

Риск-менеджмент как часть финансового менеджмента

Димкова Валерия Валерьевна, студентка 4-ого курса РЭУ им. Г. В. Плеханова,
г. Москва, Российская Федерация

E-mail: Dimkova.v@rea.ru

Литвинова Дарья Евгеньевна, студентка 4-ого курса РЭУ им. Г. В. Плеханова,
г. Москва, Российская Федерация

E-mail: delitvinova@gmail.com

Аннотация

В статье представлены теоретические аспекты риск-менеджмента, сущности риска, основные показатели, характеризующие риск компании. Кроме того, рассмотрен кейс и проведен анализ ликвидности и финансовой устойчивости ПАО X5 Retail Group. Оценка была произведена путем расчета и сравнения финансовых показателей на основе бухгалтерского баланса за три года.

Ключевые слова: риск, риск-менеджмент, ликвидность, финансовая устойчивость.

Risk management as part of financial management

Dimkova Valeria Valeryevna, student, Plekhanov Russian University of Economics,
Moscow, Russian Federation

E-mail: Dimkova.v@rea.ru

Litvinova Daria Evgenievna, student, Plekhanov Russian University of Economics,
Moscow, Russian Federation

E-mail: delitvinova@gmail.com

Abstract

The article presents theoretical aspects of risk management, the essence of risk, the main indicators that characterize the risk of the company. There were reviewed the case and was conducted the analysis of liquidity and financial stability of X5 Retail Group. The assessment was made by calculating and comparing financial indicators on the basis of the balance sheet for three years.

Key words: risk, risk management, liquidity, financial stability.

На сегодняшний момент рынок получает все более стремительное развитие ввиду постоянного увеличения капитала, потребности в расширении производства и его насыщения

многообразием товаров и услуг. Конъюнктура рынка постоянно изменяется и, как следствие, все больше развивается конкуренция, которая является двигателем экономики. В связи с этим наблюдается устойчивое развитие риск-менеджмента на предприятиях не только за рубежом, но и в России. Все большее внимание уделяется выявлению и предупреждению рисков, так как рискам подвержен любой вид деятельности.

Финансовая деятельность компании – не исключение, она во всех формах связана с рисками, которые влияют на финансовую безопасность фирмы. Для эффективного практического управления риском необходимо знать и понимать теоретическую сторону понятия риск и риск-менеджмент.

Риск – это вероятность наступления неблагоприятного исхода деятельности компании. Например, это может быть связано с возникновением потерь, убытков, упущенной выгоды, недопоступлений доходов, прибыли и т.п. Реализация риска приводит к отклонению полученных результатов производства от намеченных.

Хозяйствующий субъект всегда находится в ситуации риска. Особенно это свойственно рыночной экономике, где субъекту постоянно приходится выбирать. Осознание риска позволяет фирмам выйти из рискованной ситуации, выбрав и реализовав одну из альтернатив. Выбор этот зависит от более эффективного использования имеющихся факторов производства.

Эффективное управление риском во многом также обусловлено видом риска, которые крайне важно знать и понимать.

Финансовый менеджмент уделяет особое внимание операционным и финансовым рискам. Операционные риски появляются в ходе хозяйственной деятельности организации. Они напрямую связаны со структурой активов в бухгалтерском балансе. Финансовые риски сопутствуют финансовой деятельности фирмы и связаны со структурой пассивов в балансе.

Далее будет проведен анализ основных, наиболее важных для финансового менеджмента рисков. К ним относятся риск потери платежеспособности и финансовой устойчивости, а также риск банкротства предприятия.

Модель оценки ликвидности баланса предусматривает первичное группирование активов и пассивов и определение состояния ликвидности по некоторым условиям. Далее рассчитываются показатели ликвидности (L_1 , L_2 , L_3 и т.д.) и формируются соответствующие выводы о состоянии предприятия.

