

**Министерство транспорта Российской Федерации
Федеральное государственное автономное образовательное
учреждение высшего образования
«Российский университет транспорта»**

Институт экономики и финансов
Кафедра «Финансы и кредит»

О.В. Коришева

**Рынок ценных бумаг и биржевое дело:
фундаментальный анализ**

Учебное пособие

Москва – 2021

**Министерство транспорта Российской Федерации
Федеральное государственное автономное образовательное
учреждение высшего образования
«Российский университет транспорта»**

**Институт экономики и финансов
Кафедра «Финансы и кредит»**

О.В. Коришева

**Рынок ценных бумаг и биржевое дело:
фундаментальный анализ**

Учебное пособие

**для студентов 3 курса специальности «Экономическая
безопасность», бакалавров 3 курса по направлению
«Экономика», «Менеджмент»**

МОСКВА – 2021

УДК 336

К -

Коришева О.В. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: фундаментальный анализ: Учебное пособие. М.: РУТ (МИИТ), 2021. – 50 с.

Стремительное развитие фондовых рынков вызвало большой интерес к инструментам, методам и способам биржевой торговли, в рамках которой сосредоточены огромные капиталы. Учитывая возросшую роль рынка ценных бумаг в развитии финансового рынка любой страны и в целом экономики, вопросы, рассматриваемые в учебном пособии, особенно актуальны.

В пособии рассматриваются принципы, основы и инструментарий фундаментального анализа, позволяющие обоснованно выбрать ценные бумаги (финансовые инструменты) для инвестирования, а также спрогнозировать перспективы развития компании-эмитента данных ценных бумаг с учетом факторов макро- и микро-уровня, а также различных финансовых коэффициентов.

Изучение учебного пособия позволит студентам овладеть базовыми основами фундаментального анализа для его дальнейшего применения на практике.

Учебное пособие рекомендуются для изучения студентами специальности «Экономическая безопасность», бакалавров направления «Экономика», «Менеджмент».

Рецензенты:

Е.В. Виноградов, к.э.н., Советник директора по обеспечению бизнеса ОК РУСАЛ,

В.В. Жаков, к.э.н., доцент кафедры «Экономика и управление на транспорте», РУТ (МИИТ)

© РУТ (МИИТ), 2021

1. Теоретические основы фундаментального анализа

В первую очередь, остановимся на раскрытии сущности анализа. Анализ (от греч. analysis – разложение) – метод научного познания явлений и процессов, основой которого является изучение составных частей, элементов изучаемой системы [1].

В экономической науке анализ используется с целью выявления сущности, причин и закономерностей изучаемых процессов, определения тенденций развития экономических систем и явлений на разных уровнях: в национальной экономики в целом, в отрасли, регионе, в отдельной компании. Проведение анализа – обязательная часть процесса, предваряющая составление планов и прогнозов, а базе чего происходит выбор лучшего варианта действий.

В современном экономическом словаре установлены основные виды экономического анализа, к которым обращаются экономисты, аналитики и исследователи:

- по масштабу – микроэкономический и макроэкономический;
- по временному горизонту – ретроспективный и перспективный.

Микроэкономический анализ применяется для изучения отдельных, локальных объектов и явлений (чаще всего – конкретных компаний), а основным инструментом исследователя становится бухгалтерская, финансовая отчетность о результатах хозяйственной деятельности. В свою очередь, макроэкономический анализ более масштабен и направлен на выявление закономерностей функционирования и особенностей взаимовлияния отраслей, секторов, регионов. В условиях глобализации важность приобретает изучение взаимодействия национальных экономик и определение глобальных тенденций развития мировой экономики.

Цель ретроспективного анализа – изучение трендов и событий прошлого, в то время как перспективный направлен на прогноз и

планирование будущего развития объектов и явлений, как на микро-, так и на макроуровне.

При этом, несмотря на различные цели проведения анализов разного рода и их объектов исследования, все виды анализа взаимосвязаны между собой. Это обосновывается тем, что макроэкономические тенденции во многом определяются развитием экономических объектов на микроуровне, а определение перспектив развития невозможно без изучения событий прошлого.

На рынке ценных бумаг одной из важнейших задач аналитика является прогнозирование цен на активы, являющиеся объектами торговли. При этом исторически сложились два вида анализа: фундаментальный и технический. Фундаментальный анализ носит стратегический характер, и используется с целью определения активов, перспективных или недооцененных рынком, способных принести большой доход от инвестирования в них. Технический анализ применяется в основном на краткосрочных временных периодах. Основная информация для технического аналитика – цены на акции или иные финансовые инструменты, с помощью которых он пытается определить дальнейшее направление тренда и правильные моменты для совершения операций покупки/продажи. Соответственно, фундаментальный анализ отвечает на вопрос «Что покупать?», а технический – «Когда покупать?» [2]. Важно заметить, что фундаментальный анализ во многом основан на общей теории экономического анализа, и поэтому в комплексном виде фундаментальное исследование включает в себя проведение всех тех видов анализа, что были перечислены выше.

Одним из ключевых вызовов развития российского финансового рынка является предупреждение ухода активности отечественных инвесторов за рубеж [3]. Важнейшей задачей является обеспечение роста внутреннего спроса на долгосрочные вложения в реальный сектор экономики [3], что, в свою очередь, может служить локомотивом

качественных преобразований и обеспечения устойчивого экономического роста. Российский финансовый рынок должен обеспечивать эффективные инструменты инвестирования для отечественных инвесторов, что позволит развивать рынок и перераспределять капиталы, в том числе, в реальный сектор экономики. Фундаментальный анализ при этом позволяет решить не только индивидуальные задачи инвестора при выборе объекта инвестиций, но и является важным инструментом для определения перспектив роста реального сектора экономики во взаимосвязи с рынком ценных бумаг.

Основателями фундаментального анализа принято считать Бенджамина Грэма и Дэвида Додда. В опубликованном ими в 1934 году учебнике «Анализ ценных бумаг» Грэм и Додд ввели данное понятие, а также определили основные принципы, этапы проведения и инструменты фундаментального анализа. Бенджамин Грэм применял описанные методы на практике, что принесло ему славу успешного инвестора. Книга приобрела популярность у инвесторов, уже пережила пять изданий, хотя её содержание осталось практически в неизменном виде, что подтверждает актуальность и практическую значимость сформированной концепции в современных экономических условиях. Самым известным учеником Грэма и последователем принципов фундаментального анализа стал Уоррен Баффет, состояние которого оценивается в 68,5 млрд. долл. [4].

Согласно мнению Грэма и Додда, сущность механизма рыночного ценообразования кроется в иррациональных и ошибочных представлениях инвесторов о справедливой стоимости той или иной ценной бумаги. Субъективизм в оценках приводит к тому, что рыночная цена бумаги практически всегда отличается от её внутренней (центральной) стоимости. Совпадать они могут крайне редко и лишь на протяжении коротких промежутков времени. Это несовпадение даёт шанс инвестору, следующему принципам фундаментального анализа при формировании инвестиционного портфеля, выявить бумаги с потенциалом роста

(рыночная цена ниже внутренней) и исключить из портфеля те, что оказались переоценены рынком (рыночная цена выше внутренней). В этом и состоит центральная идея, предложенная авторами: «Анализ ценных бумаг направлен на оценку будущих цен и доходности ценных бумаг, чтобы можно было отделить переоценённые бумаги от недооценённых. ... Общей целью всех инвесторов является приобретение умеренно оценённых, а лучше – недооценённых активов. Если эти активы окажутся со временем переоценёнными, инвестор вовремя это заметит и избавится от них» [5].

Таким образом, Грэм и Додд ставят под сомнение эффективность механизма рыночного ценообразования. В связи с этим необходимо коснуться теории эффективного рынка (*efficient market hypothesis*), согласно которой любая новая информация немедленно находит отражение в рыночной цене актива [6].

Первые теоретические положения теории были опубликованы в начале XX столетия. Учёный-экономист Луи де Башелье в диссертации «Теория спекуляции», опубликованной в Париже в 1900 году, выдвинул ряд гипотез, объясняющих случайные биржевые колебания курсов ценных бумаг.

Спустя полвека этой темой начали интересоваться многие экономисты. Окончательная формулировка гипотезы эффективного рынка была выдвинута американцем Эджином Фамой в 1965 году. В издании «*Journal of Business*» он опубликовал статью под названием «*The Behavior of Stock Market Prices*», в которой проанализировал цены на акции и вывел ключевое определение: рынок является эффективным, если он «быстро адаптируется к новой информации» [7]. В таком случае максимальная доходность инвестора не может быть выше средней доходности рынка, отражением которой является движение индексов, таких как *Dow Jones Industrial Average* или *S&P 500*. При этом любой спекулятивный сверхдоход носит чисто случайный характер.

Различают три формы эффективности: слабую, среднюю и сильную.

1) *Слабая форма эффективности* выполняется, если рыночная стоимость актива в полной мере отражает всю историческую информацию, относящуюся к нему, главным образом – информацию о прошлой динамике цен и объемов торгов. В соответствии с данной гипотезой анализ прошлых ценовых колебаний нецелесообразен и даже бесполезен в силу того, что они уже автоматически учтены в текущей рыночной цене.

