«Фундаментальный анализ эмитентов при выводе предприятий на рынок ценных бумаг»

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ……..……*стр. 3*

ГЛАВА I. МЕТОДЫ ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО АНАЛИЗА И ЕГО ОСНОВНЫЕ КОМПОНЕНТЫ……*стр. 6*

1.1 Макроэкономический анализ…….. …….*стр.* 8

1.2 Анализ секторов……*стр.* 13

1.3 Корпоративное управление…….. ……*стр.*20

ГЛАВА II. АНАЛИЗ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ КОМПАНИИ КАК ОДИН ИЗ ОСНОВНЫХ КОМПОНЕНТОВ ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО АНАЛИЗА…….*стр. 26*

2.1 Представления о доходе и сохранении капитала……...*стр. 27*

2.2 Анализ отчета о прибылях и убытках……..*стр. 34*

2.3 Анализ отчета о движении средств……*стр. 36*

2.4 Значение движения средств……...*стр. 39*

2.5 Ключевые коэффициенты……*стр. 43*

ГЛАВА III. ПРИМЕРЫ ПЕРВИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ ЦЕННЫХ БУМАГ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ С ПРИМЕНЕНИЕМ ЭЛЕМЕНТОВ ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО АНАЛИЗА……..…….…..*стр. 64*

4.1 Первичное размещение акций ОАО «РосБизнесКонсалтинг»……...*стр. 65*

4.2 Первичное размещение еврооблигаций ОАО «ВымпелКом»……...*стр. 81*

ЗАКЛЮЧЕНИЕ……..……..…*стр. 98*

БИБЛИОГРАФИЯ……*стр. 100*

Введение

В экономической литературе слово «анализ» встречается в различного рода словосочетаниях - «экономический анализ», «финансовый анализ», «анализ финансово-хозяйственной деятельности предприятия», «технический анализ» и, наконец, «фундаментальный анализ».

Предметом исследования в дипломе будет являться фундаментальный анализ, как самостоятельный подход, применяемый аналитиками и инвесторами на рынке ценных бумаг в процессе принятия инвестиционных решений.

Основоположниками западной теории фундаментального анализа принято считать Бенджамина Грэма и Дэвида Додда, которые в 1934 году в США опубликовали книгу «Анализ ценных бумаг». В этой книге впервые было введено понятие «фундаментальный анализ» и дано ему определение, как инструменту для предсказания будущих биржевых цен на акции и облигации. При этом предметом исследования фундаментального анализа, по мнению авторов, являются «финансовые показатели, экономический анализ, а также анализ рынков капитала, отраслей и ценных бумаг»[1].

Более поздние научные издания дают определение фундаментальному анализу, как процессу «исследования состояния экономики, отрасли и финансового положения компании, с целью определения рыночной стоимости акций компании[2].

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

[1] Коттл С., Мюррей С.Ф., Блок Ф.Е. Анализ ценных бумаг Грема и Додда. М.: Олимп-Бизнес, 2000 с.16
[2] Thomsett M. Mastering Fundamental Analysis. – Dearborn Trade, 1998. P.85

ценных бумаг.

Как следует из приведенных выше определений, главной целью применения методов фундаментального анализа является определение текущей рыночной стоимости ценной бумаги и последующий ее мониторинг, для принятия соответствующих инвестиционных решений.

Как было сказано выше, большинство экономистов и аналитиков используют термин «фундаментальный анализ», как один из методов оценки рыночной стоимости акций компании, котирующихся на рынке, с тем, чтобы определить будущий потенциал их роста. В самом деле, такой подход наравне с техническим анализом широко используется в западной практике. Вот что говорят Уильям Ф. Шарп, Гордон Дж. Александер и Джеффри В. Бэйли в своей книге "Инвестиции": "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"[3]. Иными словами, речь идет об оценке стоимости акций компании-эмитента на основе анализа способности компании приносить прибыль.

В основе фундаментального анализа акций лежит постулат о том, что акции успешных компаний растут в цене, в то время как стоимость акций убыточных предприятий падает[4]. Чем более доходным становится бизнес, совладельцем которого является акционер, тем дороже должна стоить доля (акции) в этом бизнесе. И, наоборот, если компания непрерывно несет убытки, если растет ее задолженность перед кредиторами, то стоимость такой компании будет уменьшаться.

Информационная открытость и прозрачность экономики в целом и компаний в частности является необходимым условием

[3] Шарп У., Плександер Г., Бейли Д. Инвестиции. М.: Инфра-М, 1997. – С.11

[4] Schwager Jack D., Turner Steven C. A Study Guide for Fundamental Analysis, 1st end. – Jon Wiley&Sons, 1996. – P.186

эффективного применения этого метода для оценки стоимости акций[5]. Любая корпорация, акции которой свободно обращаются на фондовом рынке, обязана ежеквартально публиковать результаты своей коммерческой деятельности - оборот, доход, основные позиции балансового отчета. Чем большее число инвесторов ознакомится с основными финансовыми показателями данной компании, и чем лучше будут эти показатели относительно аналогичных показателей других компаний, тем большее число инвесторов захочет вложить свои средства в акции именно этого предприятия. Чем больше желающих купить, тем выше спрос.

Поэтому правомерно сказать о том, что в основе фундаментального анализа ценных бумаг лежит процесс сбора и обработки информации для определения стоимости акций и облигаций и этот процесс заключается в выделении и оценке каждого фактора, влияющего на спрос и предложение на фондовом рынке. При этом, оцениваются гибкость спроса и предложения, состояние экономики страны, выявляются внешние факторы, определяющие спрос или предложение на конкретный актив, например, цены на нефть, политические события в мире, девальвация одной валюты относительно другой, общий уровень цен, доступность кредита .

Как следует из проанализированных автором западных источников , *фундаментальный анализ представляет собой один из методов оценки стоимости акций и облигаций, котирующихся на организованном рынке ценных бумаг.* В России этот метод для целей принятия решений о покупке/продаже ценных бумаг на организованном рынке ценных бумаг, по мнению автора, имеет очень хорошие перспективы, хотя на настоящий момент он практически не применяется.

В настоящее время использование фундаментального анализа эмитентов при первичном размещении ценных бумаг на западных

[5] Schwager Jack D., Turner Steven C. A Study Guide for Fundamental Analysis, 1st end. – Jon Wiley&Sons

фондовых рынках является первостепенной задачей аналитиков как инвестиционных банков, размещающих ценные бумаги, так и инвесторов, покупающих эти бумаги: аналитики инвестиционнных банков (“sell side”) должны рассчитать стоимость ценных бумаг эмитента, учитывая перспективы развития отрасли, оценить финансовое состояние компании, тенденции макроэкономического развития страны и многие другие факторы, а аналитики инвестиционных фондов (“buy side”) используют фундаментальный анализ для принятия решения о приобретении ценных бумаг.

Результаты фундаментального анализа эмитента предоставляют инвестиционному сообществу наиболее полную информацию и позволяют инвестору оценить и взвесить риски вложения в ценные бумаги компании. Также, этот анализ дает возможность, с наибольшей вероятностью прогнозировать варианты производственного и финансового развития эмитента, а следовательно и будущую доходность размещаемых ценных бумаг. В отсутствии фундаментального анализа практика первичных размещений подтверждает высокую вероятность неадекватных оценок - переоцененность или недооцененность фондовым рынком компании. К сожалению, даже в западных странах, «рынок» не всегда верно оценивает те или иные ценные бумаги и бум интернет компаний в 1997-2000 годах это наглядно продемонстрировал. Акции данных компаний вырастали в цене на десятки процентов за день потом с такой же, если не большей, скоростью падали. В данном случае использование фундаментального анализа инвесторами могло предотвратить неоправданный рост цен акций этих компаний и неэффективное использование финансовых ресурсов.

Одной из трудностей данного исследования явилось то, что, поскольку необходимость использования фундаментального анализа при первичном размещении ценных бумаг стала очевидной и вошла в практику инвестиционного сообщества сравнительно недавно, литература по данному вопросу еще достаточно скудна.

Прочитав и проанализировав немногочисленные источники по данной тематике, автор пришел к выводу, что фундаментальный

анализ должен быть системным и включать, по возможности, все факторы воздействующие на цену акций или облигаций при первичном размещении на фондовом рынке. Эти факторы можно разделить на несколько основных подгрупп:

- макроэкономический анализ
- анализ секторов и отраслей
- анализ рынков капитала
- анализ коэффициентов и сопоставление с группами компаний
- корпоративное управление
- взаимосвязь различных показателей компании с внешними факторами, непосредственно влияющими на данную компанию
- анализ компании, с позиции оценки баланса(финансового анализа) для целей выявления “узких мест” и дальнейшего прогнозирования финансового состояния.

