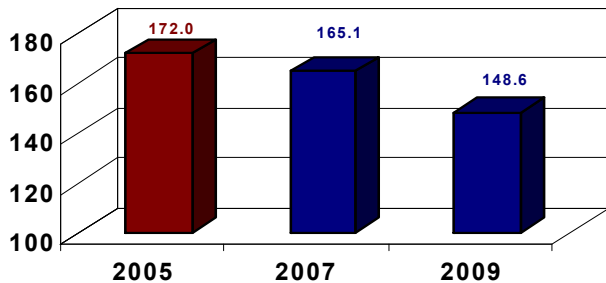


минимума в 45 кг/год. В дальнейшем потребление медленно росло, достигнув в 2004 году 55 кг/год, после чего рост продолжался вплоть до кризисных лет, в которых рост замедлился. В 2008 году среднедушевое потребление мяса составило почти 63 кг в год, на сегодняшний день – немногим больше – как видите, до нормы ещё далеко. По самым скромным прогнозам спрос на мясо и мясную продукцию будет расти вплоть до 2018 года примерно по 2-3% в год.

## Грамотная стратегия фирмы (сегменты)



Объём производства в сегменте мясопереработки, тыс. тонн / год

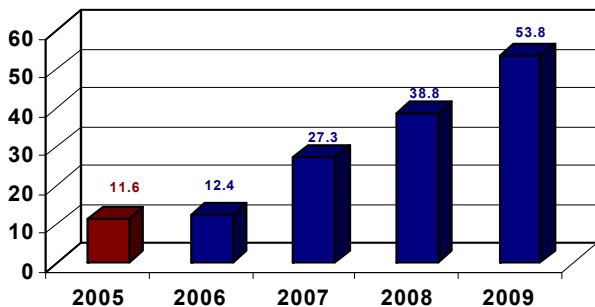


Структура спроса на мясо также смещается – доля говядины уменьшается, замещаясь свининой и курятиной. В 2006 году руководство компании разработала новую стратегию, которая как нельзя лучше учла перспективы развития рынка. В соответствии с

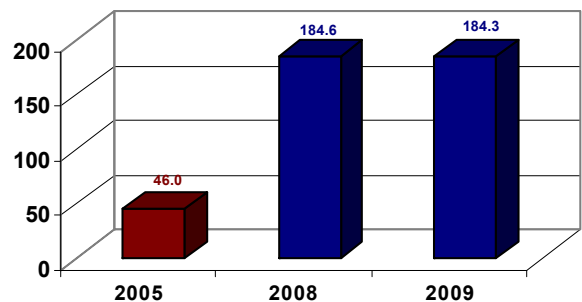
данной стратегией, происходит перераспределение производственных мощностей из менее рентабельного сегмента мясопереработки в сегменты птицеводства и свиноводства. В то же время происходило расширение последних двух секторов – строились и покупались новые комплексы, что по расчётам компании позволит к 2012 году увеличить объём производимой продукции свиноводства более чем в два