2) *Средняя форма эффективности* существует, когда рыночная стоимость актива полностью учитывает в себе как прошлую, так и публичную информацию, имеющуюся на рынке в настоящий момент времени и ставшую открытой благодаря распространению в прессе, отчётах компаний, аналитических прогнозах и прочих общедоступных источниках. Если рынок характеризуется средней степенью эффективности, то у инвестора, следящего за новостным фоном, не существует преимуществ перед теми, кто не владеет новостной информацией. Таким образом, средняя форма эффективности рынка противоположна концепции фундаментального анализа и идее о торговле на новостях.

3) *Сильная форма эффективности* выполняется, если стоимость рыночного актива полностью отражает всю имеющуюся о нём информацию – историческую и текущую, причем не только публичную, но и непубличную (инсайдерскую), известную узкому кругу лиц, в силу их служебного положения и прочих факторов. Сильная форма характеризует такой рынок, на котором даже игроки, имеющие доступ к инсайдерской информации, не могут воспользоваться ей для зарабатывания прибыли выше среднерыночной. Таким образом, на сильном рынке отрицается любая возможность получить доход выше среднерыночного, в том числе, с помощью анализа рынков и компаний.

Однако, Грэм и Додд полагают, что не существует абсолютно эффективных рынков, иначе хотя бы у ряда инвесторов не существовало

бы необходимости следить за состоянием портфеля ценных бумаг и диверсифицировать его, достаточно было бы «подобрать горстку выпусков ценных бумаг, изменения доходности которых взаимно погашались бы» [5].

Авторы убеждены: «Не нужно предполагать, что рынки эффективны и цены верны. Для проверки корректности цен следует использовать профессиональный анализ ценных бумаг» [5].

Гипотеза об эффективности рынка действительно вызывает много сомнений. Даже будучи её сторонником, экономист, профессор экономики Пристонского университета Бертон Малкиел в своей статье приводит исторические примеры, когда теория эффективности не подтверждалась в практике биржевой торговли [8]. Усомниться в действенности теории вынуждают и кризисы фондового рынка: правда ли резкие взлёты и падения котировок акций отражают столь же стремительные изменения их внутренней стоимости? Очевидно, нет. Следовательно, проведение анализа безусловно необходимо.

Раскрывая сущность анализа, Грэм и Додд выделили три его основные функции [5], одновременно описывающие этапы проведения анализа в обобщённом виде:

- описание;
- оценка;
- критический анализ.

Описание главной целью имеет сбор, сортировку, анализ и истолкование фактов, характеризующих конкретную ценную бумагу. В итоге аналитику необходимо представить результаты в систематизированном и легко воспринимаемом виде. Описательный анализ бумаги включает в себя несколько этапов:

1) Поиск информации.

На данном этапе аналитик производит поиск наиболее актуальной информации о финансово-экономическом положении компании, акции

которой планируются, например, к приобретению, а также иных компаний из той же отрасли. Основным источником информации здесь: годовые финансовые отчёты компаний, бухгалтерская финансовая отчетность. Полученные данные по разным компаниям сопоставляются и могут быть подкорректированы в соответствии со всей исследованной информацией.

2) Отслеживание корпоративных событий.

В ходе описательного анализа необходимо обратить во внимание на факторы и важные события, в которых могла быть раскрыта полезная информация о компании. К таким событиям могут быть отнесены сделки слияний и поглощений, присоединений, крупных контрактов, в которых могла быть информация об изменении линейки услуг, увеличении/снижении доли рынка, изменении географии рынков сбыта, усиление конкуренции и др.

3) Сравнительный анализ.

В итоге требуется провести сопоставление полученной информации с компаниями этой же отрасли или ряда смежных отраслей для того, чтобы более обоснованно сделать вывод о финансовом состоянии компании и перспективах уровня ее доходов в будущем.

Оценка стоимости ценной бумаги может основываться на трех различных подходах.

1) Прогнозирование.

Этот подход включает в себя оценку будущей рыночной эффективности. Авторы предупреждают: этот подход не стремится определить справедливую стоимость актива, а основывается на серьёзном допущении о том, что текущая рыночная стоимость в большой степени адекватно отражает все фундаментальные факторы. Поэтому основываясь на текущей рыночной цене, аналитик пытается предвидеть её будущее движение и выявить ряд компаний, чьи акции будут демонстрировать уверенный рост.

2) Оценка внутренней стоимости.

Этот подход – прямо противоположный предыдущему, так как его задача – это попытка определить стоимость акции независимо от её текущей рыночной цены. Единого определения понятия «внутренняя стоимость» не существует, к тому же в литературе у него имеется ряд синонимов: «справедливая», «оценочная», «инвестиционная», «разумная» стоимость. При этом, наиболее смысловым считают термин-синоним «центральная стоимость», поскольку он отражает необходимость определения некой центральной тенденции, вокруг которой колеблется текущая рыночная цена актива. Другими словами, внутренняя стоимость – это та цена, по которой продавались бы бумаги в условиях абсолютно эффективного рынка, обоснованная цена, отражающая, сколько бумаги стоят на самом деле.

3) Оценка относительной стоимости.

В рамках данного подхода аналитик по-прежнему отвергает возможность определения внутренней стоимости акции исходя из её взаимосвязи с текущей рыночной ценой. Внутренняя стоимость здесь связывается с господствующим уровнем цен на группы акций компаний-аналогов. В современной литературе по оценке стоимости бизнеса такой подход принято считать сравнительным.

С точки зрения концепции фундаментального анализа именно второй подход является наиболее точным.

Критический анализ носит стратегический характер и требует от аналитика проявления широты мышления, лидерских качеств, кругозора и опыта в деле анализа и оценки. Главной задачей этого этапа формирование решения на основе результатов проведенного исследования о том, необходимо улучшать в финансовой практике и корпоративной политике компании с целью её финансового оздоровления и увеличения стоимости.

Одновременно, аналитик должен преследовать и интересы инвесторов, защищая их от возможных непредсказуемых действий менеджмента компании. Финансовая устойчивость хозяйствующего

субъекта и эффективная работа её менеджмента – главные составляющие её успеха на пути к интересу инвесторов и росту её капитализации. Важнейшие финансовые решения касаются следующих аспектов деятельности:

- выявление структуры капитала компании;
- определение приоритетов компании при решении вопросы о
- распределении прибыли на дивиденды и реинвестирование в
- расширение бизнеса;
- эффективность работы менеджеров и система их вознаграждения;
- положения, отраженные в уставных документах;
- принятие решения о продолжении или ликвидации убыточного
- бизнеса [5].

Для более комплексного понимания сущности фундаментального анализа рассмотрим позиции иных авторов и исследователей. Л. Гитман и М. Джонк в книге «Основы инвестирования» дают весьма краткое, но одновременно емкое определение: «...глубокое исследование финансового положения и результатов хозяйственной деятельности компании» [9]. В данном случае, авторы обращают внимание на глубину исследования результатов деятельности фирмы, однако оно совсем не включает необходимости изучения макроэкономических факторов.

К.В. Криничанский дает следующее определение: «фундаментальный анализ – это ориентированный на принятие инвестиционных решений анализ рынка ценных бумаг, направленный на прогнозирование основных параметров рынка и основанный на исследовании факторов (макро- и микроэкономических, политических, природных и т.п.), влияющих на динамику рынка» [10]. Данная трактовка носит более общий характер, поскольку в ней речь идет не о фундаментальном анализе ценных бумаг, а об анализе рынка ценных бумаг

в целом. Однако можно отметить ее важность в том, что автор отмечает направленность анализа на прогнозирование. Также в нем присутствует формулировка цели – ориентированность на принятие инвестиционных решений.

Инвестиционная энциклопедия трактует фундаментальный анализ как метод оценки ценных бумаг, который нацелен на определение их внутренней стоимости посредством изучения соответствующих экономических, финансовых и других качественных и количественных факторов. Фундаментальный анализ направлен на рассмотрение всего, что может повлиять на стоимость ценной бумаги, включая макроэкономические факторы (касательно не только всей экономики, но и конкретной отрасли), а также микроэкономические (к примеру, менеджмент компании или ее финансовое положение) [11]. Данное определение является наиболее комплексным, так как содержит сразу все аспекты приведенных выше трактовок, а также делает упор на необходимость учета не только количественных, но и качественных показателей.

Приведенные точки зрения на сущность фундаментального анализа относятся к разным периодам двадцатого и двадцать первого веков. При этом они не противоречат друг другу, а дополняют.

Таким образом, фундаментальный анализ – это ориентированный на принятие инвестиционных решений анализ ценных бумаг, который нацелен на определение их внутренней стоимости и включает в себя многофакторную оценку макро- и микросреды эмитента ценных бумаг на основе качественных и количественных показателей.