Группировка активов происходит по степени ликвидности, а пассивы по срочности выплаты обязательств (рис. 1):

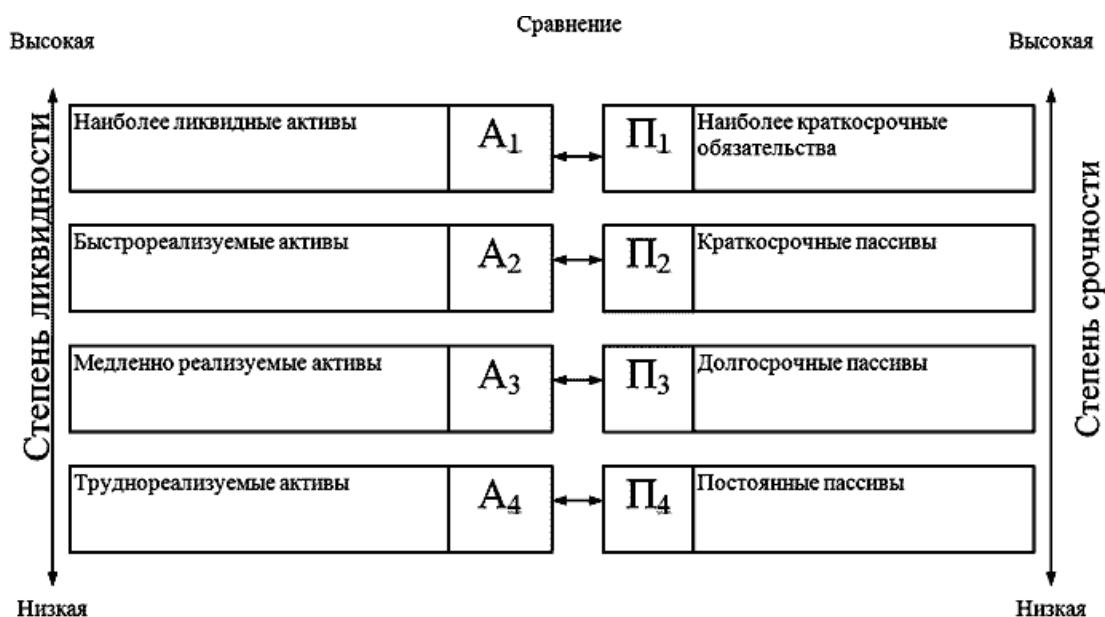


Рис. 1. Группировка активов и пассивов

К наиболее ликвидным активам относят денежные средства и краткосрочные финансовые вложения. Группа A_1 включает краткосрочную дебиторскую задолженность. Медленно реализуемые активы включают запасы (за исключением неликвидных), а также НДС по приобретенным ценностям. A_4 состоит из внеоборотных активов, неликвидных запасов, долгосрочной и просроченной дебиторской задолженности.

В группу наиболее срочных (краткосрочных) обязательств входит кредиторская задолженность. Группа Π_2 включает краткосрочные кредиты и займы, оценочные обязательства и прочие краткосрочные обязательства. К долгосрочным пассивам относится IV раздел бухгалтерского баланса – долгосрочные обязательства. К постоянным пассивам относится III раздел баланса (Капитал и резервы), а также доходы будущих периодов.

Для определения ликвидности баланса необходимо сопоставить полученные суммы в каждой группе. Баланс абсолютно ликвиден при соблюдении следующих неравенств: $A_1 \geq \Pi_1$, $A_2 \geq \Pi_2$, $A_3 \geq \Pi_3$, $A_4 \leq \Pi_4$.

Если выполняются первые три неравенства, то, соответственно, выполняется и четвертое неравенство. При невыполнении хотя бы одного неравенства ликвидность баланса нельзя считать абсолютной. Чтобы признать структуру баланса удовлетворительной, необходимо соблюдение последнего неравенства – $A_4 \leq \Pi_4$. В противном случае превышение постоянных пассивов труднореализуемыми активами говорит о ведении более рискованной финансовой политики. Компания формирует долгосрочные вложения за счет обязательств. В данном случае снижение рисков может быть обеспечено наращиванием Π_3 , то есть привлечением долгосрочных займов и кредитов. Иначе часть внеоборотных активов будет формироваться за счет краткосрочных заемных средств, а их срок возврата, как правило,

наступит раньше, чем окупятся внеоборотные активы.