На мой взгляд, данная градация позволяет наиболее полно учесть все риски и факторы, которые в той или иной степени могут повлиять на успешное проведение IPO. Поэтому, автор в первой главе анализирует влияние макроэкономических и отраслевых факторов как наиболее сильно воздействующих на деятельность компании – эмитента ценных бумаг. Во второй главе автор пытается определить основные финансовые показатели и ключевые коэффициенты, которые помогают принять инвестиционные решения по той или иной компании. В третьей главе предпринимается попытка применить западный опыт использования фундаментального анализа в отношении первичных эмиссий российских компаниий.

ГЛАВА I.

МЕТОДЫ ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО АНАЛИЗА И ЕГО ОСНОВНЫЕ КОМПОНЕНТЫ

В инвестиционном процессе фундаментальный анализ выполняет информационную и прогностическую роль: предоставляет информацию о прошлом и настоящем и переводит ожидания на язык цифр[6]. Вертикальная структура фундаментального анализа состоит из следующих компонентов:

- макроэкономический анализ
- анализ рынков капитала
- анализ секторов и отраслей
- анализ компаний

Результатом макроэкономического анализа являются краткосрочные (от одного квартала до нескольких лет) и долгосрочные (от трех лет и более) прогнозы экономического развития, которые включают темпы роста или падения ВВП, промышленного производства, экспорта и импорта, прогнозы национального производства товаров и услуг, производительности труда, рентабельности производства, инфляции, денежной и фискальной политики. Эти оценки являются фундаментом для прогнозирования состояния рынков капитала, секторов и отраслей и отдельных компаний.

Результатом анализа рынков капитала являются, прежде всего, оценки стоимости и доходности рынков акций и облигаций. Оценки рынков акций относятся к рынкам в целом, как они представлены общепризнанными индексами. Оценка рынка облигаций заключается в определении премии за риск, инвестирование в конкретную бумагу, по сравнению с доходностью безрисковых инструментов:

[6] Коттл С., Мюррей С.Ф., Блок Ф.Е. Анализ ценных бумаг Грема и Додда. М.: Олимп-Бизнес, 2000 с.16

казначейские облигации и счета денежного рынка.

Анализ секторов хозяйства шире, чем анализ отраслей и отдельных компаний, и может рассматриваться как переходное звено между анализом рынков капитала и анализом ценных бумаг. В контексте фондового рынка сектора представляют собой большие группы акций (сгруппированные по принадлежности к отрасли, по темпам роста или по цикличности изменений доходности), которые могут, довольно произвольно, объединять акции разных отраслевых компаний.

Анализ компаний направлен на оценку будущих цен и доходности ценных бумаг. Подробное рассмотрение методологии анализа компаний приводится во второй главе.

1.1 Макроэкономический анализ

Прогноз доходности рынков акций и облигаций, а также прогнозы сбыта, расходов и прибыли для отраслей и почти всех компаний непременно зависят от макроэкономических предпосылок. Предпосылки макроэкономического анализа могут быть осознанными и интуитивно понимаемыми. В инвестиционной организации эффективность взаимодействия и потребности взаимопонимания требуют, чтобы прогнозы и понимание ситуации были максимально формализованными. Индивидуальные инвесторы могут на основании экономических обзоров и прогнозов формировать неявные интуитивные представления, которых совершенно достаточно для их деятельности. Но в любом случае инвестор, использующий, какие бы то ни было прогнозы, должен ясно понимать, сколь длительный прогноз ему нужен и на каких ключевых гипотезах строятся как долгосрочные, как и краткосрочные прогнозы.

Макроэкономические прогнозы являются базой для прогнозирования рынков акций и облигаций, секторов и отраслей и отдельных компаний. Перспективы рынков акций и облигаций зависят от будущей динамики следующих базовых макроэкономических факторов:

- темпы роста валового внутреннего продукта (ВВП) и промышленного производства в постоянных и текущих ценах;
- уровень доходов и накоплений, осуществляемых компаниями, в том числе пенсионными фондами, и отдельными людьми;
- спрос на накопленные средства, со стороны государства и корпораций;
- темп инфляции и ожидаемое инфляционное давление;
- прибыли корпораций.

Перспективы развития отраслей и компаний зависят от будущей динамики экономических факторов, определяющих спрос на их продукцию, а также цены труда, капитала, сырья и материалов. Чтобы составляемые для компаний и отраслей прогнозы сбыта, расходов и доходов были точными и логичными, следует более тщательно увязывать анализ ценных бумаг и макроэкономические прогнозы. Для этого необходимо опираться на внутренние согласованные экономические прогнозы.

Аналитические зависимости: цепочка прогнозов

Последовательности прогнозов свойственны внутренние зависимости, и они помогают предвидеть значения показателей доходов, дивидендов, роста и устойчивости для отдельных компаний. Дальнейшее повествование посвящено соответственно анализу экономики, рынков капитала и секторов. Отраслевой анализ рассматривается в следующей части главы, чтобы показать взаимосвязь анализа отдельной компании и анализа экономических тенденций и состоянием отрасли, мы подвергнем анализу факторы, воздействующие на показатели продаж, прибыли и дохода автомобильной корпорации.

Факторы, воздействующие на объемы продаж и прибыли.

Многие отрасли зависят от состояния национальной и мировой экономики. Сбыт большинства корпораций, особенно крупных, зависит от состояния соответствующей отрасли. Но

результаты деятельности зависят и от самого предприятия — от ассортимента выпускаемой продукции и качества управления.

Чтобы получить прогноз будущего сбыта и доходов компании по производству автомобилей, нужно учесть общеэкономические тенденции, такие, как:

- рост ВНП в стране, производящей автомобили и за рубежом;
- уровни безработицы, изменение объема сбережений населения и объема задолженности;
- уровень доверия потребителей и планы покупок;
- тенденции изменения величины расходов на покупку товаров длительного пользования;
- влияние изменения налогов на платежеспособный спрос потребителей;
- ставка процента и доступность потребительского кредита.

Нужно учесть и факторы, существенные для автомобильной промышленности:

- степень соответствия отрасли темпам роста ВНП;
- ограничения на импорт иностранных автомобилей;
- доступность топлива и цены на него;
- соотношение роста цен на автомобили и общего уровня инфляции;
- цены на подержанные автомобили и коэффициенты выбытия;
- средний возраст используемых автомобилей и цикл обновления парка машин;
- тенденции цен на материалы и труд.

Нужно учесть и факторы, важные для компании:

- диверсификация производства за пределы автомобилестроения;
- ассортимент продукции и географический разброс производственных мощностей;
- освоение новой продукции и динамика доли рынка, принадлежащего компании;

- динамика прибыльности;
- расходы на амортизацию и обновление оборудования;
- непроизводственные источники дохода (например, участие в собственности филиалов и дочерних компаний);
- характеристики баланса: уровень кредиторской задолженности, выкуп собственных акций, размещение новых акций;
- возможность изменения ставки налогов;
- изменения в системе управления или смещение акцентов управления (например, программа сильного сокращения расходов)

Связь между макроэкономическим анализом и компанией.

Существует хорошо разработанная методология краткосрочного прогнозирования экономики и анализа прошлого опыта компаний и предсказания их будущего. Но остается труднейшей задача использования макроэкономических прогнозов в анализе ценных бумаг и пока в этом направлении мало что сделано.

Задача состоит в том, чтобы найти приемлемо устойчивые зависимости между определенными макроэкономическими переменными и такими факторами, как объем сбыта в отраслях и компаниях, уровень издержек и прибыли. Хотя эта задача и нелегка, аналитики ценных бумаг в силах сделать свои решения более весомыми, а инвестиционную политику более эффективной, если будут постоянно держать в поле своего зрения набор макроэкономических переменных.

Организации должны ежеквартально пересматривать и обсуждать прогнозы таких макроэкономических переменных, как реальный ВНП, инфляция, номинальный ВНП и отдельные компоненты расходов. Время от времени значимость тех или иных переменных меняется, и соответственно следует изменять отношение к величине и динамике этих переменных.

Оценка ошибочности прогноза. Риск, сопутствующий любым

прогнозам должен быть оценен. Такой оценке подлежат все уровни и иерархии прогнозов, начиная с общеэкономических и рынков ценных бумаг, секторов, отраслей, и кончая отдельными выпусками ценных бумаг. Соответственно, следует оценить вероятность реализации наиболее вероятных прогнозов.

При субъективной оценке таких вероятностей можно использовать два подхода. Во-первых, можно разработать альтернативный сценарий, который возьмет в вилку используемые аргументы и определит более широкий коридор вероятностей, чем наиболее вероятный прогноз.