Также следует отметить отличия фундаментального анализа от технического. Принципиальным отличием является то, что технические аналитики пользуются ретроспективной информацией, их действия направлены на экстраполяцию прошлых тенденций в будущее, а фундаментальные аналитики фиксируют своё внимание на перспективах

вопросах темпов роста прибыли, чистых денежных потоков, прочих показателей финансовой отчетности, на основе чего делаются выводы о привлекательности ценных бумаг для инвестирования. Стоимость бумаги непременно должна быть подтверждена активами, доходами, дивидендами, перспективами и профессионализмом менеджмента корпорации [5]. Фундаментальный аналитик также использует не только текущую, но и прошлую информацию, однако, он не предполагает, что события прошлого повторяются в неизменном виде и в будущие периоды [2].

Еще одной особенностью фундаментального анализа является долгосрочный горизонт планирования, в то время технические аналитики изучают рыночные сигналы на период менее года.

В качестве **особенностей фундаментального анализа** можно выделить:

1) Комплексный подход. Фундаментальный анализ позволяет инвестору оценить инвестиционную ситуацию на макро- и микроуровне. Это дает ему более широкое представление об объекте инвестирования и его окружении.

2) Учет перспектив. Во время анализа инвестор учитывает перспективы развития бизнеса, в частности, перспективы выхода на новый рынок, выпуск новой продукции, рост показателей и др. Такой подход оправдан с точки зрения именно инвестирования.

3) Используется в основном для долгосрочного инвестирования. Фундаментальный анализ направлен на помощь в принятии именно долгосрочных инвестиционных решений. Это существенный положительный момент, как для компании-объекта вложений, так и для экономики в целом.

Для компании долгосрочные инвесторы полезны тем, что, они являются дополнительным источником долгосрочного капитала, что позволяет ей развиваться. С макроэкономической точки зрения, при

условиях долгосрочного инвестирования рынок ценных бумаг начинает выполнять свои истинные функции. Такое состояние рынка ценных бумаг повышает инвестиционный климат в стране, привлекая в экономику уже и долгосрочные иностранные инвестиции.

4) Трудоемкость. Фундаментальный анализ требует больших временных затрат и рассмотрения множества факторов, что иногда является достаточно сложным.

5) Необходимость всесторонней информации. Для того, чтобы учесть все факторы, влияющие на деятельность компании и ее перспективы, нужна информация, которой зачастую нет в открытом доступе.

Таким образом, фундаментальный анализ основывается на изучении общей экономической ситуации, состоянии отраслей, положении в отрасли отдельных компаний-эмитентов ценных бумаг. Цель фундаментального анализа – оценка инвестиционной привлекательности предприятий, выявление наиболее недооцененных финансовых инструментов, обладающих наивысшим потенциалом роста в долгосрочной перспективе. В основе фундаментального анализа ценной бумаги лежит процесс сбора и обработки информации для определения стоимости этой ценной бумаги, и процесс заключается в выделении и оценке каждого фактора, влияющего на спрос и предложение на рынке ценных бумаг.

Фундаментальный анализ исходит из того, что «истинная» (или внутренняя) стоимость любого финансового актива равна приведенной стоимости всех наличных денежных потоков, которые владелец актива рассчитывает получить в будущем. Иными словами, речь идет об оценке стоимости акций компании-эмитента на основе анализа способности компании приносить прибыль.

Таким образом, фундаментальный анализ – это оценка множества внешних и внутренних факторов, существенно влияющих на финансовую и хозяйственную деятельность компании, результаты которой находят отражение в рыночной стоимости ее ценных бумаг. Таких факторов

великое множество. Это и деятельность конкурентов, и политическая ситуация в стране, и эффективность менеджмента, и неукоснительное соблюдение прав акционеров общества, и финансовое положение компании. Главной целью применения фундаментального анализа является определение текущей рыночной стоимости ценной бумаги и последующий ее мониторинг для принятия соответствующих инвестиционных решений.

2. Инструментарий фундаментального анализа

2.1. Макроэкономический анализ

Рассмотрим классическую схему проведения фундаментального анализа. Родоначальники фундаментального анализа в своей книге выделяли два основных подхода: снизу вверх и сверху вниз (рисунок 1).

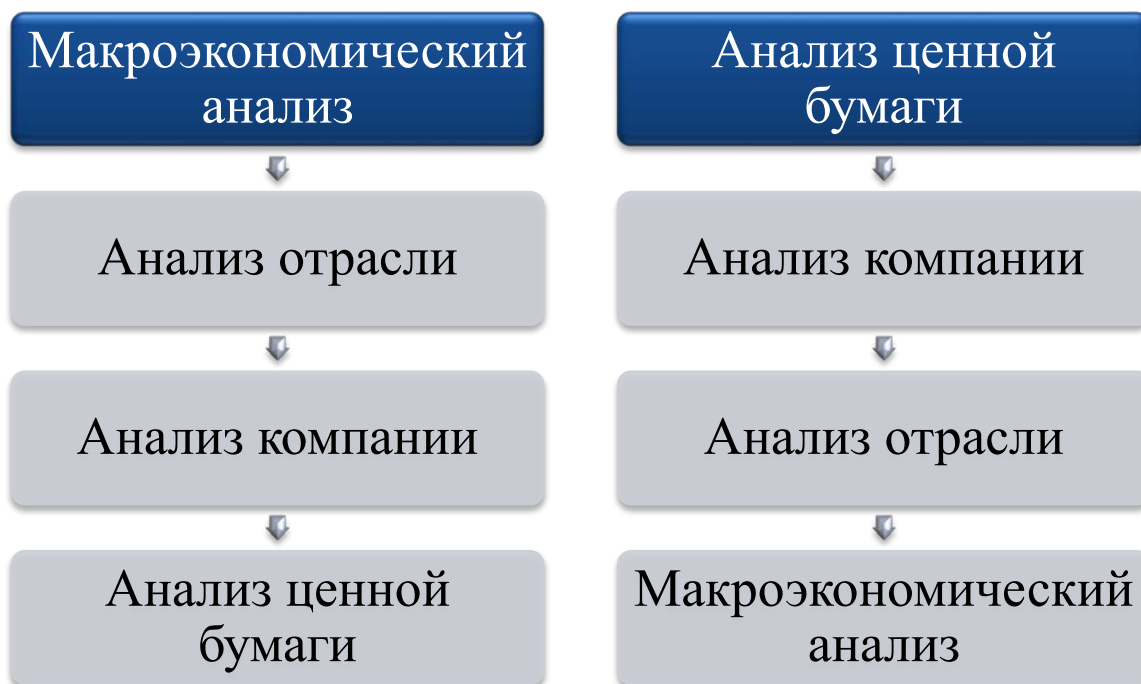


Рисунок 1 «Подходы к фундаментальному анализу»

Подход сверху вниз предполагает изучение экономической ситуации в стране, исследование состояния отраслей, оценку финансового положения компании, а затем – оценку ценных бумаг. При использовании этого метода аналитик сначала составляет прогнозы для экономики в целом, затем для отдельных отраслей, а уже потом для конкретных компаний и эмитируемых ими финансовых инструментов. В этом случае прогнозы для отраслей основываются на прогнозах для экономики в целом, а прогнозы для компаний, в свою очередь, строятся на прогнозах предыдущих уровней. Подход снизу вверх действует наоборот. Грэм и Додд отмечают: «На самом деле, однако, многие очень крупные организации используют при инвестировании подход снизу вверх, а

многие частные инвесторы, располагающие весьма скромными ресурсами, двигаются сверху вниз» [5].

Грэм и Додд считали, что «перспективы рынков акций и облигаций зависят от будущей динамики следующих экономических факторов:

- 1) темпы роста валового национального продукта (ВНП) в постоянных и текущих ценах;
- 2) уровень и объем накоплений, осуществляемых компаниями, в том числе пенсионными фондами, и отдельными людьми;
- 3) спрос на накопленные средства, создаваемый потребностями потребителей, бизнеса и правительств;
- 4) темп инфляции и ожидаемое инфляционное давление;
- 5) прибыли корпораций» [5].

Основоположники фундаментального анализа учитывают все основные макроэкономические показатели, которые позволяют судить о состоянии экономики страны. При этом, К.В. Криничанский значительно расширяет состав фундаментальных макроэкономических факторов. Помимо перечисленных, он включает такие показатели, как официальные учетные ставки, дефицит торгового и платежного баланса, уровень безработицы, денежная масса, размер прямых и портфельных инвестиций, размер розничных продаж, уровень производительности труда в экономике, объем промышленного и жилищного строительства и т.д. [10]

С одной стороны, более детальный анализ повышает степень точности оценок и прогнозов, но, с другой, излишнее количество показателей может усложнить процесс подведения итогов, нежели внесет ясность.

Все макроэкономические факторы можно разделить на группы:

1) Показатели, характеризующие состояние экономики страны:

- ВВП;
- инфляция;

- безработица;
- процентные ставки;
- курсы валют;
- динамика потребительского спроса;
- объем промышленных инвестиций;
- объем личных сбережений;
- уровень доходов населения;
- объем и структура инвестиций в экономику.