Допустимой ликвидность баланса считается при соблюдении следующих условий: $A_1 < П_1, A_2 > П_2, A_3 > П_3, A_4 < П_4$. Нарушенная ликвидность прослеживается при выполнении неравенств $A_1 < П_1, A_2 < П_2, A_3 > П_3, A_4 > П_4$. Кризисной ликвидность баланса будет считаться, если $A_1 < П_1, A_2 < П_2, A_3 < П_3, A_4 > П_4$. Следствием выполнения данных условий является стойкая неплатежеспособность способная привести к банкротству и потере бизнеса.

Чтобы более детально проанализировать ликвидность необходимо рассчитать и относительные показатели, которые раскрывают качество структуры бухгалтерского баланса. Наиболее распространенные коэффициенты представлены в нижеследующей таблице.

Таблица 1. Показатели ликвидности баланса

Показатель	Формула расчета	Интерпретация
1.Общий показатель ликвидности	$L_1 = \frac{A_1 + 0,5A_2 + 0,3A_3}{П_1 + 0,5П_2 + 0,3П_3}$	Показывает способность предприятия рассчитываться по всем видам обязательств; применяется для комплексной оценки баланса
2. Коэффициент абсолютной ликвидности	$L_2 = \frac{A_1}{П_1 + П_2}$	Показывает ту часть краткосрочного заемного капитала, которую организация может покрыть в кратчайший срок за счет денежных средств
3. Коэффициент критической ликвидности	$L_3 = \frac{A_1 + A_2}{П_1 + П_2}$	Отражает платежеспособность организации при условии своевременного расчета с дебиторами
4. Коэффициент текущей ликвидности	$L_4 = \frac{A_1 + A_2 + A_3}{П_1 + П_2}$	Показывает, какую часть текущих обязательств предприятие может погасить за счет всех своих оборотных средств

Далее необходимо рассмотреть показатели финансовой устойчивости. Они помогают раскрыть финансовое положение организации и позволяют оценить риски, которые сопутствуют ее деятельности. Залог устойчивого состояния предприятия – это наличие объема средств для формирования структуры активов, отвечающей потребностям бизнеса сегодня и в будущем.

Рассмотрим еще одну модель оценки устойчивости компании. Наиболее часто в зарубежной практике применяются многофакторные Z-модели, например, пятифакторная

модель прогнозирования вероятности банкротства Эдварда Альтмана. Данная модель является одной из наиболее точных методик диагностики банкротства организации. Z может быть рассчитана двумя способами в зависимости от правовой формы предприятия.

Таблица 2. Показатели финансовой устойчивости

Коэффициент	Формула расчета	Что показывает
Финансирования	$\frac{СК}{ЗК}$	Соотношение между собственным и заемным капиталом
Автономии	$\frac{СК}{А}$	Какая доля активов сформирована за счет собственного капитала
Финансового рычага	$\frac{ЗК}{СК}$	Активность организации по привлечению заемного капитала
Маневренности СК	$\frac{СК + \text{Долгоср. Об.} - ВА}{СК}$	Какая доля собственного капитала была направлена на формирование оборотных активов
Постоянного актива	$\frac{ВА - \text{Долгосроч. Об.}}{СК}$	Долю собственного капитала, за счет которой были сформированы внеоборотные активы
Обеспеченности ОА собственными средствами	$\frac{СК + \text{Долгоср. Об.} - ВА}{ОА}$	Долю формирования оборотных активов за счет собственного капитала
Собственных оборотных средств в активах	$\frac{СК + \text{Долгоср. Об.} - ВА}{А}$	Долю собственных оборотных средств в общей величине хозяйственных средств

Таблица 3. Пятифакторная модель прогнозирования вероятности банкротства Э. Альтмана