При другом подходе либо используют в качестве базы всеми принимаемый внешний прогноз, либо разрабатывают собственный прогноз с помощью достаточно мощной модели прогнозирования. Затем этот базовый набор прогнозов может быть модифицирован в соответствии с разбросом мнений внутри организации. Полученные таким образом оценки вероятностей можно различать не только по степени убежденности тех, кто участвовал в модификации контрольной модели, но и сравнив их с предсказаниями других экономистов. Ниже приводится перечень ключевых макроэкономических переменных, используемых в краткосрочных прогнозах, а также примеры, иллюстрирующие связь между показателями сбыта в двух отраслях и главными макроэкономическими переменными:

- Средний темп роста рабочей силы. Этот коэффициент отражает скорость роста предложения труда. Он является функцией полового и возрастного состава населения, а также зависит от коэффициента участия работоспособного населения в производительном труде.
- Средний темп роста производительности труда (объем производства за рабочий час). Этот коэффициент определяется такими ключевыми факторами, как объем вложений в основной капитал; технологический прогресс; изменение профессиональной структуры занятости; возрастная, образовательная и квалификационная структура

рабочей силы;

- Средний уровень безработицы для прогнозируемого периода. При данном уровне производственных возможностей экономики именно этот показатель определяет реальный объем ВНП.
- Темп роста реального ВНП. Этот показатель измеряет производственных возможностей национального хозяйства и зависит от увеличения числа занятых и роста производительности труда;
- Среднегодовой темп инфляции в прогнозируемом периоде. Оценка этого показателя делает возможным представить оценку реального ВНП (в натуральных показателях) в виде номинального ВНП (объем производства в рыночных ценах).

1.2 Анализ секторов

Секторный анализ выполняет роль мостика между анализом рынка капитала и анализом компаний для определения стоимости их ценных бумаг. Ему свойственны некоторые характеристики обоих видов анализа. Межотраслевой характер этого подхода делает его ценным инструментом анализа рынка ценных бумаг и важным фактором выработки стратегических решений.

Управление инвестиционными портфелями во все большей степени предполагает работу с акциями компаний и облигациями, которые не входят в международные фондовые индексы (S&P 500, Dow Jones, Dax, FTSE и другие). Это делается для того, чтобы повысить возможность диверсификации и найти сектора рынка, которые оценены менее эффективно, чем акции с большей капитализацией. К тому же приходится осознавать, что рынок акций и облигаций состоит из множества крупных секторов, или сегментов, которые очень сильно различаются по своим групповым характеристикам – показателям движения цен и доходности.

Есть несколько подходов, исходящих из признания того, что рынок не монолитен. Инвесторов интересуют разные методы

сегментирования рынка. При разбиении рынка на сектора можно ориентироваться на следующие четыре группы характеристик:

- финансовые характеристики отдельных выпусков акций и облигаций, такие, как значения коэффициентов P/E, значения коэффициентов дивидендных выплат и размер, то есть величина рыночной капитализации, доходность к погашению.
- принадлежность к экономическим секторам, таким, как производство потребительских товаров кратковременного пользования, производство потребительских товаров длительного пользования, транспорт, финансы и технологии;
- динамика совокупной доходности акций и облигаций, что позволяет сформировать группы гомогенные по этому параметру;
- возможность формировать группы по таким фундаментальным характеристикам ценных бумаг, как рост, цикличность, или стабильность выплаты. Дальнейший анализ эффективности разных секторов рынка позволяет понять важные особенности поведения рынка акций.

Также важнейшим показателем влияющим на отрасль является фаза экономического цикла. То есть, если в экономике страны наблюдается подъем то циклические отрасли (телекоммуникации, машиностроение, энергетика) тоже растут и наоборот. А в таких отраслях как пищевая промышленность, фармацевтика цикличность практически не сказывается, поскольку это товары первой необходимости[7].

Еще одним немаловажным фактором является переоцененность или недооцененность отрасли в целом, так сказать мода на отрасли в определенные моменты времени. Сравнение какого-либо предприятия по различным показателям со средними по отрасли, что имеет не маловажное значение для конкретного эмитента.

---

[7] Коупленд.Т, Коллер.Т, Муррин.Д., Стоимость компаний: оценка и управление., Олимп-Бизнес 2000. С.188

Количественные и качественные аспекты анализа

Количественный анализ опирается на статистику, то есть на все полезные данные, которые содержатся в отчетах о прибылях убытках, балансовых отчетах и отчетах об использовании и источниках средств, а также всевозможные данные о производстве, ценах на продукцию, издержках, мощностях, невыполненных заказах и пенсионных обязательствах. Разнообразные показатели можно объединить в следующие группы: 1) капитализация; 2) прибыль и дивиденды; 3) активы и пассивы; и 4) производственная статистика.

В состав качественных факторов входят природа бизнеса; относительное положение компании в отрасли и острота рыночной конкуренции (этот аспект смыкается с количественными факторами, поскольку характеризуется множеством данных, подлежащих именно количественному анализу); физические, географические и производственные характеристики компании; особенности управления и, наконец, прогноз перспектив для компании и отрасли в целом. В настоящее время годовые отчеты компании содержат гораздо больше сведений на эти темы, чем в прошлом. Но чтобы полнее представлять себе ситуацию, аналитик должен обращаться к очень разным, в том числе малонадежным, источникам информации, к таким, например, как мнения.

Вообще говоря, при оценке конкретной компании количественные факторы располагают к более точному учету, чем качественные. Нужные данные о прошлом легче получить, и они более пригодны для вывода определенных заключений. Более того, финансовые результаты представляют собой сжатое отражение таких качественных характеристик, как деловые способности давно и хорошо функционирующего руководства. Эта точка зрения не преуменьшает значения качественных характеристик для оценки компании, но всего лишь указывает на то, что их детальное изучение бывает оправдано только потребностью в дополнительном понимании обстоятельств, важных для оценки компании. Такое

изучение должно помочь аналитику удержаться от того, чтобы спутать надежды с фактами.

Качественные факторы

Тщательнее всего исследуют следующие качественные характеристики: природа бизнеса, особенности управления и перспективы получения прибыли. Эти характеристики очень важны и их труднее всего оценить.

Природа и перспективы бизнеса: отраслевой анализ

Концепция природы бизнеса включает общую идею о перспективах на будущее. Если аналитик (или инвестор) может осуществить подробный анализ отрасли, он обнаружит, что существует изрядное количество доступной и полезной количественной информации. Но есть две причины, по которым этот анализ считается качественным. Во-первых, представления инвестора о «хорошем» бизнесе зачастую базируются на догадках и предрассудках, а не только на хорошем знании отрасли. Во-вторых, когда исходя из знания отраслевой ситуации делают прогноз для отдельной компании, неизбежен субъективизм суждений.

Роль изучения отрасли.

Вопрос о роли отраслевых исследований в принятии инвестиционных решений очень спорен. Одно из крайних мнений заключается в том, что выбор отрасли решает все, а выбор компании есть дело почти третьестепенное. Ему противостоит утверждение, что не только выбор компании есть самое главное, но отраслевые соображения мало что значат поскольку все большее корпораций работают сразу в нескольких отраслях[8]. Тем не менее поход к выводу компаний на рынок заключается в том, что сначала выбирают самую перспективную отрасль или отрасли, а затем в этих отраслях недооцененные или скромно оцененные

компании.

Но даже если перспективы отрасли выглядят достаточно привлекательными, это еще не является достаточно веским основанием для IPO. Хорошо известны примеры компаний, которые годами двигались в направлении, обратном общеотраслевому движению. Поэтому не стоит переоценивать роль отраслевых тенденций при выборе при выборе конкретной компании. Даже если у отрасли в целом замечательные перспективы на будущее, не всем отраслевым компаниям гарантированно процветание. Точно также в застойных отраслях не все фирмы обречены на упадок.

Например, в последние десять лет доходность акций предприятий аэрокосмической промышленности росла, а у компании Boeing – падала[9]. И так продолжалось до самого последнего времени, когда произошел перелом. И наоборот, доходность акций машиностроительных компаний падает уже довольно давно, но акции корпорации Textron, продолжали расти вплоть до последнего момента[9]. При всем различии мнений о роли отраслевых оценок при выводе компании на рынок через IPO совершенно ясно, что эффективность компании не может быть полностью или надолго изолирована от экономического климата в отраслях составляющих основу ее деятельности. Поэтому при оценке конкретных компаний важно учитывать общеотраслевую информацию.

Глубина отраслевого анализа.

Если отраслевые данные так важны, можно ли заключить, что равно важны и отраслевые исследования? Очень сомнительна фундаментальная полезность громадного большинства отраслевых исследований, которые представляют собой главным образом «переваривание» общедоступной и обычно знакомой информации. В той мере, в какой эти исследования охватывают прошлое,

---

[8] Коттл.С, Мюррей.Р., Блок .Е., Анализ ценных бумаг Грема и Додда., Олимп-Бизнес 2000 с.53
[9] www.morganstanley.com

изучаемые факторы уже успели повлиять на результаты, достигнутые отраслевыми компаниями, и на среднюю рыночную цену их акций и облигаций.