раза, а птицеводства – на 30-40%% (с момента преобразования

Объём производства в сегменте свиноводства, тыс. тонн/год



Объём производства в сегменте птицеводства, тыс. тонн/год



группы в 2006 году

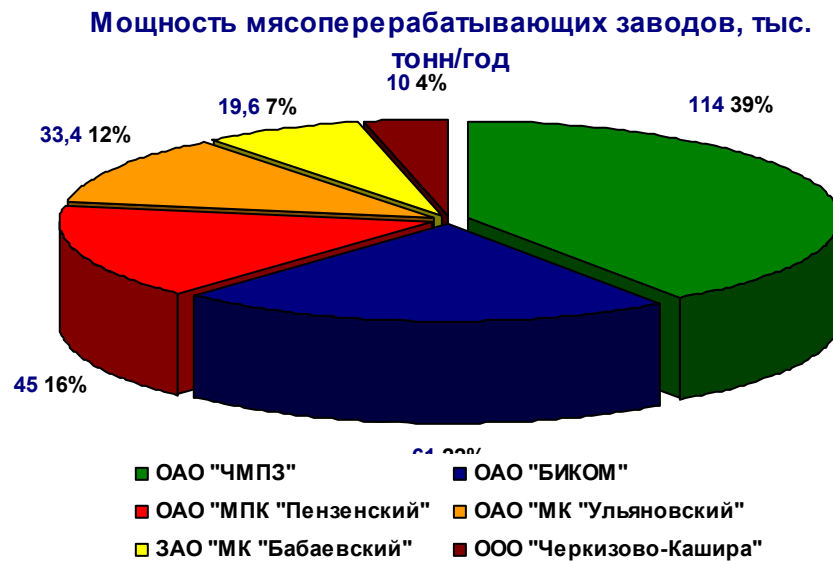
свиноводство расширилось в 5 раз, а птицеводство в 4 – также внушающие доверия показатели). При этом рентабельность обоих секторов выше 20% и продолжает расти их года в год.

## Грамотная стратегия фирмы (рентабельность крупнейшего сегмента)



На сегмент мясопереработки ставка уже не делается, но уровень развития, которого предприятия сегмента достигли в предыдущие годы, делает его крупнейшим и на сегодняшний день. Раз уж сегмент является настолько крупным и плановое сокращение мощностей в нём займёт время, руководство группы разработало стратегию, направленную на повышение рентабельности сектора. Следуя идее руководства, производство внутри сегмента смещается

от выпуска дешёвой продукции в сторону более дорогого сектора рынка – там рентабельность выше. В результате реализации этой стратегии на протяжении нескольких лет, группа сумела вывести сегмент мясопереработки на положительный уровень рентабельности в 2008 году, и в дальнейшем данный показатель будет только расти. Таким образом, фирма заранее и правильно спрогнозировала ситуацию на рынке и заблаговременно начала предпринимать действия, что свидетельствует о грамотности и эффективности как организационной структуры компании, так и её менеджмента.



**Рисунок 7. Мощность мясоперерабатывающих заводов**

Группа «Черкизово» является одним из крупнейших производителей на рынке продуктов питания, что делает компанию стратегически важным объектом с точки зрения обеспечения продовольственной безопасности страны. Как результат – правительство проводит постоянную поддерживающую политику как по отрасли в целом, так и конкретно в отношении изучаемой нами компании. Ниже перечислены основные льготы, которые группа и отрасль получают от государства:

- Налоговые каникулы до 2012 года в рамках программы поддержки сельхозпроизводителей.
- Льготное кредитование, субсидированные кредиты для отрасли в целом.
- Постоянный пересмотр квот на импорт продукции по всем трём секторам деятельности группы в сторону понижения. Долгосрочная цель правительства – полностью вытеснить импортную продукцию с отечественного рынка. Сюда же можно отнести и следующий пункт – увеличение пошлин на ввоз продукции сверх квоты.

**Стимулирующие действия правительства Российской Федерации**



- Отказ некоторым иностранным производителям во ввозе продукции в Россию по тем или иным причинам (чаще всего вследствие несоответствия их продукции санитарным нормам). В этом плане поддержка со стороны государства двояка – с одной стороны санитарные нормы ужесточаются с каждым годом, с другой – на рынок всё же допускаются всё новые и новые импортёры<sup>910</sup>.
- Субсидии на закупку сырья в 2010-2011 годах (результат повышения цен на зерно вследствие потери части урожая кормовых культур из за засухи)

## SWOT-анализ состояния фирмы

Краткий обзор компании, основанный на методе стратегического планирования под названием SWOT-анализ, поможет лучше оценить перспективы изменения цен на акции группы. Для этого мы создадим стандартную табличку, состоящую из 4 частей – Strengths, Weaknesses, Opportunities и Threats, первые две из которых описывают внутреннюю среду в компании, а последние – рыночную и макроэкономическую конъюнктуру.