Одним из главных факторов определяющих динамику доходов фирмы является макроэкономическая ситуация на рынке. Быстрорастущая экономика привлекательна для фирм, так как существуют возможности для увеличения доходов. Состояние экономики страны во многом определяет ее инвестиционную привлекательность на международном рынке.

Ключевым показателем, безусловно, является ВВП, который показывает суммарное количество товаров и услуг произведенной экономикой страны за год. Другой популярный индикатор – индекс промышленного производства.

Внутренний валовый продукт рассчитывается ежеквартально, с текущими поправками. В простейшем случае при расчете ВВП учитываются 4 основные компоненты: объем потребления (С), объем инвестиций(І), правительственные расходы(Г), и чистый экспорт, то есть полный экспорт(Х) минус полный импорт(М). Формула ВВП выглядит следующим образом: $GDP = C + I + G + (X - M)$. Чем больше рост ВВП, тем больше инвестиционная привлекательность фондового рынка, но только в том случае если рост ВВП не сопровождается значительным темпом инфляции.

Влияние быстрого роста ВВП на рынок акций зависит от того, в какой точке цикла деловой активности оно оказывается. В начале цикла,

при выходе из рецессии, рост ВВП рынком акций приветствуется. В остальной части бизнес-цикла рост ВВП ассоциируется с ростом прибыли предприятий и также приводит к росту рынка акций, но только в том случае если этот рост не слишком существенен (не совершает больших скачков по отношению к значениям в предыдущих кварталах), если не ожидается проблем с поставками сырья, недостатка рабочих рук, витка инфляции или изменение учетных ставок. Слишком большой рост воспринимается с настороженностью, поскольку, как показывает история, часто предшествует рецессии. Индикатор ВВП может быть использован для изучения инвестиционной привлекательности экономики двумя путями. Первый путь – оценить соотношение капитализации фондового рынка и ВВП страны для определения степени оцененности экономики, второй – сравнение темпов роста экономики страны с другими странами.

Следующий по важности экономический индикатор, определяющий оцененность фондового рынка – инфляция. Инфляция представляет собой общее повышение стоимости товаров или услуг с течением времени. С точки зрения экономической стабильности инфляция является неблагоприятным фактором. Наиболее общей мерой инфляции является индекс потребительских цен, который представляет собой увеличение стоимости «фиксированной корзины товаров». «Корзина» товаров включает в себя наименования, необходимые среднему потребителю, такие как продукты питания, бензин, жилье и медицинское обслуживание. Другой популярной мерой инфляции является индекс цен производителей. В отличие от индекса потребительских цен, отражающего увеличение стоимости товаров на розничном или потребительском уровне, показывает стоимость товаров и услуг на оптовом уровне. Как правило, за увеличением индекса цен производителей следует увеличение потребительских цен. Однако бывают ситуации, когда индекс цен производителей увеличивается, в то время как индекс потребительских цен остается неизменным. Это – пример ситуации, когда увеличение цен на

оптовом уровне «абсорбируется» компаниями и не передается на уровень потребителей. Как инфляция воздействует на фондовый рынок? Времена инфляционного роста обычно трудны для компаний, и цены на акции падают по мере уменьшения прибыльности.

Инфляция находит отражение в ставке процента. Высокие процентные ставки снижают настоящую стоимость будущих потоков платежей, тем самым, снижая привлекательность инвестиций. Процентная ставка один из самых важных показателей характеризующих экономику. Непредвиденное повышение процентных ставок оказывает негативное влияние на рынок акций. К сожалению, прогноз процентных ставок представляет собой сложнейшую задачу. Но кроме инфляции на процентные ставки оказывают воздействие такие показатели как: предложение капитала от домашних хозяйств, спрос на капитал и монетарная политика.

2) Государственная экономическая политика (денежно-кредитная, налоговая, экспортная и т.д.).

Изучение данного аспекта необходимо, так как, например, денежно-кредитная политика устанавливает величину ключевой ставки, экспортная политика влияет на интерес к отечественным предприятиям за рубежом, фискальная – на уровень доходов. Соответственно, экономическая политика государства влияет на показатели, указанные выше, и, соответственно, может объяснить их изменение или спрогнозировать значение.

3) Нормативно-правовое регулирование государства

Аналитик должен ориентироваться в существующих в стране законах, порядках, ограничениях, организационно-правовых формах организаций, налогообложении и т.д. Соответственно, правовое регулирование должно также быть объектом исследования аналитика.

4) Политические риски

В настоящее время фондовый рынок реагирует практически на любые политические события и новости, что отражается в котировках и ценах финансовых инструментов. Соответственно, фактор политических рисков обязательно должен учитываться аналитиком, так как нестабильная политическая система в стране может повлечь за собой нестабильность в экономике, в частности, и на фондовом рынке.

5) Мировая конъюнктура

В процессе анализа нужно учитывать спрос и предложение на товары и услуги и на международной арене, особенно это важно, если инвестор планирует приобретать ценные бумаги предприятий, которые занимаются экспортом продукции.

Также нужно рассмотреть основные тенденции в мировой экономике: определение политик мировых Центробанков и выявление преобладающих направлений спекулятивных и среднесрочных денежных потоков, как между различными классами мировых активов, так и между различными странами, анализ темпов роста мировой экономики и динамика мировых бизнес циклов.

Особую роль в анализе мировой экономики играют процентные ставки ведущих экономик мира: США, Евросоюза и Англии. Так повышение процентных ставок в США негативно влияет на рынки ценных бумаг развивающихся стран. Консервативные инвесторы предпочтут облигации федеральной резервной системы облигациям и акциям рискованных, но более доходных развивающихся рынков. Так при росте учетных ставок развивающиеся рынки будут демонстрировать отток денег. Однако при понижении учетных ставок, развивающиеся рынки становятся привлекательным инструментом для среднесрочных и долгосрочных вложений капитала.

Повышение процентных ставок приводит к ужесточению кредитно-денежной политики в США, целью которой является стимулирование инвестиций в США. Рост рынков развивающихся стран на фоне

повышения учетных ставок главных экономик мира кажется все более неустойчивым.

Публикуемые МВФ отчеты о состоянии экономики являются достоверным индикатором. Так главную роль играют темпы роста мирового ВВП. Рост мировой экономики является позитивным сигналом для инвесторов, а ее снижение негативным.

6) Природные и прочие риски

7) Состояние рынков капитала и фондового рынка (уровень капитализации рынка акций, объем торгов, количество эмитентов) в сравнении с показателями других стран.

Таким образом, фундаментальный анализ на макроэкономическом уровне является широким и многогранным, поскольку имеет множество аспектов для изучения.

2.2. Анализ отрасли

Второй этап фундаментального анализа – анализ отрасли. Когда уже готов макроэкономический анализ, необходимо его спроецировать на отдельные отрасли экономики. Не все отрасли одинаково чувствительны к текущему бизнес циклу. Так, например, акции компаний занимающихся добычей нефти зависят от цены на нефть, акции компаний цветной металлургии от цен на цветные металлы. Акции данных компаний чувствительны к текущему бизнес циклу, так как именно в периоды расцвета экономики наблюдается усиление конкуренции фирм за ресурсы. Но, к примеру, компании, работающие в сфере розничной торговли, производящие продукты питания, то есть продукты которых неэластичны по спросу менее подвержены колебаниям бизнес циклов. Вторым фактором, определяющим чувствительность компании к бизнес циклу, является операционный левеидж. Операционный левеидж – это соотношение постоянных и переменных затрат. Компании с большей долей переменных затрат менее чувствительны к бизнес циклам, так как

они могут безболезненно урезать производство тем самым сократив затраты. Компании с большей долей постоянных затрат, не смогут также оперативно сократить затраты вместе с падением продаж и будут вынуждены терпеть убытки, то есть фирмы с высокой долей переменных затрат имеют больший финансовый леверидж, так как малое изменение условий, в которых работает бизнес, оказывает существенное влияние на прибыльность компании.

Другим важным аспектом фундаментального анализа отрасли является определение стадии ее развития или другими словами жизненный цикл отрасли. Типичный жизненный цикл рынка может быть описан пятью стадиями. Первая стадия так называемый стартап. На этой стадии происходит зарождение новой индустрии, стадия с высоким ростом выручки, рынок не насыщен новым продуктом, прибыль компании отрицательная. Оценка компании базируется целиком на будущем росте. Вторая стадия – бурная экспансия, на этой стадии рынок растет очень быстрыми темпами, выручка компании растет такими же стремительными темпами, компания начинает приносить прибыль, которая полностью реинвестируется. Третья стадия сильный рост – и выручка и прибыль растут, компания уже может выплачивать некую сумму в дивидендах. Но при этом у компании уже появляются конкуренты, входящие в отрасль; фирма обладает какой-то операционной историей, которую можно использовать для оценки бизнеса. Четвертая стадия – зрелость. На зрелом рынке темп роста выручки замедляется, при этом прибыль все еще растет быстрее выручки, так как компания повышает эффективность. На этой стадии фирмы платят наибольшие дивиденды. Оценка такой компании будет уже базироваться на текущих активах, чем на ожидаемом росте. И последняя стадия – снижение, выручка компании падает, прибыль снижается, компании постепенно выходят с рынка. Оценка производится в основном в соответствии с текущими активами.