Переоценка роли благоприятного или неблагоприятного положения отрасли в получении компанией высоких или низких доходов чревата риском того, что причина и результат будут учтены как одно целое. В той степени, в какой эти исследования нацелены на будущее, они исходят из того, что прошлые особенности и тенденции сохранятся и впредь. Эта проекция прошлого на будущее бывает причиной ошибок не реже, чем она бывает полезна.

Отраслевой анализ может быть полезен при выборе акций и облигаций для инвестирования только при условии, что он будет достаточно глубок, чтобы породить новую информацию и углубить наше знание об устройстве и анатомии отрасли. Более того, центральным моментом анализа отраслей и компаний является сравнительный анализ. А это значит, что отраслевую эффективность нужно оценивать по сравнению с другими отраслями.

Такого рода исследования позволяют лучше понять силы действующие в отрасли, и лучше оценить ее эффективность, что дает возможность точнее предвидеть будущее. Такие исследования особенны ценны, если они приводят к обоснованным и непопулярным выводам. Финансовые данные о крупных компаниях (объем продаж, активы, прибыли и другие) можно получать в брокерских домах и компаниях оказывающих инвестиционные услуги, и в других источниках. Накапливая данные и разнородный описательный материал, аналитик получает возможность разобраться в природе бизнеса отдельных компаний. Анализ отдельных выпусков ценных бумаг должен учитывать общеотраслевые условия, которые оказывают влияние на эффективность работы компании.

---

[9] www.morganstanley.com

Внутренняя стабильность.

Фактор внутренней стабильности особенно привлекателен для аналитика, поскольку он делает минимальным риск того, что новые условия сделают недействительными все построенные на прошлом расчеты. Стабильность может иметь количественное выражение. Можно, например, сказать, что: доходность акций компании Kodak последние 20 лет росла с почти неизменной скоростью 15,1% в год, а доходность акций Goodyear последние 20 лет росла с большой стабильностью — на 18,6% в год[10]. Но стабильность — это чисто качественная характеристика, потому что она отражает природу бизнеса, а не особенности статистики. Стабильность статистики подразумевает, что предприятие может отличаться внутренней стабильностью, но это предположение может и не подтвердиться.

Например, за десять лет — с 1990 по 2000 г. — компания Phillip Morris имела ежегодный (если не считать 1995 г.) рост доходов. Прибыль на одну акцию выросла с 0,36 до 5,22 дол., а среднегодовой темп роста составил почти 24%. Цена акции выросла с 6 дол. в 1990 г. до 75 дол. в 1998 г. Но после 1998 г. прибыль перестала быть стабильной. В 1997 г. прибыль на акцию сократилась на 50%, в 1998 г. — несколько увеличилась, а в 1999 г. стала отрицательной. В 2000 г. компания слегка приподнялась, но в 2001 г. опять оказалась убыточной, и акции уходили по 47, то есть на 33% дешевле, чем в 1998 г. По компании ударили увеличение налогов на табачную продукцию, борьба властей за здоровый образ жизни, а также многолетние судебные разбирательства[11].

---

[10] www.citissb.com

[11] www.morgatstanley.com

1.3 Корпоративное управление

Корпоративное управление можно описать как выбранной той или иной компанией способ самоуправления, обеспечивающий справедливое и равноправное распределение результатов деятельности между всеми акционерами, а также иными «финансово заинтересованными лицами», то есть кредиторами. Понятие корпоративного управления охватывает, в первую очередь, комплекс правил и стимулов, с помощью которых акционеры осуществляют контроль над руководством компании и влияние на менеджмент с целью максимизации прибыли и стоимости компании.[12]

Результативное корпоративное управление является важным элементом эффективной рыночной экономики. Акционеры и кредиторы должны иметь доступ к соответствующей информации и возможность осуществлять контроль и влияние в отношении руководства с целью обеспечения использования активов компании в интересах всех этих лиц. Контроль осуществляется посредством как внутренних процедур управления, так и внешних правовых и регулирующих механизмов. Возможность осуществления такого контроля важна как и в экономически развитых странах, так и в странах с развивающейся экономикой.

Необходимость повышения стандартов корпоративного управления.

Во многих странах, в том числе и в России, низкий уровень практики корпоративного управления оказывает негативное воздействие на эффективность инвестиций, а также способствует возникновению более крупных проблем системного характера на национальном и региональном уровне. Необходимость внедрения норм корпоративного управления и обеспечения большей прозрачности находит все более широкое признание на развивающихся рынках.

Единой модели корпоративного управления, работающей во всех странах, нет. В то же время, существуют определенные стандарты, применимые в самых различных правовых, политических, политических и

[12] www.standardpoors.ru

экономических системах. Учитывая это, Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) сформулировала комплекс основополагающих принципов в данной области[13] :

- Честность
- Прозрачность
- Подотчетность
- Ответственность

Корпоративное управление в компании позволяет оценить эффективность взаимодействия между руководством, советом директоров и акционерами компании и иными лицами, имеющими в ней финансовый интерес. Главным объектом изучения является внутренняя структура: методы принятия решений и внутренняя структура управления. Изучение данных факторов и сравнение с другими компаниями позволяет инвесторам верно оценить риски вложения в данного эмитента и увидеть насколько компания прозрачна и «дружественна» по отношению ко всем акционерам как мажоритарным так и миноритарным.

Многие считают, что важнее найти хорошо управляемую компанию, чем компанию из растущей отрасли. Достоверная информация об управлении достаточно скудна. Существует очень мало объективных тестов менеджерских способностей, и они преимущественно научны. В большинстве случаев инвестору приходится полагаться на репутацию, которая может оказаться вполне незаслуженной. Самым убедительным свидетельством достоинств руководства является устойчивость более высоких, чем у других, результатов, но это возвращает нас к количественным оценкам.

Фондовый рынок склонен дважды учитывать фактор хорошего руководства компанией. Цена акций отражает высокие и растущие доходы которые являются результатом квалифицированного управления. Аналитик отдельно набавляет оценки за «хорошее управление». Нередко такой двойной счет ведет к завышению оценок.

---

[13] Principles of Corporate Governance, 1999

Если полагаться только на количественные оценки, придется признать, что большинство фармацевтических и газетных компаний управляются хорошо, а производители сельскохозяйственных машин и стали — плохо[14]. Но настоящая причина различий кроется почти наверняка в сложившейся структуре и динамике цен и в конкуренции со стороны зарубежных производителей. Более того, сегодняшние показатели эффективности и прибыльности являются, как правило, результатом решений, принятых пять или десять лет назад совершенно другой командой управленцев.

Когда уже произошли или только ожидаются существенные изменения в составе руководства, этот фактор обретает самостоятельное значение. В таких ситуациях можно предполагать, что будущие результаты будут отличаться от прошлых. Обычно, хотя и не всегда, изменения в руководстве ведут к лучшему. Ведь чаще всего причиной резких изменений бывает неудовлетворительность результатов, что требует резких перемен. Здесь аналитику могут очень пригодиться хорошие личные отношения с новыми руководителями компании. Тогда он может оказаться в состоянии предвидеть такие будущие результаты, которые ей не нашли отражения в ценах акций и облигаций.

Количественные факторы

Запас прочности как главный количественный фактор

Наличие запаса прочности — это главная отличительная характеристика разумного вложения денег. А это значит, что у нас есть основания оценить концепцию запаса прочности как фундаментальную количественную концепцию анализа ценных бумаг. В случае облигаций запас прочности определяется превышением способности получать прибыль над суммой процентных обязательств и цены предприятия над суммой старших долгов. Облигационный выпуск можно считать надежным помещением денег, если он имеет достаточный запас прочности. Аналитик выражает этот показатель количественно и

[14] www.sec.gov

сопоставляет его с определенными количественными критериями.

В случае обыкновенных акций запас прочности определяется тем, насколько вычисленная внутренняя стоимость компании больше, чем ее текущая рыночная цена. Правда, когда вкладываешь деньги в акции первого эшелона, такого разрыва между ценой и стоимостью обычно не бывает. В этих случаях запас прочности обеспечивают такие качественные факторы, как господствующее положение фирмы в своей отрасли и на своих рынках, а также ожидаемый рост прибыли. Поэтому при оценке обыкновенных акций аналитику приходится тщательно учитывать как количественные, так и качественные факторы.