Z _{Альтмана}	Формула
Для компаний, у которых ценные бумаги торгуются на бирже	$\frac{ЧОА}{А} * 1,2 + \frac{П_{\text{операц.}}}{А} * 3,3 + \frac{\text{Накопленный капитал}}{А} * 1,4 + \frac{СК}{ЗК} * 0,6 + \frac{\text{Выручка}}{А} * 1$
Для компаний, у которых ценные бумаги не торгуются на бирже	$\frac{ЧОА}{А} * 0,717 + \frac{П_{\text{операц.}}}{А} * 3,107 + \frac{П_{\text{нерасп.}}}{А} * 0,84 + \frac{СК}{D} * 0,42 + \frac{R}{А} * 0,995$

В зависимости от значения Z дается оценка вероятности банкротства, соответствующая установленной шкале, которая приведена ниже.

Значение Z	Вероятность банкротства
$Z \leq 1,81$	Очень высокая
$1,81 < Z < 2,675$	Высокая
$Z = 2,675$	Равна 0,5 или 50%
$2,675 < Z \leq 2,99$	Невелика
$Z > 2,99$	Очень низкая

Рис. 2. Шкала определения вероятности банкротства по Z

Достоинство данной модели заключается в том, что, если оценка дается на ближайший год, то считается, что точность прогноза составляет 95%, если на два года – 83%. Недостатком модели является невозможность ее применения к мелким компаниям.

Далее целесообразно перейти к расчетам, оценке и анализу риска на конкретном примере.

Для оценки рисков компании целесообразно регулярно проводить оценку таких показателей, как коэффициенты ликвидности, покрытия процентов, обеспеченности собственными средствами, автономии и т.д. В данной работе мы проанализировали показатели для ПАО X5 Retail Group – холдинга, в который входят такие торговые сети, как «Перекрёсток», «Пятерочка», «Карусель» и т.д.

Для начала рассмотрим коэффициенты ликвидности, представленные в таблице 4.

Таблица 4. Показатели ликвидности ПАО X5 Retail Group в период 2017-2019 гг.

Показатель	2017 г.	2018 г.	2019 г.
Коэф. Текущей ликвидности	$159\,273 / 264\,175 = 0,603$	$170\,840 / 291\,203 = 0,587$	$179\,754 / 368\,573 = 0,493$
Коэф. Быстрой ликвидности	$(27\,605 + 28\,695) / 264\,175 = 0,213$	$(24\,368 + 27\,172) / 291\,203 = 0,177$	$(18\,602 + 31\,453) / 368\,573 = 0,136$
Коэф. Абсолютной ликвидности	$27\,605 / 264\,175 = 0,104$	$24\,368 / 291\,203 = 0,0837$	$18\,602 / 368\,573 = 0,0505$

Расчёт показателей ликвидности показал, что финансовое положение компании весьма неустойчиво. Нормальным значением показателя текущей ликвидности является 2 и более, то есть оборотных активов должно быть хотя бы в 2 раза больше, чем текущих пассивов для нормального ведения хозяйственной деятельности предприятия. В нашем случае данный коэффициент из года в год уменьшается, а в 2019 году текущих активов стало в более чем в 2 раза меньше, чем краткосрочных обязательств. Оперативно компания могла погасить всего лишь 10% обязательств за счёт денежных средств и реализации ликвидных краткосрочных

финансовых вложений, а в 2019 году данный показатель достиг 5%. Ниже в таблице 5 проведем расчет показателей финансовой устойчивости.

Таблица 5. Показатели ликвидности ПАО X5 Retail Group в период 2017-2019 гг.