Данная классификация отраслей и фирм заметно упрощена по сравнению с настоящей жизнью, но дает общее представление о том чего можно и нужно ожидать от деятельности компании работающей в определенной отрасли.

На какой стадии жизненного цикла выгодно осуществлять портфельные инвестиции в отрасль? Наиболее распространенное мнение на рынке, что для инвестиций больше подходят быстрорастущие компании. Однако повышенное внимание аналитиков к таким отраслям создает все предпосылки того, что все перспективы роста уже будут учтены в цене акции. И более того высокие темпы роста привлекают конкурентов, что пагубно сказывается на динамике продаж и марже прибыли.

Кроме того, отрасли можно подразделить на три вида:

1. *Растущие отрасли* характеризуются постоянным и опережающим по сравнению с другими отраслями увеличением объемов продаж и прибыли, высоким темпом роста котировок на ценные бумаги, инвестирование нераспределенной прибыли в развитие производства. К растущим отраслям относятся те, которые находятся на этапе становления, а также традиционные отрасли, переживающие период роста в результате внедрения новых технологий или перехода на выпуск инновационной продукции.

2. *Стабильные отрасли* отличаются устойчивостью своего развития. В данных отраслях объемы продаж и прибыль относительно стабильны и устойчивы даже в период экономического спада. К стабильным можно отнести отрасли, связанные с производством предметов и услуг текущего потребления, спрос на которые остается постоянным независимо от фазы цикла деловой активности.

3. *Циклические отрасли* характеризуются особой чувствительностью к деловым циклам в экономике. К ним относятся отрасли, производящие средства производства или предметы длительного

пользования, а также услуги, объем которых зависит от цикла годовой активности.

Для оценки отрасли, в которой осуществляет деятельность компания, ценные бумаги которой инвестор планирует приобрести или продать, нужно учитывать и ряд других факторов:

1) Основные экономические показатели, характеризующие состояние отрасли (емкость рынка, вклада отрасли в ВВП страны, в производительность труда, в занятость, прибыль отрасли, ее рентабельность, темпы роста и др.);

2) Специфика отрасли;

3) Конкурентная среда;

4) «Отрасли-потребители»;

5) Движущие силы и угрозы отрасли;

6) Стадия/этап развития отрасли;

7) Значимость отрасли.

В отраслевом анализе, как и в макроэкономическом, возможно снижение эффективности подведения итогов из-за множественности факторов, рассматриваемых на данном этапе фундаментального анализа.

2.3. Анализ компании

Следующий этап фундаментального анализа – оценка компании. Оценка и анализ компании проводится с помощью финансового анализа – анализ проводится в основном как финансовый анализ по результатам финансовой отчетности, годового отчета. Изучаются:

1. показатели ликвидности;

2. деловая активность;

3. прибыльность;

4. анализ рыночных коэффициентов.

Одним из самых популярных показателей оценки акций является *собственный капитал компании или чистые активы*. Собственный

капитал компании можно найти в бухгалтерском балансе. Собственный капитал компании – это чистые активы, которые могут быть получены путем вычитания из активов всех обязательств. Если капитализация компании опускается ниже значения собственного капитала компании, то ее можно считать недооцененной. Однако, следует обратить внимание на *качество активов компании*, если денежные средства обладают абсолютной ликвидностью, то такая статья как нематериальные ценности и гудвил не может нам дать полной уверенности, что при продаже мы получим то количество денег, которое указано в балансе компании. При этом особое внимание следует обратить на *рентабельность компании*. Так если компания торгуется с коэффициентом отношения капитализации к собственному капиталу меньше нуля и имеет хорошую рентабельность, то она является хорошим объектом для портфельных инвестиций.

Другим показателем оценки компании является ***ликвидационная стоимость на акцию***. Этот показатель представляет собой сумму денег, которая может быть получена, если распродать все активы, выплатить весь долг и выплатить оставшиеся деньги акционерам. Ликвидационная стоимость может служить тем показателем, ниже которого акция упасть не может, так как, если бы подобное произошло, фирма стала бы идеальным кандидатом для атаки корпоративными рейдерами. Рейдеры при возможности приобрели бы контроль над фирмой, распродали бы активы, выплатили долги и получили бы прибыль, так как цена, заплаченная за фирму, меньше чем ликвидационная стоимость.

Другим показателем является ***восстановительная стоимость активов фирмы за минусом обязательств***. Некоторые аналитики считают, что стоимость фирмы не может уйти слишком далеко от восстановительной стоимости, так как в этом случае конкуренты воспроизвели бы фирму. Давление со стороны конкурентов входящих в ту же отрасль будет понижать стоимость компании пока она не придет в соответствие с восстановительной стоимостью. Эта идея популярна среди

экономистов, отношение капитализации компании к восстановительной стоимости известно как Tobin's q. В долгосрочной перспективе, отношение капитализации к восстановительной стоимости будет стремиться к 1. Однако наблюдения показывают, что соотношение так же может долгое время значительно отличаться от 1.

Показатели, рассчитываемые из баланса, могут быть очень полезными, но на бычьих рынках бывает невозможно найти фирмы, торгующиеся ниже восстановительной или ликвидационной стоимости. Поэтому аналитики вынуждены обращать внимание на ожидаемые денежные потоки, так как именно они определяют цену акции.

С другой стороны, очевидно, что применение метода чистых активов к стабильно работающему предприятию, руководство которого не планирует его ликвидацию или продажу по частям, нельзя назвать абсолютно корректным. Компания как система обладает свойствами, которых нет у отдельных составляющих ее элементов – активов, следовательно, ее стоимость может быть выше, чем сумма стоимостей этих активов.

Еще одним методом позволяющим определить стоимость акции является **метод дисконтирования дивидендов**. Стоимость акции определяется как настоящая стоимость денежного потока. Если представить гипотетическую ситуацию, в которой инвестор покупает акцию с намерением держать ее вечно, то есть после своей смерти завещать детям, внукам и т.д. В этом случае, инвестор и его наследники получают поток дивидендов, и стоимость акции может быть рассчитана как настоящая стоимость бесконечного потока дивидендов.

$$P_0 = \frac{D_1}{1+k_s} + \frac{D_2}{(1+k_s)^2} \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k_s)^t},$$

где P_0 – внутренняя стоимость акций на сегодняшний день.

Таким образом, мы приходим к выводу, что внутренняя стоимость акции может быть различна для инвесторов в зависимости от их

оптимизма на счет компании. D_t – дивиденд, который держатель акции ожидает получить в конце года t . Все это прогнозируемые дивиденды, ожидания о величине которых могут варьироваться среди инвесторов. k_s – минимально приемлемый доход или требуемая ставка дохода на акцию, принимая во внимание рискованность акции и доход на другие инвестиции. Этот параметр опять имеет отношения к средним инвесторам. Основные детерминанты k_s включают в себя норму доходности, ожидаемую инфляцию и риск.

Если брать более обыденную ситуацию, при которой инвестор не собирается держать акцию вечно, а продаст ее в будущем, то стоимость акции для этого инвестора будет равна ожидаемому потоку дивидендов и той сумме, которую инвестор получит при продаже акции на рынке. Но и та цена, которую инвестор получит при продаже, будет зависеть от ожидаемого потока дивидендов, который от этой акции будет ожидать будущий инвестор. Таким образом, для всех инвесторов ожидаемый поток наличности должен базироваться на ожидаемых будущих дивидендах.

Формула обобщила модель оценки акции при этом, осознавая, что временной характер поведения дивидендов может быть разным: они могут расти, падать, вести себя непредсказуемо и даже быть нулевыми некоторое время. Инвесторы могут в любое время найти внутреннюю стоимость акции для любого поведения дивидендов. В реальности же самое сложное сделать прогноз будущих дивидендов. Однако во многих случаях ожидаемый рост потоков дивидендов будет расти постоянным темпом:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{k_s - g} = \frac{D_1}{k_s - g},$$

где D_0 – самые последние выплаченные дивиденды, g – ожидаемый темп роста дивидендов, по мнению среднего инвестора.

Разные инвесторы могут использовать различные g для оценки акций, но курс акции на рынке установлен по g для среднего инвестора. Последнее равенство называется моделью Гордона. Для этой формулы

$k_s > g$. Так если бы было верно обратное, то цена акции была бы равна бесконечности. В реальном мире ни одна акция не могла бы приносить доходность, растущую с постоянным темпом, превышающую требуемую ставку доходности. Инвесторы просто-напросто бы повысили требуемую доходность для данной акции.

Модель постоянного роста преимущественно применяется для компаний находящихся в зрелой фазе жизненного цикла, стабильно платящих дивиденды. Предполагаемые темпы роста компании варьируются, однако, можно предположить, что доходы зрелых компаний будут расти примерно с такой же скоростью, как и номинальный ВВП.