+ Strengths +	- Weaknesses -
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Гибкая структура сегментов.</li> <li>2. Широкая горизонтальная диверсификация производимой продукции.</li> <li>3. Вертикальная интеграция всего производственного цикла.</li> <li>4. Наличие хорошо развитой сети сбыта, в том числе и собственной.</li> <li>5. Эффективный менеджмент.</li> <li>6. Постоянный рост рентабельности производства.</li> <li>7. Лидирующие позиции сразу в трёх подотраслях пищевой промышленности.</li> <li>8. Наличие нескольких узнаваемых брендов, наличие хорошей деловой репутации.</li> <li>9. Постоянный рост производственных мощностей в ключевых сегментах.</li> <li>10. Финансовая устойчивость.</li> <li>11. Высокий по сравнению с другими компаниями отрасли процент нового оборудования.</li> <li>12. Наличие постоянного, не обременяющего уровня долговой нагрузки.</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Крупные размеры нерентабельного сегмента мясопереработки</li> <li>2. Постоянно высокий уровень капитальных вложений.</li> <li>3. Необходимость обновления и замены большей части оборудования</li> <li>4. Высокая степень чувствительности к изменениям цен на сырьё, не производимое самой компанией (необходимость частичного включения в производственный цикл других субъектов рынка)</li> </ol>

<sup>9</sup> <http://www.finam.ru/analysis/newsitem4F5CC/default.asp>

<sup>10</sup> <http://www.finam.ru/analysis/newsitem4F0E3/default.asp>

<span style="color: green;">+</span> <b>Opportunities</b> <span style="color: green;">+</span>	<span style="color: red;">-</span> <b>Threats</b> <span style="color: red;">-</span>
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Рост спроса на продукцию компании, вызванный недостаточным уровнем потребления мяса на душу населения.</li> <li>2. Высокая степень поддержки со стороны государства, возможность повлиять на действия правительства в своих интересах (за счёт наличия ключевых позиций в стратегически важной отрасли)</li> <li>3. Стабильные позиции в отрасли, отсутствие угрозы внезапного появления крупных конкурентов</li> <li>4. Политика, направленная на замещение импортной продукции отечественной.</li> <li>5. Сравнительно быстрое внедрение новых технологий</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Рост цен на фуражное (кормовое) зерно (влечёт за собой рост издержек и понижение рентабельности)</li> <li>2. Рост конкуренции со стороны менее крупных производителей</li> <li>3. Общий риск, связанный с внешнеэкономической политикой России.</li> </ol>

## Выводы

Из всего вышеописанного можно сделать вывод - компания обладает большим преимуществом по сравнению с конкурентами в плане внутренней организации, а также некоторыми преимуществами и более широкими возможностями по отрасли. По результатам отраслевого обзора и проведённого в его рамках SWOT-анализа можно с определённой степенью уверенности утверждать, что в ближайшие 3-6 месяцев акции компании будут расти в цене.

## Оценка стоимости предприятия

### Сравнительный анализ компании (анализ по мультипликаторам)

Для данной части работы мною было проведён расчёт коэффициентов P/E, P/S, P/BE, EV/EBITDA, а также показателей рентабельности ROS, ROE и ROA для исследуемой компании и группы её аналогов, также котирующихся на ММББ и принадлежащих к потребительскому сектору, отрасли пищевой промышленности. Более подробный вариант таблицы, а также все расчёты, которые я провёл для получения данных результатов, представлены в файле «Оценка - пищепром», прилагающемся к работе.