Свой вклад в запас прочности вносят и следующие факторы: активы в виде земли и другой недвижимости, приносящие доход существенно меньший, чем он был бы при их текущей рыночной стоимости, а также наличие доходов, обеспечивающих известную финансовую гибкость, а значит, дающих возможность пережить недобрые времена, расширить или изменить производственные линии и предпринять другие действия, способные повысить конкурентоспособность компании. В то же время акции первого эшелона стоит рекомендовать как объект инвестирования, только если их цена ниже или не выше внутренней стоимости.

Когда имеешь дело с акциями второго эшелона, всегда возникают неопределенности и непредсказуемость относительно эффективности компании. А это значит, что аналитик должен прежде всего учитывать запас прочности, создаваемый разрывом между ценой и стоимостью.

Рассмотрение количественных и качественных факторов можно подытожить следующим образом: выводы аналитика всегда должны опираться на статистику и на общепринятые критерии и стандарты. Но одних числовых оценок недостаточно: противоречащие им качественные соображения могут сделать их совершенно несущественными. Статистические характеристики ценной бумаги могут быть вполне удовлетворительными, но сомнения относительно будущего, или недоверие к руководству могут побудить к отказу от вложения в нее. Повторим еще раз, что аналитик будет прав, ориентируясь на

качественную характеристику внутренней стабильности, поскольку наличие такого качества означает, что будущее с высокой вероятностью будет подобно прошлому. Аналитик получает дополнительную уверенность в верности своего выбора, если приемлемые количественные показатели подкрепляются весьма благоприятными качественными характеристиками.

Но если решение об инвестировании в значительной степени определяется этими качественными характеристиками, иными словами, когда цена существенно выше, чем можно было бы оправдать количественными показателями, аналитик должен рекомендовать воздержаться от инвестирования. Таким образом, благоприятные статистические показатели являются необходимым, но недостаточным условием для решения об инвестировании.

Выводы. В данной главе рассматриваются все аспекты фундаментального анализа, за исключением анализа баланса и различных коэффициентов. Основными объектами являются макроэкономические и отраслевые показатели, непосредственно влияющие на финансовое состояние эмитента. Первый из них, это макроэкономика, от состояния которой во многом зависят перспективы не только эмитента, но и отрасли, в которой он позиционируется. При этом, компания, размещающая ценные бумаги, не имеет возможности уменьшить воздействия макроэкономической составляющей. Показательный пример - это нынешнее состояние экономики России и США. В течение 1999-2001 годов российская экономика росла быстрыми темпами и, соответственно, практически все отрасли промышленности росли в той или иной степени. В США в 2001 году произошел спад, что сразу сказалось на всех секторах: значительно сократились прибыли корпораций и инвестиции в производство, уменьшились совокупные продажи, произошло затоваривание, что в итоге привело к многотысячным увольнением в корпорациях. Вышеперечисленное, свидетельствует о важности макроэкономического анализа при принятии решения о вложении в ценные бумаги. Автор пришел к выводу, что чаще всего именно неблагоприятное макроэкономическое развитие страны

является первопричиной финансовых трудностей, возникающих у корпораций.

Второй по значимости объект исследования - отрасль. От выбора отрасли во многом зависит удачными или неудачными будут инвестиционные вложения. Хороший пример, на мой взгляд, это телекоммуникации. Последние полгода года эта отрасль переживает тяжелейший спад, цены акций и облигаций упали во много раз(в апреле 2002 года цена акций «Дойче Телеком» достигла минимума за последние 2 года – 11 долларов за акцию[16]). Стоит заметить, что отраслевой анализ является все-таки вторичным по отношению к макроэкономическому. Можно найти растущие отрасли даже в падающей экономике(в США в период фондового краха 2000-2001 года такими являлись фармацевтика и микробиология[17]).

Во второй главе автор переходит к рассмотрению других, не менее важных, аспектов фундаментального анализа: финансовый анализ бухгалтерской отчетности, корпоративное управление и ключевые коэффициенты.

[16] Ведомости № 71 2002 с.63

[17] www.nyse.com

ГЛАВА II.

АНАЛИЗ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ КОМПАНИИ КАК ОДИН ИЗ ОСНОВНЫХ КОМПОНЕНТОВ ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО АНАЛИЗА

Было бы чудесно, если бы бухгалтерский учет являлся точной наукой, которая способна отслеживать и измерять с нужной точностью значения всех переменных, выдавая в итоге число, которое все согласно считали отражением экономической действительности. Многие проявления экономической деятельности таковы, что не допускают точного наблюдения и измерения. Учет не может непосредственно отразить последствия того, что конкурент обанкротился или что была расширена программа переподготовки персонала. Хорошее управление является активом, а плохое — пассивом, но невозможно оценить величину этих показателей, чтобы отразить их в балансовом отчете. К таким проблемам бухучет подходит с позиций здравого смысла — он измеряет то, что *поддается* измерению. Обычно это всего лишь обменные операции, в которых участвует компания.

Аналитик в состоянии получить более точную картину реальности, если использует для корректировки информации методы, не разрешаемые правилами учета. Корректировать информацию приходится по разным причинам. Важнейшая из них, по-видимому, — это корректировка величины показателей, чтобы отразить представления аналитика о величине дохода и капитала в тех случаях, когда его представления расходятся с теми, которые используют в практике бухучета.

При описании некоторых операций бухгалтерский учет использует заимствованные у экономической теории упрощающие

гипотезы, с которыми большинство аналитиков не согласны: например, гипотеза о совершенных, взаимозаменяемых, не знающих трения и издержек рынках, счастливые участники которых обмениваются товарами по честным (а не дающим преимущество) ценам; гипотеза о том, что рынки всегда рациональны или что изменения в величине дифференциала процентных ставок полностью объясняют изменения относительных курсов валют. Аналитик должен быть в состоянии уравновешивать разные представления о такого рода вопросах.

Анализ ценных бумаг не ограничен правилами бухучета, а значит, может с большей гибкостью подходить к отчетным показателям и к фактам, полученным из других источников. Когда правила бухучета допускают альтернативные приемы отражения операций, а суждения менеджеров допускают разные истолкования тех же фактов, аналитик в состоянии сбалансировать различие подходов и добиться большей сопоставимости, точности и полноты информации. Аналитик имеет право пренебречь влиянием операций, которые попадают в рамки, предусмотренные правилами учета, но при этом не вписываются в экономический смысл операции. Анализ требует способности отделять от необычного и выявлять изменения. Для этого нужно разукрупнить отчетную информацию, добавить новую и заново создать отчет, пригодный для дальнейшей обработки.

2.1 Представления о доходе и сохранении капитала

Точка зрения экономиста[18].

Нельзя определить доход, или прибыль, вне связи с требованием сохранения первоначального капитала. Эту идею прекрасно выразил Д.Р. Хикс в ходе обсуждения концепций дохода и сохранения капитала.

Сохранение уровня. Первое определение дохода, данное Хиксом, заключалось в том, что это — величина, которую можно потребить, и

[18] Анализ ценных бумаг Гремма и Додда С.Коттл Ф.Мюррей Ф.Блок М.Лейбоаич «Олимп Бизнес» 2000 с.107

при этом в конце периода быть не беднее, чем в начале.

Способность потреблять. Хикс также выразил доход с точки зрения ожиданий: это количество, которое можно потребить, и при этом рассчитывать, что в будущем можно будет потреблять не меньше.

Действительное потребление. Третья идея дохода подчеркивает оценку потребляемых товаров и услуг в реальном, а не в номинальном выражении.

Увеличение полезности общественного богатства. Хикс удвоил данное им количество определений, когда он выдвинул идею, что величины должны быть скорректированы на полезность товаров и услуг, оплачиваемых из дохода. При этом он указал, что полезность не может быть квантифицирована. Хикс пришел к выводу, что все эти идеи полезны, но очень хрупки, и что, говоря откровенно, он советовал бы экономистам без крайней нужды не пускаться в рассуждения о доходах.

Точка зрения бухгалтера[19]**.** Вопрос о сохранении капитала много лет был предметом споров между бухгалтерами.

Финансовый капитал. Финансовый капитал должен быть сохранен для того, чтобы сохранить сумму чистого собственного капитала в балансе. Это подход с позиций чистых активов, который ориентирован на поддержание суммы активов за вычетом пассивов, с учетом текущих и прошлых расходов. Поскольку балансовый отчет не включает не поддающиеся измерению активы и пассивы, эта идея сохранения капитала не полна.

Физический капитал. Были рассмотрены также различные концепции сохранения капитала в вещественной форме. Как правило, речь идет либо о восстановительной стоимости средств производства, либо о сохранении производственных мощностей, то есть о способности производить определенную величину товаров или услуг.

Распределяемый доход. От идеи сохранения капитала в вещественной форме возможен переход к идее распределяемого дохода, которая

[19] Анализ ценных бумаг Гремма и Додда С.Коттл Ф.Мюррей Ф.Блок М.Лейбоаич «Олимп Бизнес» 2000 с. 115

близка к первому определению Хикса: то, что можно потребить, и не стать беднее в конце периода.