Теперь рассмотрим порядок расчета показателей для анализа компании.

I. Коэффициенты ликвидности (Liquidity Ratios).

Показатели ликвидности характеризуют способность предприятия быстро погашать собственные краткосрочные долговые обязательства перед кредиторами предприятия.

1. Коэффициент абсолютной ликвидности (Cash ratio)

Показывает, какая доля краткосрочных долговых обязательств может быть покрыта за счет денежных средств и их эквивалентов в виде высоколиквидных ценных бумаг и депозитов, т.е. абсолютно ликвидных активов предприятия. Этот показатель в первую очередь принимается в расчет будущими поставщиками и кредиторами с относительно короткими сроками кредитов. Этот показатель позволяет определить, имеются ли у предприятия ресурсы, способные удовлетворить требования кредиторов в критической ситуации. Рассчитывается по формуле:

$$\text{Абс. лик.} = (\text{денежн. ср.} + \text{кратк. фин. вложения}) / \text{текущие обязательства}$$

Рекомендуемые значения: **0,2 - 0,5**

2. Коэффициент срочной ликвидности (Quick ratio)

Отношение наиболее ликвидной части оборотных средств (денежных средств, дебиторской задолженности, краткосрочных финансовых вложений) к краткосрочным обязательствам. Обычно рекомендуется, чтобы значение этого показателя было больше 1.

Рассчитывается по формуле:

$$QR = (\text{денежн. ср.} + \text{кратк. фин. вложения} + \text{сч. к получению}) / \text{текущие пассивы}$$

Рекомендуемые значения: **0,3 - 1**

3. Коэффициент текущей ликвидности (Current Ratio)

Рассчитывается как частное от деления оборотных активов на краткосрочные обязательства и показывает достаточно ли у предприятия средств, которые могут быть использованы для погашения краткосрочных обязательств. В состав оборотных активов принято включать денежные средства (cash), краткосрочные финансовые вложения (short term investments), дебиторскую задолженность (debtors), запасы сырья, материалов, товаров и готовой продукции (inventory). Превышение оборотных средств над краткосрочными обязательствами более чем в три раза также является нежелательным, поскольку может свидетельствовать о нерациональной структуре активов. Превышение оборотных средств в три раза оправдано может быть тем, что не все составляющие текущих активов имеют одинаковую ликвидность, т. е. могут быть реализованы одинаково быстро без потери в стоимости.

Рассчитывается по формуле:

$$CR = \text{текущие активы} / \text{текущие пассивы}$$

Рекомендуемые значения: **1 - 2**

4. Чистый оборотный капитал (Net working capital)

Разность между оборотными активами предприятия и его краткосрочными обязательствами. Чистый оборотный капитал необходим для поддержания финансовой устойчивости предприятия, поскольку превышение оборотных средств над краткосрочными обязательствами означает, что предприятие не только может погасить свои краткосрочные обязательства, но и имеет резервы для расширения деятельности. Недостаток оборотного капитала свидетельствует о неспособности предприятия своевременно погасить краткосрочные обязательства. Значительное превышение чистого оборотного капитала над оптимальной потребностью свидетельствует о нерациональном использовании ресурсов предприятия. Рассчитывается по формуле:

$$NWC = \text{текущие активы} - \text{текущие пассивы}$$

Рекомендуемые значения: > 0

II. Показатели структуры капитала или коэффициенты финансовой устойчивости (Gearing ratios).

Показатели структуры капитала отражают соотношение собственных и заемных средств в источниках финансирования компании, т.е. характеризуют степень финансовой независимости компании от кредиторов. Это является важной характеристикой устойчивости предприятия. Для оценки структуры капитала используются следующие отношения:

1. Коэффициент финансовой независимости (Equity to Total Assets)

Характеризует зависимость фирмы от внешних займов. Чем ниже значение коэффициента, тем больше займов у компании, тем выше риск неплатежеспособности. Каких-либо жестких нормативов соотношения

собственного и привлеченного капитала не существует, как, впрочем, не существует жестких нормативов в отношении финансовых коэффициентов в целом. Тем не менее, среди аналитиков распространено мнение, что доля собственного капитала должна быть достаточно велика - не менее 50%. Интерпретация этого показателя зависит от многих факторов: средний уровень этого коэффициента в других отраслях, доступ компании к дополнительным долговым источникам финансирования, особенности текущей производственной деятельности. Низкий коэффициент финансовой устойчивости и высокая доля краткосрочных кредитов во внешних займах вдвойне ухудшают финансовую устойчивость предприятия.

Рассчитывается по формуле:

$$\text{ФН} = \text{собственный капитал} / \text{активы предприятия}$$

Рекомендуемые значения: **0,5 - 0,8**

2. Суммарные обязательства к суммарным активам (Total debt to total assets)

Еще один вариант представления структуры капитала компании. Демонстрирует, какая доля активов предприятия финансируется за счет долгосрочных займов. Чем показатель меньше, тем лучше финансовая устойчивость компании.

Рассчитывается по формуле:

$$\text{TD} / \text{TA} = (\text{долгоср. обязат.} + \text{текущ. обязат.}) / \text{активы предприятия}$$

Рекомендуемые значения: **0,2 - 0,5**

3. Долгосрочные обязательства к активам (Long-term debt to total assets)

Показывает, какая доля активов предприятия финансируется за счет долгосрочных займов.

Рассчитывается по формуле:

$$LD / TA = \text{долгоср. обязат.} / \text{активы предприятия}$$

4. Суммарные обязательства к собственному капиталу (Total debt to equity)

Отношение кредитных и собственных источников финансирования. Также, как и TD/TA, является еще одной формой представления коэффициента финансовой независимости. Чем меньше коэффициент, тем более стабильным является финансовое положение предприятия.

Рассчитывается по формуле:

$$TD / EQ = (\text{долгоср. обязат.} + \text{текущ. обязат.}) / \text{собственный капитал}$$

Рекомендуемые значения: **0,25 - 1**

5. Долгосрочные обязательства к внеоборотным активам (Long-term debt to fixed assets)

Демонстрирует, какая доля основных средств финансируется за счет долгосрочных займов.

Рассчитывается по формуле:

$$TD / FA = (\text{долгоср. обязат.} + \text{текущ. обязат.}) / \text{долгосрочные активы}$$

6. Коэффициент покрытия процентов (Times interest earned)

Характеризует степень защищенности кредиторов от невыплаты процентов за предоставленный кредит и демонстрирует: сколько раз в

течение отчетного периода компания заработала средства для выплаты процентов по займам. Этот показатель также позволяет определить допустимый уровень снижения прибыли, используемой для выплаты процентов.

Рассчитывается по формуле:

$$TIE = \text{прибыль до вычета налогов и \% по кредитам} / \% \text{ по кредитам}$$

Рекомендуемые значения: > 1

III. Коэффициенты рентабельности (Profitability ratios).

Коэффициенты рентабельности показывают, насколько прибыльна деятельность компании.

1. Коэффициент рентабельности продаж (Return on sales), %

Демонстрирует долю чистой прибыли в объеме продаж предприятия. Главный и наиболее часто упоминаемый показатель рентабельности. Для российских предприятий уже хорошо, если он не отрицательный и приведен в соответствии с уровнем инфляции. Для западных предприятий рентабельность варьируется от отрасли к отрасли и принимает свои собственные значения.

Рассчитывается по формуле:

$$ROS = (\text{чистая прибыль} / \text{чистый объем продаж}) * 100\%$$

2. Коэффициент рентабельности собственного капитала (Return on shareholders' equity), %

По сути главный показатель для стратегических инвесторов (в российском понимании- вкладывающих средства на период более года). Позволяет определить эффективность использования капитала,

инвестированного собственниками предприятия. Под собственным капиталом обычно понимается сумма акционерного капитала и резервов, образованных из прибыли предприятия. Рентабельность собственного капитала показывает, сколько денежных единиц чистой прибыли заработала каждая единица, вложенная собственниками компании.

Рассчитывается по формуле:

$$ROE = (\text{чистая прибыль} / \text{собственный капитал}) * 100\%$$

Более расширенно формулу расчета рентабельности собственного капитала можно записать следующим образом:

$$ROE = \text{net income} / \text{equity} = ROA / ((1 - \text{debt}) / \text{assets})$$

$$\begin{aligned} \text{Рентабельность соб. кап.} &= \text{прибыль} / \text{величина собст. капитала} \\ &= \\ &= \text{рентаб. активов по чист. прибыли} / ((1 - \text{заемные и привл. сред.}) / \\ &\quad \text{активы предприятия}) \end{aligned}$$

net income - чистая прибыль (прибыль после налогообложения);

equity - величина собственного капитала (средняя за период);

ROA - рентабельность активов по чистой прибыли;

debt - величина заемных и привлеченных средств;

assets - величина активов (имущества) или пассивов.