**Таблица 5. Таблица коэффициентов**

Компания	MC	EV	доля MC	P/E	P/S	P/BE	EV/EBITDA	ROS	ROE	ROA
ОАО "Вимм-Билль-Данн ПП"	2,053,527,117	2,261,142,117	20.98%	11.55	0.94	2.92	7.38	8.15%	25.28%	11.94%
ОАО "Группа "Разгуляй"	239,017,844	890,262,054	2.44%	-	0.26	0.55	24.72	3.78%	-11.24%	-3.32%
ОАО "Красный Октябрь"	96,739,224	220,340,000	0.99%	2.39	0.41	0.34	-	17.13%	27.22%	9.87%
ОАО "Нутринвестхолдинг"	17,634,133	56,698,145	0.18%	-	1.27	0.11	186.33	-17.87%	-1.57%	-1.01%
ОАО "ПАВА"	38,942,148	93,158,148	0.40%	51.72	0.28	0.22	11.87	0.54%	0.42%	0.25%
ОАО "ПК "Балтика"	5,660,762,175	6,056,925,662	57.83%	7.61	1.92	2.82	5.26	25.23%	37.11%	29.67%
ОАО "Синергия"	690,867,260	883,909,637	7.06%	19.12	1.21	2.11	9.60	6.35%	11.04%	5.59%
ОАО "Группа Черкизово"	990,890,875	1,359,569,875	10.12%	8.00	0.97	1.82	7.54	12.12%	22.72%	10.59%
<b>Средневзвеш. к-ты</b>	<b>1,223,547,597</b>	<b>1,477,750,705</b>		<b>9.21</b>	<b>1.51</b>	<b>2.60</b>	<b>7.02</b>	<b>18.21%</b>	<b>29.83%</b>	<b>21.15%</b>
Общее по рынку	9,788,380,776	11,822,005,638								

Как видим, несмотря на хорошие перспективы, предприятие всё ещё торгуется с небольшим дисконтом по основным показателям. Также стоит отметить довольно высокие для отрасли показатели рентабельности – выше только у компании «Красный Октябрь» и пивоваренной компании «Балтика». По показателю Market Capitalization (MC) группа «Черкизово» занимает третье место – после ОАО «Вимм-Билль-Данн Продукты Питания» и гиганта отрасли - пивоваренной компании «Балтика».

**Таблица 6. Оценка по аналогии**

Общее количество акций GCHE	43,069,355
Целевая стоимость одной акции GCHE	\$28.34
Нынешняя стоимость акций GCHE	\$23.00
<b>Потенциал роста</b>	<b>23.20%</b>

Формулу, по которой я рассчитывал целевую стоимость акций GCHE, вы можете найти в файле «оценка -пищепром».

## Анализ финансовой отчётности компании за предыдущие 5 лет

Данный обзор я провожу с целью показать, насколько стабильный рост показывала компания на протяжении последних 5 лет своего существования, а также показать изменения, которые претерпевал акционерный капитал компании, ведь, как известно, проблемные предприятия зачастую подвержены колебаниям финансовых показателей, что делает инвестиции в них рискованными. Также будут представлены некоторые прогнозы балансовых показателей и показателей отчёта о прибылях и убытках, сделанные с помощью встроенных функций трендового анализа Excel (все величины в тыс. \$ США).

Нормализованные консолидированные балансы, GAAP ( \$ тыс.)					
Год	2005	2006	2007	2008	2009
Внеоборотные Активы	283 509	406 803	820 369	762 943	824 717
Оборотные Активы	141 746	321 811	375 856	368 831	345 400
<b>АКТИВЫ</b>	<b>425 255</b>	<b>728 614</b>	<b>1 196 225</b>	<b>1 131 774</b>	<b>1 170 177</b>
Долгосрочные обязательства по займам	166 275	286 044	486 461	362 124	407 633
Прочие долгосрочные обязательства	40	11	212	144	7
<b>Итого Долгосрочные обязательства</b>	<b>166 315</b>	<b>286 055</b>	<b>486 673</b>	<b>362 268</b>	<b>407 640</b>
Краткосрочные обязательства	178 587	169 432	355 758	340 310	211 913
Прочие Краткосрочные обязательства	4 244	5 671	3 044	4 049	5 159
<b>ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>349 146</b>	<b>461 248</b>	<b>845 475</b>	<b>706 627</b>	<b>624 712</b>

В данных таблицах видно, что даже в кризисные годы компания продолжала наращивать акционерный капитал, при этом уменьшая долю активов, финансируемых за счёт обязательств. Если тенденция, существовавшая на протяжении 5 лет, продолжится и в дальнейшем, то примерно к 2014-2015 году можно будет наблюдать удвоение величины акционерного капитала. Строчка «Стоимость акционерного капитала в пересчёте на 1 акцию по сути своей является оценкой предприятия **Затратным подходом**