Покупательная способность. Были также предложены методы интерпретации разных концепций сохранения капитала в реальном, а не в номинальном выражении, то есть с проведением корректировок на изменение общего уровня цен (но, конечно же, не на изменения полезности).

Точка зрения аналитика ценных бумаг[20]**.** У аналитика ценных бумаг также есть свои представления о сохранении капитала и соответственно о доходе.

Богатство инвестора. Некоторые полагают, что компания в действительности не приносит дохода, если она не может поддержать рыночную цену своих акций. Этот подход отказывается от измерения Эффективности производственной деятельности компаний. Он измеряет богатство инвесторов, которое никак нельзя включить в отчеты компаний.

Способность получать прибыль. Вторая точка зрения гласит, что прибылью компании является только превышение дохода над тем, что нужно для поддержания ее прежней способности получать прибыль.

Ожидаемые дивиденды. Третья точка зрения такова, что прибылью компании является то, что остается после выплаты ожидаемых дивидендов.

Распределяемый доход. Некоторым аналитикам нравится идея распределяемого дохода, которая была развита в Великобритании. Это та сумма, которую компания может распределить после того, как сделаны все расходы на поддержание основного и оборотного капитала и привлечены все возможные кредитные ресурсы.

Ликвидационная стоимость. Еще одна концепция исходит из стоимости активов: нужно обеспечить сохранение ликвидационной

[20] Анализ ценных бумаг Гремма и Додда С.Коттл Ф.Мюррей Ф.Блок М.Лейбоаич «Олимп Бизнес» 2000 с. 121

стоимости компании, и только потом можно говорить о росте доходов. Это бухгалтерский подход, исходящий из идеи чистых активов, а не из инвестиционных оценок.

Какую концепцию дохода следует использовать аналитику?

Все отмеченные выше концепции полезны тем, что помогают размышлять об эффективности корпорации.

Для *действующего* предприятия лучше всего подходят концепции аналитика ценных бумаг - сохранение способности получать прибыль и выплачивать ожидаемые дивиденды, поскольку они наиболее непосредственным образом связаны с оценкой акций и облигаций. Идея ликвидационной стоимости дохода бывает очень полезна в случае анализа возможных слияний, выкупа в кредит с переводом в частный сектор, банкротств и других операций, ориентированных на сумму чистых активов.

Стоимость активов и инвестиционная стоимость

Сопоставление представлений о доходе аналитика с идеями бухгалтера выявляет важное различие. Большинство бухгалтерских концепций дохода используют понятие *стоимость активов* (хотя некоторые стоимостные оценки могут быть устаревшими). Стоимость активов за вычетом стоимости пассивов просто по определению дает оценку чистого собственного капитала, которая и представляет собой стоимость фирмы. Обычно это число близко к той сумме, которую можно выручить при продаже активов и погашении обязательств по пассивам.

Аналитика интересует другая величина — инвестиционная стоимость. Здесь речь не о том, что можно выручить от продажи активов, а как их можно использовать — какую прибыль в будущем можно получить с их помощью, чтобы потом выплатить ее в виде дивидендов или вложить в рост компании. Для вычисления инвестиционной стоимости аналитики используют один из двух

подходов: 1) оценка капитализированной способности приносить прибыль; 2) оценка капитализированной суммы будущих дивидендов.

Отчетная и «истинная» прибыль

Деятельность аналитиков достаточна сложна, потому что они хотят одновременно знать величину отчетной прибыли и экономической прибыли. Последняя отражает представление аналитика об истинном доходе, то есть о таком, который можно 1) распределить, не уменьшая при этом капитала, или 2) реинвестировать для увеличения дохода в будущем. При этом аналитик хотел бы точно оценить, *какую прибыль покажет* компания в следующем отчете. Это важно, потому что отчетная прибыль оказывает, по меньшей мере, краткосрочное воздействие на рыночную цену акций.

Существует несколько подходов к инвестированию, которые опираются только на показатели отчетной прибыли и не прибегают к их корректировке. Компания Y неоднократно бывала предметом изучения, потому ее система ранжирования акций дает при инвестировании неизменно благоприятные результаты. Две самые важные составляющие методологии — это инерция прибыли и инерция цен. Используются показатели *отчетной* прибыли. Многие работы были посвящены изучению того, с какой скоростью рынок усваивает информацию об отчетной прибыли. Были опубликованы результаты проверок эффекта «цена/прибыль» (отношение цены акции к прибыли на акцию), то есть гипотезы, что акции с низким значением «цена/прибыль» дают большую совокупную доходность, чем акции с высоким значением «цена/прибыль». В этих работах использовался показатель отчетной прибыли. Айсор исследовал влияние относительных изменений прибыли на цены акций и нашел, что для разных периодов времени относительные изменения отчетной прибыли коррелируют с относительной совокупной доходностью.

В то же время аналитик знает, что дивиденды выплачивают только из истинной экономической прибыли, а не из того, что было показано в отчете как прибыль. Поэтому аналитику приходится

оценивать величину экономической прибыли, чтобы рассчитать ожидаемый в будущем поток дивидендов. Экономическая прибыль важна и для оценки способности получать прибыль. Способность получать прибыль в большей степени отражает способность выплачивать дивиденды и наращивать базу для увеличения прибыли, чем накопительная система бухгалтерского учета. Если нераспределенная экономическая прибыль верно вложена, то она всегда ведет к росту способности получать чистую прибыль.

Некоторые аналитики не видят разницы между этими двумя видами прибыли, может быть, потому, что они неверно представляют себе точность отчетов о прибылях и убытках. Отчетная годовая прибыль может отличаться от скорректированной прибыли, рассчитанной аналитиком, больше, чем на 10—20%. Квартальные отчеты о прибылях и убытках готовят с помощью так называемого интегрального метода, то есть на основе того, как руководство оценивает ожидаемую годовую прибыль. Просто поразительно, что рынок так яростно реагирует на то, что промежуточные отчеты показывают прибыль, которая на несколько процентных пунктов больше или меньше ожидаемой, и это при том, что квартальная прибыль так сильно зависит от субъективных оценок того, что принесет следующий квартал. Эта чувствительность рынка к отклонениям отчетной прибыли от ожидаемых значений особенно сильно выражена в случае знаменитых акций роста, где цена, куда в большей степени основывается на мечтах и надеждах, чем на величине активов и явно обнаруживаемой способности получать прибыль.

Свидетельства того, что рынок реагирует на величину отчетной прибыли, вполне основательны, но многое говорит и о том, что рынок «видит сквозь» отчеты и верным образом корректирует оценки. Например, рынок скорректирует цену акций компании, которая учитывает запасы по методу ЛИФО (последним пришел, первым ушел), так, чтобы она гармонировала с ценами акций других компаний, которые учитывают готовую продукцию по методу ФИФО (первым пришел, первым ушел). Точно так же рынок уравняет цены на акции компаний, использующих разные методы начисления амортизации.

Мы убеждены, что если рынок понимает разницу методов учета и располагает информацией, нужной для корректировок, он верно скорректирует цены. Влияние рыночных корректировок обычно бывает довольно длительным, а действие публикаций отчетов о прибылях и убытках ограничивается несколькими днями или, в лучшем случае, месяцами. Аналитик корректирует значение прибыли и старается как можно ближе подойти к истинной ее величине, чтобы иметь надежную исходную точку для прогнозирования.

Наконец, в некоторых специализированных областях результатом учета являются приблизительные и субъективные значения показателей. Выдающиеся примеры — учет по методу «процент выполнения» в строительстве и учет в кинопроизводстве и кабельном телевидении. В каждой из этих сфер учет добивается своевременности отчетов за счет их точности. Альтернативой является просто отсутствие финансовой информации. Дело не в моральной ущербности бухгалтерского учета, а во внутренней неопределенности деловых ситуаций.

Использование скорректированных показателей

Аналитики корректируют финансовые отчеты, чтобы приблизиться к собственным представлениям о доходе и сохранении капитала. Эти представления отчасти привязаны к типу принимаемых решений. В некоторых случаях задача заключается в том, чтобы сопоставить компании или отрасли. Тогда все расчеты должны делаться на общей основе, насколько имеющаяся информация это позволяет. Корректировки готовят отчеты к дальнейшей обработке и анализу, который часто заключается в вычислении коэффициентов с целью определить, какие соотношения стабильны, а какие переменчивы. Корректировка может производиться для того, чтобы найти истинное значение уровня чего-либо в определенный момент или период либо чтобы определить, каково нормальное значение в течение всего делового цикла. Прежде чем вычислять коэффициенты, трендовые линии или средние значения за ряд лет, нужно так изменить отчетные показатели, чтобы они стали более точными, сопоставимыми

и последовательными. По мере совершенствования методов анализа аналитики все в большей степени используют математические модели и приемы статистического анализа. Чаще всего используется финансовая модель компании — это полный набор прошлых отчетов, коэффициентов, уравнений и соотношений. Они составляют базу для прогнозирования на несколько лет вперед. А будущее — это то место, где деньги делают или теряют их.