3. Коэффициент рентабельности активов предприятия (Return on assets), %

Также немаловажный показатель. Позволяет определить эффективность использования активов предприятия. Коэффициент рентабельности активов показывает, сколько денежных единиц чистой прибыли заработала каждая единица активов. Показатель рентабельности

собственного капитала характеризует эффективность работы финансовых менеджеров компании и специалистов в области управленческого учета.

Рассчитывается по формуле:

$$ROA = (\text{чистая прибыль} / \text{активы предприятия}) * 100\%$$

4. Коэффициент рентабельности оборотных активов (Return on current assets), %

Демонстрирует возможности предприятия в обеспечении достаточного объема прибыли по отношению к используемым оборотным средствам компании. Чем выше значение этого коэффициента, тем более эффективно и быстро используются оборотные средства. У разных отраслей желаемый коэффициент рентабельности разный- так у отраслей с большими капитальными вложениями и длительным производственным циклом рентабельность оборотных активов будет, как правило, ниже чем у отраслей с меньшими капитальными затратами и быстрым производственным циклом.

Рассчитывается по формуле:

$$RCA = (\text{чистая прибыль} / \text{текущие активы}) * 100\%$$

5. Коэффициент рентабельности внеоборотных активов (Return on fixed assets), %

Демонстрирует способность предприятия обеспечивать достаточный объем прибыли по отношению к основным средствам компании. Чем выше значение данного коэффициента, тем более эффективно используются основные средства, а также тем быстрее окупятся новые инвестиции в основной капитал.

Рассчитывается по формуле:

$$RFA = (\text{чистая прибыль} / \text{долгосрочные активы}) * 100\%$$

6. Коэффициент рентабельности инвестиций (Return on investment), %

Показывает, сколько денежных единиц потребовалось предприятию для получения одной денежной единицы прибыли. Этот показатель является одним из наиболее важных индикаторов конкурентоспособности и инвестиционной привлекательности.

Рассчитывается по формуле:

$$ROI = (\text{чистая прибыль} / \text{собственный капитал} + \text{долгосрочные обязат.}) * 100\%$$

7. Рентабельность продаж по маржинальному доходу (Gross Profit Margin), %

Показывает, отношение маржинального дохода предприятия к выручке от реализации.

Рассчитывается по формуле:

$$GPM = (\text{выручка от реализации за вычетом переменных затрат} / \text{выручка от реализации}) * 100\%$$

IV. Коэффициенты деловой активности (Activity ratios)

Показатели оборачиваемости активов (assets turnover) и оборачиваемости собственного капитала (equity turnover) характеризуют уровень деловой активности предприятия и рассчитываются как отношение годовой выручки от реализации продукции (работ, услуг) к среднегодовой стоимости соответственно активов и собственного капитала. Эта группа коэффициентов позволяет проанализировать,

насколько эффективно предприятие использует свои средства. Показатели деловой активности особенно важно сравнивать со среднеотраслевыми, так как их величина может существенно колебаться в зависимости от отрасли.

1. Коэффициент оборачиваемости рабочего капитала (Net working capital turnover), раз

Показывает насколько эффективно компания использует инвестиции в оборотный капитал и как это влияет на рост продаж. Чем выше значение этого коэффициента, тем более эффективно используется предприятием чистый оборотный капитал.

Рассчитывается по формуле:

$$NCT = \text{чистый объем продаж} / \text{чистый оборотный капитал}$$

2. Коэффициент оборачиваемости основных средств (Fixed assets turnover), раз

Фондоотдача. Этот коэффициент характеризует эффективность использования предприятием имеющихся в распоряжении основных средств. Чем выше значение коэффициента, тем более эффективно предприятие использует основные средства. Низкий уровень фондоотдачи свидетельствует о недостаточном объеме продаж или о слишком высоком уровне капитальных вложений, или о неэффективной технологии производства.

Рассчитывается по формуле:

$$FAT = \text{чистый объем продаж} / \text{долгосрочные активы}$$

3. Total assets turnover - Коэффициент оборачиваемости активов, раз

Характеризует эффективность использования компанией всех имеющихся в распоряжении ресурсов, независимо от источников их привлечения. Данный коэффициент показывает сколько раз за год совершается полный цикл производства и обращения, приносящий соответствующий эффект в виде прибыли. Этот коэффициент также сильно варьируется в зависимости от отрасли.

Рассчитывается по формуле:

$$TAT = \text{чистый объем продаж} / \text{активы предприятия}$$

4. Коэффициент оборачиваемости запасов (Stock turnover), раз

Отражает скорость реализации запасов. Для расчета коэффициента в днях необходимо 365 дней разделить на значение коэффициента. В целом, чем выше показатель оборачиваемости запасов, тем меньше средств связано в этой наименее ликвидной группе активов. Особенно актуально повышение оборачиваемости и снижение запасов при наличии значительной задолженности в пассивах компании.

Рассчитывается по формуле:

$$ST = \text{себестоимость реализованной продукции} / \text{товарно-материальные запасы}$$

5. Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности (Average collection period), дней.

Показывает среднее число дней, требуемое для взыскания задолженности. Чем меньше это число, тем быстрее дебиторская задолженность обращается в денежные средства, а следовательно повышается ликвидность оборотных средств предприятия. Высокое значение коэффициента может свидетельствовать о трудностях со взысканием средств по счетам дебиторов.

Рассчитывается по формуле:

$$CP = (\text{счета к получению} / \text{чистый объем продаж}) * 365$$

V. Инвестиционные критерии (Investment ratios)

1. Прибыль на акцию (Earning per ordinary share)

Один из наиболее важных показателей, влияющих на рыночную стоимость компании. Показывает долю чистой прибыли в денежных единицах, приходящуюся на одну обыкновенную акцию. Увеличение прибыли на одну акцию свидетельствует о росте компании- эмитента. Покупка акций такой компании окажется эффективным инвестиционным вложением средств на некоторое время, поскольку помимо дивидендов можно будет ожидать также роста курса акций.

Рассчитывается по формуле:

$$EPS = (\text{чистая прибыль} - \text{дивиденды по привилег. акциям}) / \text{число обыкновенн. акц.}$$

2. Дивиденды на акцию (Dividends per ordinary share)

Показывает сумму дивидендов, распределяемых на каждую обыкновенную акцию. Повышение дивидендов свидетельствует о росте прибылей компании и, как правило, является сигналом курсовой стоимости акции, в случае если до этого акции не поднимались в своей стоимости.

Рассчитывается по формуле:

$$DPS = \text{дивиденды по обыкновенн. акц.} / \text{число обыкновенн. акц.}$$

3. Соотношение цены акции и прибыли (Price to earnings), раз

Один из главных показателей, которым руководствуется большая часть рядовых инвесторов и трейдеров рынка ценных бумаг. Этот коэффициент показывает, сколько денежных единиц согласны платить акционеры за одну денежную единицу чистой прибыли компании. Он, также, показывает, насколько быстро могут окупиться инвестиции в акции компании, и позволяет сравнивать цены акций на относительной основе.

Рассчитывается по формуле:

$$P / E = \text{рыночная цена акции} / EPS$$

Уточнение: следует помнить, что рекомендуемые значения показателей, как правило, существенно различаются для разных отраслей, впрочем, как и для разных предприятий одной отрасли, и полное представление о финансовом состоянии компании можно получить только при анализе всей совокупности финансовых показателей с учетом особенностей деятельности предприятия.

Кроме перечисленных финансовых и экономических показателей, при анализе компании следует учитывать следующие факторы:

- анализ продуктовой линейки;
- анализ клиентской базы;
- анализ поставщиков и партнеров;
- используемые технологии и инновации;
- менеджмент и персонал компании;
- структура акционерного капитала компании;
- рыночная ниша, доля компании на рынке и ее динамика;
- особые условия функционирования и др.

2.4. Анализ ценной бумаги

На четвертом этапе фундаментального анализа инвестор анализирует внутреннюю стоимость ценной бумаги. Традиционно выделяют три подхода к оценке: доходный, затратный и сравнительный.

Сравнительный подход

«Совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанный на сравнении объекта оценки с объектами-аналогами объекта оценки» [12].

Базовые положения сравнительного подхода можно сформулировать следующим образом:

1) Основан на реальных рыночных ценах на сходные предприятия или акции (предполагается, что на развитых финансовых рынках цена интегрированно учитывает многочисленные факторы).

2) Сравнительный подход основывается на принципе замещения (альтернативных инвестиций).

3) Цена предприятия отражает все существенные ценообразующие характеристики предприятия (его производственные и финансовые возможности, положение на рынке и перспективы развития).

Сравнительный подход включает в себя 3 метода:

- Метод рынка капитала (компании-аналога): базой сравнения выступает одна акция, применяется для оценки миноритарных пакетов.

- Метод сделок (продаж): оценка 100% стоимости предприятия или контрольного пакета акций. По технологии проведения практически ничем не отличается от метода рынка капитала.

- Метод отраслевых коэффициентов (соотношений): основой является использование рекомендованных соотношений цен и определенных финансовых параметров. В России данный метод не получил распространения.

Доходный подход

«Совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанная на определении ожидаемых доходов от использования объекта оценки» [12].