Год	2005	2006	2007	2008	2009	2010п	2011п	2012п
<b>Акционерный Капитал</b>	<b>76,109</b>	<b>267,366</b>	<b>350,750</b>	<b>425,147</b>	<b>545,405</b>	<b>661,867</b>	<b>771,505</b>	<b>881,142</b>
Динамика		251.3%	31.2%	21.2%	<b>28.3%</b>	21.4%	16.6%	14.2%
Стоимость акционерного капитала в пересчёте на 1 акцию		\$7.25	\$8.87	\$10.19	<b>\$12.68</b>			

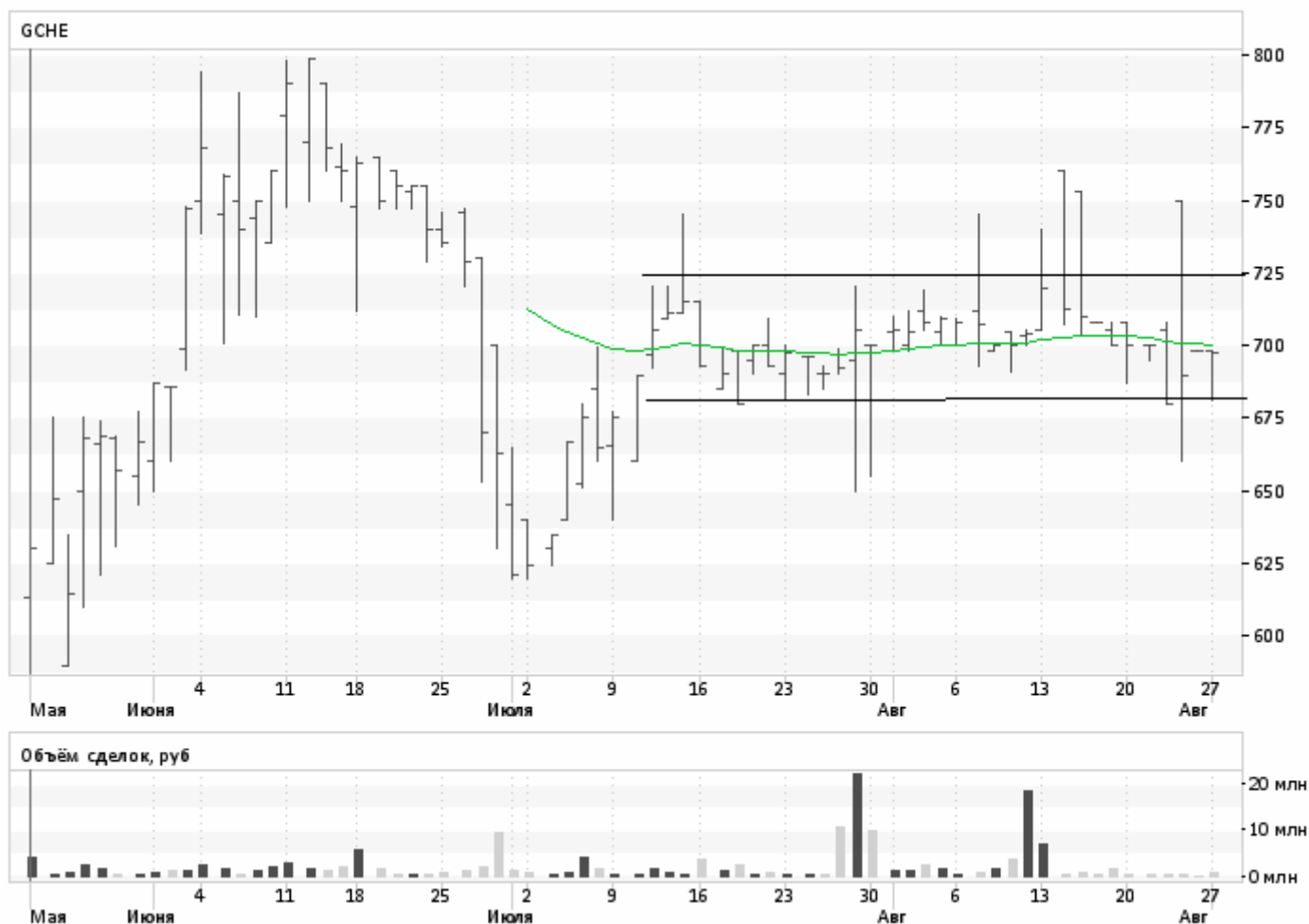
**методом чистых активов (NAV)**, смысл которой заключается в оценке средств, которые получают акционеры в случае срочной продажи всех активов предприятия (такое обычно делается при банкротстве, хотя шанс банкротства нашей компании ничтожен).