2.2 Анализ отчета о прибылях и убытках

Роль финансовых показателей может быть очень разной в зависимости от типа анализируемых ценных бумаг и намерений инвестора. Котировки облигаций инвестиционного класса и привилегированных акций четко привязаны к финансовым показателям. Эти акции и облигации должны отвечать определенным критериям надежности, а именно:

- отношение прошлой прибыли к величине выплат по фиксированным обязательствам (и дивидендам на привилегированные акции);
- статистика выплат по дивидендам;
- отношение консолидированного долга к собственному капиталу;
- состояние текущих активов;
- объем операций.

Хотя при анализе акций и облигаций важны и качественные факторы, без учета количественных оценок нельзя определить величину риска.

Связь между прошлыми показателями и будущим

Привлекательность и цена обыкновенных акций определяются ожиданиями и расчетами на будущее. С теоретической точки зрения ожидания могут так сильно отличаться от прошлой эффективности, что последнюю можно было бы считать вовсе бесполезной для анализа, но такая отчужденность между прошлым и будущим все-таки

редкость. Ход деловой жизни отличается в целом значительной последовательностью и преемственностью, и эта тенденция является логической основой для всех прогнозов.

Большинству компаний и отраслей свойственны определенные финансовые характеристики, которые сохраняют стабильность или меняются медленно, и только лишенный осторожности спекулянт, который ставит на колебания курса, станет игнорировать финансовые характеристики обыкновенных акций. Инвестиционный подход ко всем видам ценных бумаг представляет собой подход аналитический и требует должного анализа финансовых отчетов.

Типичная схема аналитического исследования

Достаточно полный анализ выпуска корпоративных ценных бумаг состоит из трех частей:

- описание направлений деятельности компании и ее собственности (могут быть приложены данные о прошлой деятельности и об особенностях управления);
- финансовые данные: капитализация, статистика прибыли и дивидендов за достаточно представительный период, анализ движения средств и один или несколько последних балансовых отчетов;
- перспективы предприятия, то есть прогноз будущих финансовых показателей и описание достоинств эмитируемых им ценных бумаг.

Использование отчета о прибылях и убытках

Реальность, создаваемую показателями отчета о прибылях и убытках, можно анализировать и обсуждать с разных углов зрения. Можно посмотреть на средние результаты за отчетный период, или найти минимальный уровень за любое число лет, или рассчитать трендовые линии и показатели изменчивости. При анализе обыкновенных акций зачастую слишком большое внимание уделяется

величине текущих показателей, что может стать источником заблуждений. Хорошо подготовленный аналитик использует прошлые отчеты о прибылях и убытках, прежде всего как основу для оценки будущей прибыли или способности получать прибыль, что и станет основой для суждения о достоинствах данного выпуска обыкновенных акций. Прошлый уровень прибыльности — просто вероятная перспектива, но никак не предсказание новых рекордных результатов.

Три аспекта анализа отчета о прибылях и убытках

Роль отчета о прибылях и убытках для анализа ценных бумаг делает вдвойне ценным проникновенное изучение опубликованных данных. Сделать действительно хороший анализ отчета о прибылях и убытках совсем не просто. При этом приходится распутывать множество хитросплетений, множество различий между компаниями подлежат устранению. Широкий анализ отчета о прибылях и убытках корпорации можно представить состоящим из трех частей, озаглавленных следующим образом:

1. *Бухгалтерский учет.* Главный вопрос: «Каковы были на самом деле прибыли в изучаемых периодах?».
2. *Бизнес.* Главный вопрос: «Что говорят данные о прибыли и о способности компании получать прибыль в будущем?».
3. *Оценка акций и облигаций.* Главный вопрос: «Какие аспекты статистики прибыли следует учесть аналитику и каким критериям ему следовать, чтобы прийти к разумной оценке акций и проанализировать покрытие прибылью обязательств компании с целью анализа кредитоспособности и оценки стоимости облигаций».

2.3 Анализ отчета о движении средств

Сумма денежных средств или оборотных активов

Отчет о движении средств, официально именуемый «отчет об изменении финансового положения», пытается объяснить различные

изменения балансовых позиций за отчетный период, порождаемые различными причинами. Для простоты мы будем называть этот документ *отчетом о средствах* или *отчетом о движении средств.* Итоговой строкой этого документа бывает либо *чистый прирост денег и эквивалентных средств,* либо *чистый прирост оборотных активов,* но в него входят изменения и многих других статей баланса, в том числе инвестиционные и финансовые операции. (В состав эквивалентов обычно включают векселя федерального Казначейства, коммерческие векселя, депозитные сертификаты и другие, краткосрочные и высоко ликвидные инструменты.)

Производственная, финансовая и инвестиционная деятельность

Поскольку составление отчетов о движении средств регламентировано сравнительно мало, подходы к их составлению очень разнообразны. Некоторые подходы довольно универсальны. Например, в отчете выделяют изменения по трем направлениям: в производственной, финансовой и инвестиционной деятельности. Поскольку официального определения соответствующих операций не существует, в зависимости предпочтений или привычек руководства одни и те же операции могут быть отнесены к разным направлениям деятельности.

Прямой и непрямой методы

Рассмотрение отчета о движении средств затрудняет произвольность терминологии, особенно выражений *прямой метод* и *непрямой метод. Н*епрямым считается любой метод, который не берет исходным пунктом действительное движение денег. По-моему мнению, например, можно считать, что типичный отчет о движении средств использует непрямой метод, если в нем «поступление средств от операций» является суммой следующих позиций:

- чистая прибыль;
- амортизационные отчисления;
- другие внутренние проводки ;
- прирост (или уменьшение) обязательств по отложенным налогам.

Можно иметь все эти статьи и не показывать никакого притока денег. Эти четыре позиции приблизительно отражают сумму чистого притоки денег, поскольку они представляют собой доходные или расходные статьи, по которым предположительно не требуется в настоящее время никакого оттока денег. Здесь неявно предполагается, что денежным поступления существуют, и что данные четыре позиции не содержат никаких требований к этим денежным поступлениям.

Прямой метод предполагает прямое отражение источников денег Источниками непосредственного притока денег являются:

- сбыт за деньги;
- сбор процентов, дивидендов, арендной платы и кредиторской задолженности; возврат налоговых платежей;
- другие операции.

Прямой метод предполагает соответственно и прямое внимание не к накопительным бухгалтерским проводкам, а к действительному расходованию денег, их оттоку посредством чеков, наличных, банковских переводов и пр.

Обычно используют непрямой метод

Хотя компании имеют данные для подготовки прямого отчета о движении средств, как правило, они используют непрямой метод. Обычно эти отчеты представляют собой некоторую комбинацию двух подходов:

- изменение балансовых позиций по сравнению с предыдущим годом (таких, как амортизация оборудования);
- отражение действительного движения средств (плата за поставки, к примеру);
- накопительные счета (такие, как гарантийный фонд на ремонт и замену проданной продукции).

Некоторые позиции представляют собой валовые показатели, а другие — уже за вычетом налогов или расходов.

Нет никакого смысла использовать отчет о движении средств, основанный на накопительных проводках, для проверки отчета о прибылях и убытках. Если в одном отчете информация о движении средств вводит в заблуждение, то второй не поможет вам это выявить.

2.4 Значение движения средств

Инвесторы и кредиторы могут получить деньги только в том случае, если у компании есть деньги или она их получает больше, чем расходует. По этой причине инвесторы и занимаются изучением взаимосвязи показываемого в отчете о прибылях и убытках накопительного дохода, с одной стороны, и поступления и расходования денег — с другой. В длительной перспективе не важно, какой метод учета использовать — накопительным итогом или как движение средств, поскольку результат будет одинаков. Но в любой отдельный год результат притока и оттока средств может довольно сильно отличаться от накопительных показателей. За период, в несколько лет, основанный на движении средств, отчет о прибылях и убытках начнет показывать значения, более близкие к тем, которые показывает накопительный отчет о прибылях и убытках. Некоторые аналитики убеждены, что если оценка показателей дохода на основании отчета о движении средств в течение пяти лет отклоняется от показателей отчета о прибылях и убытках не более чем на 15—20%, последние можно считать «подтвержденными».