Показатель	2017 г.	2018 г.	2019 г.
Коэффициент покрытия процентов	$57\,153 / 15\,337 = 3,72$	$56\,329 / 17\,289 = 3,25$	$88\,069 / 53\,371 = 1,65$
Коэффициент автономии	$158\,442 / 565\,258 = 0,28$	$165\,475 / 610\,799 = 0,27$	$116\,556 / 1\,074\,330 = 0,108$
Коэффициент обеспеченности СОС	$(158\,442 - 102\,745) / 159\,273 = 0,35$	$(165\,475 - 439\,959) / 170\,840 = -1,61$	$(116\,556 - 894\,576) / 179\,754 = -4,33$
Коэффициент финансовой независимости в части формирования запасов	$(158\,442 - 102\,745) / 99\,300 = 0,56$	$(165\,475 - 439\,959) / 115\,990 = -2,37$	$(116\,556 - 894\,576) / 127\,462 = -6,104$

Коэффициент покрытия процентов в 2017-2018 гг. находится в пределах нормы, у компании есть возможность обслуживать долг за счёт прибыли до уплаты налогов. Однако в 2019 году данный показатель достигает критического значения - 1.65. Данное значение ставит под вопрос возможность обслуживать обязательства, так как почти 2/3 EBIT пойдёт на покрытие процентов по займам и кредитам.

Проведем балльную оценку финансового состояния ПАО X5 Retail Group, чтобы определить, к какому классу риска относится компания в соответствии с таблицей 6.

В 2019 году состояние ПАО X5 Retail Group еще более ухудшилось. Итоговый балл показывает, что предприятие относится к IV классу риска. Такие организации относятся к предприятиям с высоким риском банкротства даже после принятия мер по финансовому оздоровлению. Кредиторы рискуют потерять свои средства и проценты.

Коэффициент финансовой независимости указывает на критическое финансовое положение X5 Retail Group, так как классическим отношением собственного и заемного капитала является соотношение 1:1, а здесь доля акционерного капитала в 2017 и 2018 гг. не достигает и 30%, а в 2019 году вовсе составляет 10,8%.

Коэффициент обеспеченности собственными средствами характеризует наличие собственных оборотных средств у предприятия, необходимых для его финансовой устойчивости. Отрицательное значение коэффициента, то есть отсутствие собственного оборотного капитала, свидетельствует о том, что все оборотные средства организации и часть

внеоборотных активов сформированы за счет заемных источников. В 2018-2019 гг. запасы также формировались только лишь за счёт заемного капитала.

Таблица 6. Группировка предприятий на классы по уровню платёжеспособности

Показатель	Граница классов согласно критериям				
	I класс	II класс	III класс	IV класс	V класс
1. Рентабельность совокупного капитала, %	30 % и выше (50 баллов)	от 29,9 до 20% (от 49,9 до 35 баллов)	от 19,9 до 10% (от 34,9 до 20 баллов)	от 9,9 до 1 % (от 19,9 до 5 баллов)	менее 1% (0 баллов)
2. Коэффициент текущей ликвидности	2,0 и выше (30 баллов)	от 1,99 до 1,7 (от 29,9 до 20 баллов)	от 1,69 до 1,4 (от 19,9 до 10 баллов)	от 1,39 до 1,1 (от 9,9 до 1 балла)	1 и ниже (0 баллов)
3. Коэффициент финансовой независимости	0,7 и выше (20 баллов)	от 0,69 до 0,45 (от 19,9 до 10 баллов)	от 0,44 до 0,3 (от 9,9 до 5 баллов)	от 0,2.9 до 0,20 (от 5 до 1 балла)	менее 0,2 (0 баллов)
Границы классов	100 баллов и выше	от 99 до 65 баллов	от 64 до 35 баллов	от 34 до 6 баллов	0 баллов

Для этого произведем расчет соответствующих показателей предприятия сначала за 2018 год (таб. 7 и 8), а затем за 2019 год (таб. 9 и 10).

Таблица 7. Балльная оценка финансово-экономической деятельности X5 Retail Group в 2018 г.