<b>Нормализованный Отчет о прибылях и убытках (в тыс. \$)</b>					
<b>Год</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Выручка	543,165	631,642	820,763	1,166,406	1,022,457
Себестоимость	417,825	483,816	598,490	887,015	741,187
Амортизация	19,999	24,352	31,466	45,791	40,106
<b>Валовая Прибыль</b>	<b>145,339</b>	<b>172,178</b>	<b>253,739</b>	<b>325,182</b>	<b>321,376</b>
Операционные Расходы	81,092	99,736	137,387	175,923	141,080
<b>ЕБИТДА</b>	<b>64,247</b>	<b>72,442</b>	<b>116,352</b>	<b>149,259</b>	<b>180,296</b>
Амортизация	19,999	24,352	31,466	45,791	40,106
<b>ЕБИТ</b>	<b>44,248</b>	<b>48,090</b>	<b>84,886</b>	<b>103,468</b>	<b>140,190</b>
Процентные платежи	15,498	17,480	18,396	22,725	19,644
<b>ЕВТ</b>	<b>28,750</b>	<b>30,610</b>	<b>66,490</b>	<b>80,743</b>	<b>120,546</b>
Налог на прибыль	8,013	2,453	7,259	1,463	-3,347
<b>Чистая прибыль</b>	<b>20,737</b>	<b>28,157</b>	<b>59,231</b>	<b>79,280</b>	<b>123,893</b>

Таблица выше представляет собой нормализованный отчет о прибылях и убытках за последние 5 лет. Именно по данным из этого отчёта и консолидированного баланса на предыдущей странице, а также по данным, имеющимся в файле Excel «Расчёты» и производилась оценка предприятия по аналогии. Источник информации для этих таблиц – ежеквартальные, годовые и консолидированные финансовые отчёты за последние 4 года, которые имеются на сайте компании.

## Технический анализ

Акции группы «Черкизово» торгуются на ММВБ под тиккером GCHE. Ликвидность акций средняя если сравнивать со всеми рынками, но в потребительском секторе подобная ситуация скорее норма, нежели исключение из правил



Вот уже на протяжении двух месяцев стоимость акций группы балансирует между 680 и 725 рублями, изредка делая однодневные прорывы из коридора. 40-дневное ЕМА также не подаёт сигналов ни к продаже, ни к покупке с середины июля. Виной тому неясная ситуация, созданная летней засухой – инвесторы застыли в ожидании новостей касательно оптовых цен на кормовые сорта зерновых. С одной стороны, часть урожая сгорела или испортилась и правительство принимает срочные меры по ограничению экспорта сырья, так как цены при прочих равных должны пойти вверх – это негативно сказывается на стоимости. С другой стороны, эти самые меры не должны допустить роста цен, тем более такая компания, как группа «Черкизово», может рассчитывать на субсидии со стороны государства для преодоления возникшей проблемы. При этом, в августе на рынок поступали противоречивые по своему влиянию сведения – с промежутком в несколько дней россельхознадзор разрешил 5 иностранным компаниям импортировать мясо птицы в Россию<sup>11</sup> – то есть на рынке появляются дополнительные конкуренты – а в противовес этим новостям группа представила хорошие финансовые результаты первого полугодия 2010<sup>12</sup>. В результате ожидания крупных новостей, способных создать тренд, и образовался нарисованный на графике коридор. Ранее, в конце