Базовые положения доходного подхода:

1) Основан на принципе экономического ожидания. Полезность оцениваемого актива определяется будущими доходами компании.

2) Компания способна создавать экономические выгоды в будущем. Поскольку доходный подход основан на прогнозировании будущих денежных потоков компании, предполагается, что она не будет убыточной.

3) Будущие денежные потоки отражают текущую стоимость компании. Предполагается, что все будущие изменения денежных потоков компании способны отразить ее текущую стоимость.

Можно выделить 3 метода доходного подхода:

1) Метод дисконтированных денежных потоков (DCF). Является основным методом доходного подхода, поскольку может быть использован в случае неравномерного изменения денежных потоков.

2) Метод капитализации. Стоимость компании в этом случае рассчитывается как отношение доходов компании к коэффициенту капитализации. Такой расчет может использоваться в случае, если существует стабильное изменение денежных потоков, то есть они либо не меняются, либо прирост является величиной постоянной. Применение данного метода распространено в сфере оценки стоимости недвижимости, но не бизнеса.

3) Методы, основанные на концепции экономической прибыли, а именно:

- a. EVA – метод экономической добавленной стоимости
- b. SVA – метод акционерной добавленной стоимости
- c. CVA – метод денежной добавленной стоимости
- d. MVA – метод рыночной добавленной стоимости.

Затратный подход

«Это совокупность методов оценки объекта оценки, основанная на определении затрат, необходимых для воспроизводства либо замещения объекта оценки с учетом износа и устаревания» [12].

Базовые положения затратного подхода:

1. Основан на принципе замещения: рациональный инвестор не потратит на приобретение активов больше, чем он потратил на их создание.

2. Компания – это имущественный комплекс. В ходе использования затратного подхода компания раскладывается на составные части, с точки зрения видов имущества.

3. Стоимость компании рассчитывается как разность между стоимостью активов и стоимостью обязательств.

Методы затратного подхода выделяются в зависимости от того, планирует ли компания продолжать свою деятельность. В связи с этим выделяют два общих метода:

1. Метод чистых активов. Используется, если компания продолжит существовать.

2. Метод ликвидационной стоимости. Применим, компания завершает свое функционирование.

3. Условия эффективного применения фундаментального анализа

Традиционно выделяют перечень условий эффективного применения фундаментального анализа. К ним относятся:

1. Информационная прозрачность рынка. Для того чтобы аналитик смог провести фундаментальный анализ эффективно, ему необходима максимально полная информация о компании и факторах, которые могли бы повлиять на нее. К этому условию добавляется и требование достоверности предоставляемой информации. То есть для продуктивного анализа инвестор должен использовать только те показатели, которые отражают реальную ситуацию.

Однако, говорить об абсолютной информационной прозрачности рынка нельзя, так как в этом случае все участники будут в равных условиях. Это серьезно усложнит процесс анализа, поскольку в этом случае аналитик помимо профессионализма в анализе должен будет суметь первым заметить компанию с потенциалом. То есть в условиях полной информационной прозрачности фундаментальный анализ не теряет своей значимости, а становится эффективней, но одновременно сложнее.

2. Профессионализм аналитика. Эффективный фундаментальный анализ требует от инвестора соответствующих знаний и навыков аналитика в этой сфере. При этом необходимы знания из разных областей: области экономического, факторного анализа, в сфере оценки стоимости ценных бумаг.

3. Полнота учета факторов, анализ причинно-следственных связей. Чем более полно и правильно отражено влияние всех возможных факторов на акции рассматриваемой компании, тем достовернее и полезней будут результаты фундаментального анализа.

4. Неабсолютная эффективность рынка. Когда рынок эффективен, внутренняя стоимость ценной бумаги максимально приближена к рыночной цене. Следовательно, в таких условиях

фундаментальный анализ будет применяться в целях прогнозирования будущих цен, рассмотрения состояния компаний, но не для поиска значительно недооцененных или переоцененных компаний. Фундаментальный анализ в условиях неполной эффективности рынка позволяет выявить ценные бумаги со значительным разрывом между внутренней и реальной ценой, а также прогнозировать будущие изменения. В этой связи с некоторой долей условности можно говорить о том, что фундаментальный анализ более эффективен в условиях неабсолютной эффективности рынка.

5. Развитость рынка ценных бумаг. Данный фактор касается не только фундаментального анализа, но и всего инвестирования в целом. Развитый рынок предполагает значительное число игроков, крупные объемы торгов, активные действия инвесторов. На неразвитом рынке эти факторы находятся на недостаточном уровне или отсутствуют, хуже выстроена система регулирования деятельности эмитентов. Это может влиять на уровень раскрытия информации, ее достоверность, а следовательно, и на результаты фундаментального анализа.

6. Инвестор должен быть ориентирован на долгосрочную перспективу. Проведение фундаментального анализа требует значительных временных затрат, что не всегда целесообразно для кратко- и среднесрочных перспектив. Существенная доля инвесторов ориентирована на краткосрочные инвестиции, но в той или иной форме учитывают фундаментальные показатели, особенно с учетом того, что они публикуются многими аналитическими порталами и агентствами. Однако, классический фундаментальный анализ эффективен именно на долгосрочный период.

7. Стабильность условий. Как и условие развитости рынка, этот фактор носит более общий характер. Стабильность экономики, отрасли и компании в какой-то степени обеспечивает эффективность фундаментального анализа, упрощая его в плане отсутствия резких

непредвиденных ситуаций и колебаний, необходимости введения поправочных коэффициентов, отслеживания «горячих» новостей и т.д.

Таким образом, фундаментальный анализ – это анализ, направленный на изучение макроэкономических, отраслевых и микроэкономических факторов, а также оценку стоимости ценных бумаг компании. На каждом уровне анализа существует множество различных показателей и подходов, которые вместе способны дать аналитику детальное представление о сложившейся ситуации. Однако во многих показателях существует ряд ограничений, которые способны снизить эффективность проводимого анализа.

Содержание

1. Теоретические основы фундаментального анализа.....	3
2. Инструментарий фундаментального анализа.....	16
2.1. Макроэкономический анализ.....	16
2.2. Анализ отрасли.....	22
2.3. Анализ компании.....	25
2.4. Анализ ценной бумаги.....	42
3. Условия эффективного применения фундаментального анализа.....	45
Содержание.....	48
Список используемой литературы.....	49

Список используемой литературы

1. Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. - 5-е изд., перераб. и доп. — М.: ИНФРА-М, 2006. — 495 с.
2. Шарп У., Александр Г., Бэйли Дж. ИНВЕСТИЦИИ: Пер. с англ. — М.: ИНФРА – М, 2003. – С. 807.
3. Развивающиеся рынки и Россия в структуре глобальных финансов: финансовое будущее, многолетние тренды / Я. М. Миркин. — М. : Магистр, 2015. – С.139.
4. Warren Baffet – Электронный ресурс – Режим доступа: <http://www.forbes.com/profile/warren-buffett/?list=billionaires>, свободный. - Загл. с экрана.
5. Котт С., Мюррей Р. Ф., Блок Ф.Е. «Анализ ценных бумаг» Грэма и Додда / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп – Бизнес», 2000 – С. 16-17.
6. Efficient Market Hypothesis [Электронный ресурс] / Investopedia US, 2014. – Режим доступа: <http://www.investopedia.com/university/concepts/concepts6.asp>
7. Fama E. The Behavior of Stock Market Prices // Journal of Business 38, 1964. pp. 34–105. – Электронный ресурс – Режим доступа: <https://www.chicagobooth.edu/~media/34F68FFD9CC04EF1A76901F6C61C0A76.PDF>
8. Burton G. Malkiel, The Efficient Market Hypothesis and Its Critics // The Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No. 1, 2003, p. 59-82 – Электронный ресурс.
9. Гитман Л.Д., Джонк М.Д. Основы Инвестирования /Пер. с англ. – М.: Дело, 1999. – 1008 с.
10. К.В. Криничанский. Типология фундаментальных факторов как основа фундаментального анализа рынка ценных бумаг. – Информационный сайт <http://www.mirkin.ru/>

11. Интернет-сайт инвестиционной энциклопедии – Электронный ресурс.<http://www.investopedia.com/>
12. Федеральный стандарт оценки №1. Интернет-сайт справочной правовой системы «КонсультантПлюс» <http://www.consultant.ru/>
13. Галанов В.А. Рынок ценных бумаг: Учебник. – М.: ИНФРА-М. – 2006. – 379 с. – (Высшее образование)
14. Рынок ценных бумаг: учебник для бакалавров / под общей ред. Н. И. Берзона. — М.: Издательство Юрайт. – 2016. — 531 с. — Серия : Бакалавр.
15. Эрик Л. Найман Малая энциклопедия трейдера. – М.: Альпина Паблшер. – 2005. – 403 с.

КОРИШЕВА Ольга Викторовна

***РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ И БИРЖЕВОЕ ДЕЛО:
ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ***

Учебное пособие

Подписано в печать

Формат

Тираж 150 экз.

Усл. п.л. –

Заказ №

Изд. №