Показатель	2018 г.		Весовое значение коэффициентов	
	Фактический уровень показателя	Количество баллов	Удельный вес	Итоговое количество баллов
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,0837	0	0,1	0
Коэффициент критической (быстрой) ликвидности	0,177	0	0,15	0
Коэффициент текущей ликвидности	0,587	0	0,2	0

Коэффициент финансовой независимости	0,27	0	0,15	0
Коэффициент обеспеченности собственными источниками финансирования	- 1,61	0	0,2	0
Коэффициент финансовой независимости в части формирования запасов и затрат	- 2,37	0	0,2	0
Итого	x	0	I	0

Таблица 8. Обобщающая оценка финансовой устойчивости «X5 Retail Group» в 2018 г.

Показатель	2018 г.		Весовое значение коэффициентов	
	Фактический уровень показателя	Количество баллов	Удельный вес	Итоговое количество баллов
1. Рентабельность собственного капитала, %	17,3%	31	0,2	6,2
2. Коэффициент текущей ликвидности	0,587	0	0,4	0
3. Коэффициент финансовой независимости	0,27	4	0,4	1,6
Итого:	—	35	—	7,8

Итоговое количество баллов по показателям в 2018 году говорит о том, что компания относится к III классу риска. Такие предприятия являются проблемными, есть риск потери средств, но он невысок, однако полное и оперативное получение процентов кредиторами представляется сомнительным.

В соответствии со шкалой определения вероятности банкротства по Z (рис.2) компания относится к фирмам с очень высокой вероятностью банкротства. В большей степени это обусловлено отрицательной величиной чистых оборотных активов.

Финансовое положение ПАО X5 Retail Group весьма нестабильно. Руководству компании следует пересмотреть политику управления долгосрочными и краткосрочными обязательствами, также необходимо снизить долговую нагрузку и увеличить долю

собственного капитала для снижения риска банкротства, повысив финансовую устойчивость и платежеспособность.

Таблица 9. Балльная оценка финансово-экономической деятельности X5 Retail Group в 2019 г.

Показатель	2019 г.		Весовое значение коэффициентов	
	Фактический уровень показателя	Количество баллов	Удельный вес	Итоговое количество баллов
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,0505	0	0,1	0
Коэффициент критической (быстрой) ликвидности	0,136	0	0,15	0
Коэффициент текущей ликвидности	0,493	0	0,2	0
Коэффициент финансовой независимости	0,108	0	0,15	0
Коэффициент обеспеченности собственными источниками финансирования	- 4,33	0	0,2	0
Коэффициент финансовой независимости в части формирования запасов и затрат	-6,104	0	0,2	0
Итого	x	0	I	0

Залогом финансовой устойчивости является формирование внеоборотных и по возможности части оборотных активов за счет собственного капитала, а не заемного. Наилучшие показатели ликвидности могут быть достигнуты, если предприятие будет направлять заемные средства со скорым сроком погашения на формирование наиболее ликвидных активов. Таким образом, организация сможет оперативно покрыть все долги в случае возникновения форс-мажорной ситуации. Кроме того, увеличив долю собственного капитала, X5 Retail Group сможет снизить свой финансовый риск, получив доступ к более дешевым источникам средств.

Таблица 10. Обобщающая оценка финансовой устойчивости «X5 Retail Group» в 2019 г.

Показатель	2019 г.		Весовое значение коэффициентов	
	Фактический уровень показателя	Количество баллов	Удельный вес	Итоговое количество баллов
1. Рентабельность собственного капитала, %	16,7%	25	0,2	5
2. Коэффициент текущей ликвидности	0,493	0	0,4	0
3. Коэффициент финансовой независимости	0,108	0	0,4	0
Итого:	—	25	—	5

Наконец, рассчитаем вероятность банкротства по модели Альтмана.

$$Z_{\text{Альтмана}} = (179754 - 368573) / 1074330 * 1,2 + 34698 / 1074330 * 3,3 + 67948 / 1074330 * 1,4 + 116556 / 1074330 * 0,6 + 1734347 / 1074330 = -0,211 + 0,107 + 0,089 + 0,065 + 1,614 = 1,664$$

Список использованных источников

1. Банковская экосистема. Банки строят вокруг своих брендов экосистемы в надежде избежать краха // Информационный портал Деловой Петербург [электронный ресурс] – Режим доступа. – URL: https://www.dp.ru/a/2019/06/17/Bankovskaja_jekosistema (дата обращения: 26.08.2020).