<sup>11</sup> <http://www.finam.ru/analysis/newsitem4FOE3/default.asp> <http://www.finam.ru/analysis/newsitem4F5CC/default.asp>

<sup>12</sup> <http://www.finam.ru/analysis/newsitem4EAFD/default.asp>



июня на рынок пришла очередная плохая новость – компания очередной раз отказалась от выплаты дивидендов. Ещё ранее, в середине июня, видны следы хороших новостей – Черкизово окончательно подтвердило, что покупает два новых свинокомплекса, которые к 2012 году выйдут на полную мощность, дав запас роста производительности предприятия.



На данном графике представлены котировки акций GCHN за год, начиная с сентября 2009. Красными квадратами над графиком отображены плохие новости, зелёным – хорошие (новости брались в основном с сайта [http://www.finam.ru/analysis/irc\\_conews004E6/default.asp](http://www.finam.ru/analysis/irc_conews004E6/default.asp)). Как видим, отражение новостей на котировках за последний год довольно стабильное – реакция на них соответствует ожиданиям, при этом появляющийся в их результате тренд не сильно меняет общую тенденцию, но держится некоторое время. Этот факт даёт нам основания полагать, что в ближайшем будущем благоприятная рыночная конъюнктура с успехом доведёт стоимость акций до прогнозируемого мной уровня в \$28.34 (870 рублей) за акцию, выведя стоимость акций компании из образовавшегося коридора.

## Список использованной литературы

### Сайты:

[Finam.ru](http://Finam.ru)

[Quote.rbc.ru](http://Quote.rbc.ru)

[Investfunds.ru](http://Investfunds.ru)

[Cbonds.ru](http://Cbonds.ru)

[I-tt.ru](http://I-tt.ru)

[Bfm.ru](http://Bfm.ru)

[Birzhevik.net](http://Birzhevik.net)

[Vedomosti.ru](http://Vedomosti.ru)

[Marketing.rbc.ru](http://Marketing.rbc.ru)

[Prime-tass.ru](http://Prime-tass.ru)

[Micex.ru](http://Micex.ru)

[Old.micex.ru](http://Old.micex.ru)

**Ссылки:**

<http://quote.rbc.ru/macro/country/1.shtml>

<http://www.abird.ru/articles/oil>

<http://www.investprognoz.ru/oil.htm>

<http://www.finam.ru/investments/comments0000102391/default.asp>

<http://www.vedomosti.ru/finance/analytics/2010/08/23/18668>

<http://www.dbfood.ru/>

<http://www.minprom.gov.ru/activity/med/return/1>

<http://www.prime-tass.ru/news/comments/-101/%7B96781C12-46DA-4283-8F6C-04DC6E3FC621%7D.uif>

<http://top.rbc.ru/economics/18/08/2010/452384.shtml>

<http://www.univer.ru/lents.asp?rbr=6&rbr2=22&nws=36750>

[http://www.gazeta.ru/money/2010/08/23\\_n\\_3410011.shtml](http://www.gazeta.ru/money/2010/08/23_n_3410011.shtml)

<http://www.vesti.ru/doc.html?id=387570>

<http://www.rian.ru/economy/20100826/269117195.html>

<http://quote.rbc.ru/research/comments/2010/08/27/32938029.shtml>

<http://quote.rbc.ru/research/comments/2010/08/27/32937819.shtml>

[http://marketing.rbc.ru/news\\_research/27/04/2009/562949959914888.shtml](http://marketing.rbc.ru/news_research/27/04/2009/562949959914888.shtml)

[http://www.bcs-express.ru/digest/?article\\_id=51951](http://www.bcs-express.ru/digest/?article_id=51951)

а также информация с сайта компании <http://www.cherkizovo-group.ru/>