2. Бобылев С.Н., Горячева А.А. Идентификация и оценка экосистемных услуг: международный контекст // Вестник международных организаций. – 2019. – №14. – С. 225-236.

3. Гайсина Д.В. Трансформация современных бизнес-моделей в сторону экосистем // Система бизнес-моделирования Business Studio [электронный ресурс] – Режим доступа. – URL: <https://www.businessstudio.ru/upload/iblock/7e6/гайсина.pdf/> (дата обращения: 26.08.2020).

4. «Да что там в мире — в России!» Тинькофф запускает первое российское суперприложение // Официальный сайт Тинькофф [электронный ресурс] – Режим доступа. – URL: <https://www.tinkoff.ru/about/news/09122019-tinkoff-launches-first-russian-super-app/> (дата обращения: 26.08.2020).

5. Костылев И. Зачем Сбербанку DocDoc или почему банки становятся экосистемами? // Forbes: информационный портал [электронный ресурс] – Режим доступа. – URL: <https://www.forbes.ru/rmansi-i-investicii/345275-zachem-sberbanku-docdoc-ili-pochemu-banki-stanovyatsya-ekosistemami> (дата обращения: 26.08.2020).

6. McKinsey Global Banking Annual Review // McKinsey Global Banking Annual Review 2019 [электронный ресурс] – Режим доступа. – URL: <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Industries/Financial%20Services/Our%20Insights/Global%20Banking%20Annual%20Review%202019%20The%20last%20pit%20stop%20Time%20for%20bold%20late%20cycle%20moves/McKinsey-Global-Banking-Annual-Review-2019-vF.pdf> (дата обращения: 26.08.2020).

7. Tinkoff Strategy Day June 2018 // Официальный сайт Тинькофф [электронный ресурс] – Режим доступа. – URL: <https://finside.ru/wp-content/uploads/tinkoff-strategy-day-2018.pdf> (дата обращения: 26.08.2020).

References

1. Bankovskaya ekosistema. Banki stoyat vokrug svoikh brendov ekosistemy v nadezhde izbezhat' krakha // Informacionnyj portal Delovoj Peterburg
https://www.dp.ru/a/2019/06/17/Bankovskaja_jekosistema
2. Bobylev S.N., Goryacheva A.A. Identifikatsiya i otsenka ekosistemnykh uslug: mezhdunarodnyi kontekst // Vestnik mezhdunarodnykh organizatsii. 2019, No. 14, pp. 225–236.
3. Gašina D.V. Transformatsiya sovremennykh biznes-modeleĭ v storonu ekosistem // Sistema biznes-modelirovaniya Business Studio
<https://www.businessstudio.ru/upload/iblock/7e6/gašina.pdf>
4. «Da chto tam v mire — v Rossii!» Tin'koff zapuskaet pervoe rossiiskoe superprilozhenie // Oficialnii sait Tin'koff
<https://www.tinkoff.ru/about/news/09122019-tinkoff-launches-first-russian-super-app/>
5. Kostylev I. Zachem Sberbanku DocDoc ili pochemu banki stanovyatsya ekosistemami? // Forbes: informatsionnyi portal
<https://www.forbes.ru/rmansi-i-investicii/345275-zachem-sberbanku-docdoc-ili-pochemu-banki-stanovyatsya-ekosistemami>
6. McKinsey Global Banking Annual Review // McKinsey Global Banking Annual Review 2019
<https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Industries/Financial%20Services/Our%20Insights/Global%20Banking%20Annual%20Review%202019%20The%20last%20pit%20stop%20Time%20for%20bold%20late%20cycle%20moves/McKinsey-Global-Banking-Annual-Review->

[2019-vF.pdf](#)

7. Tinkoff Strategy Day June 2018 // Oficialnii sait Tin'koff

<https://finside.ru/wp-content/uploads/tinkoff-strategy-day-2018.pdf>