Руководители кредитных отделов банков точно осознают, что займы нужно выплачивать деньгами. Они также хотели бы знать, может ли компания получать от своих операций достаточно денег, чтобы без напряжения обслуживать долг, вносить арендные платежи и поддерживать производство. Пользователь финансовых отчетов может самостоятельно проделать большую часть работы по подготовке обычного отчета о движении средств на основании отчета о прибылях и убытках, балансового отчета, примечаний и оценок объема капиталовложений. Значение информации о движении средств показывает тот факт, что, как известно, банкиры начали готовить отчеты о прибылях и убытках уже в 1863 г.

Дивиденды и движение средств

Приток денег интересует аналитика ценных бумаг по ряду причин. Одной из них, конечно, является поток дивидендов, которые составляют изрядную часть дохода по ценным бумагам. Связь между дивидендами и движением средств гораздо теснее, чем между дивидендами и доходом, хотя причины этого не кажутся столь уж очевидными. Дело отчасти в том, что величина показателя дохода очень переменчива намного в большей степени, чем характеристики движения средств, а компании пытаются поддерживать величину дивидендов по возможности стабильной. Если сокращение доходов носит временный характер, то дивиденды стараются не урезать, даже если компания терпит убытки в течение двух—трех лет. Но выплата дивидендов будет прекращена в случае настолько сильного сокращения потока средств, что окажутся под угрозой обслуживание долга и капиталовложения. Поэтому прогноз будущих дивидендных выплат сильно зависит от того, как аналитик оценит величину будущих поступлений и обязательных расходов компании.

Дивидендная политика

Компании планируют будущие выплаты дивидендов точно так же, как они планируют любые другие расходы — на обслуживание долга, на капитальные вложения и т.п. Поэтому устанавливаемые советом директоров ориентиры дивидендной политики всегда бывают увязаны не с доходами, а с движением средств. В силу этого политика компаний может быть обозначена как 20—25% от потока средств. И это так даже для компаний, которые для публики формулируют свою дивидендную политику как процент от прибыли.

Приблизительная оценка движения средств

Другой причиной интереса к движению средств является то,

что именно приток денег определяет способность компании финансировать рост за счет собственных ресурсов, то есть за счет денег, поступающих от операций компании. Компания не может вечно развиваться за счет наращивания кредитов. Рейтинговая оценка ее облигаций будет понижена, и ее принудят продавать акции, распыляя тем самым рост прибыли на акцию. Использовать долги для финансирования роста можно, но в долгосрочной перспективе объем задолженности не может расти быстрее, чем собственный капитал. Чтобы избежать эмиссии и распыления акций, собственный капитал должен расти за счет нераспределенной прибыли. Поскольку от темпа роста прибыли в сильной степени зависит величина мультипликатора прибыли, аналитик должен уметь подкрепить свой прогноз роста прибыли анализом движения средств, подтверждающим способность компании финансировать рост.

Поступления от сбыта как первое приближение к величине притока средств

Концепцию движения средств легче понять, если рассмотреть цикл деньги — деньги для типичного предприятия. Производственный цикл начинается с покупки за деньги сырья и материалов, труда и т.п., а заканчивается получением денег за проданную продукцию. У компаний бывает очень небольшое число не денежных трансакций. Результатом большинства двухсторонних трансакций рано или поздно оказываются деньги. Откуда поступают деньги? Деньги обычно приходят в результате сбыта товаров и услуг — непосредственно за деньги или в кредит, но в результате погашения кредиторская задолженность также обращается в деньги. Поступления от сбыта можно считать первым приближением к величине дохода от деятельности компании, поскольку величина кредиторской задолженности на начало и конец отчетного периода довольно стабильная.

Валовой доход

Дивиденды и рост финансируются, естественно, из чистой

прибыли. Для этого нельзя использовать поступления от сбыта, разве что они превосходят расходы. Однако аналитику нужно знать величину валового дохода от сбыта и валовых расходов на производственные издержки и потери по той же причине, по какой ему нужен отчет о прибылях и убытках, содержащий сведения о них. Отчет о движении средств нужен аналитику ценных бумаг, прежде всего для того, чтобы со временем подтвердить или опровергнуть суммы, показываемые в отчете о прибылях и убытках. Сравнивая накопительные показатели доходов и расходов и показатели движения средств, аналитик получает возможность точнее выявить *источники* различий. В этом отношении знания только чистого притока средств (то есть чистой прибыли) недостаточно.

Пример сопоставления валового притока средств. Рассмотрим компанию, которая сообщает о росте итоговых поступлений при постоянном уровне денежных поступлений. Причиной разницы может быть рост дебиторской задолженности, которая, в принципе, может быть продана. Разница между значениями двух показателей поступлений заставляет аналитика задать ряд вопросов:

- не приняла ли компания мягкую кредитную политику?
- может быть, она продает продукцию клиентам, неспособным платить?
- может быть, компания «занимала» сбыт у будущих периодов?
- не использует ли компания финансовые операции как механизм «хранения» запасов?
- снижается ли объем сбыта за деньги?

Нужно объяснить наличие разницы между показателями сбыта за деньги и сбыта в целом, которые должны в перспективе совпадать. Имея данные только о *чистом* поступлении денег, на такие вопросы ответить невозможно.

Валовой доход

По схожим причинам аналитик должен проанализировать разницу между итоговыми расходами и валовыми денежными расходами на

производство. Эти различия поднимают вопросы и помогают понять динамику развития компании. Тот факт, что такая информация никогда не бывает, доступна пользователям финансовой информации и не запрашивается ими, еще не причина, чтобы отрицать ее полезность. Напротив, учитывая расхождение между аналитиками и бухгалтерами в понимании того, что такое прибыль и что такое сохранение капитала, именно показатель валового денежного дохода представляется наиболее перспективным инструментом для понимания различий, создаваемых:

- амортизацией репутации фирмы;
- истолкованием других сомнительных нематериальных активов;
- приростом или сокращением процента;
- трудностями поддержания работоспособности производственного оборудования;
- капитализацией процента.

2.5 Ключевые коэффициенты

Материальные факторы, характеризующие качество компании, можно измерить с помощью ключевых коэффициентов и других вычислений. Существуют пять основных групп, которые помогают понять многое в деятельности компании:

- коэффициенты прибыльности;
- коэффициенты роста;
- коэффициенты стабильности;
- коэффициент дивидендных выплат на прибыль;
- коэффициенты кредитоспособности.

Коэффициенты этих пяти групп измеряют эффективность и финансовую силу компании самой по себе, вне рыночной оценки. Поочередно рассмотрим эти коэффициенты, а затем проиллюстрируем их применение.

Коэффициенты прибыльности

Способность руководства использовать капитал

Самым широким показателем прибыльности является отношение чистой конечной прибыли к капиталу. Чистая конечная прибыль отражает все виды регулярных прибылей и потерь, включая подоходный налог, в том числе вычеты на выплату процентов по долговременному долгу и на арендные платежи, поскольку процент есть часть дохода.

Фундаментальным достоинством показателя дохода на инвестированный капитал является то, что он измеряет общую эффективность бизнеса по отношению к сумме средств, предоставленных всеми инвесторами, а не только какой-то одной группой. Коэффициент измеряет способность руководства прибыльно использовать все активы независимо от способа их финансирования. Коэффициент можно рассчитывать на основе прибыли *до уплаты подоходных налогов,* что даст нам показатель доходности, независимый от способа финансирования и от налогообложения. Последний вариант показателя бывает, полезен при сопоставлении компаний.

Несколько полезных модификаций.

Коэффициенты прибыльности являются, пожалуй, самыми полезными инструментами аналитика. Есть несколько модификаций этого показателя, и информационное содержание каждого отличается своеобразием. Возможны коэффициенты прибыльности по отношению к:

- совокупным активам;
- капиталу (во всех возможных определениях);
- долгосрочным инвестициям;
- собственным средствам.

Вариантами последнего показателя могут быть доходность по отношению к балансовой оценке собственного капитала или к чистым материальным активам, принадлежащим акционерам . Во всех случаях доход (числитель) должен быть определен так же, как и

капитал (знаменатель). Например, если в состав капитала не включены краткосрочные займы, проценты по ним следует исключить из дохода.

Средний капитал или капитал на начало года.

Обычная ошибка заключается в том, что берется величина капитала на конец периода. Например, можно неверно вычислять доходность относительно собственного капитала, разделив прибыль за год на балансовую стоимость активов на конец года. Проблема в том, что капитал, названный балансовой стоимостью активов, не работал ни в начале, ни в течение года. Это просто величина, накопленная или оставшаяся на конец года. Приемлемы следующие подходы: 1)прибыль, деленная на среднегодовую сумму капитала, или 2)прибыль, деленная на величину капитала на начало года. Для анализа приемлем любой из этих показателей, но подход следует строго обозначить и твердо его придерживаться. У первого подхода есть преимущества, если в течение года имели место вливания или умножение капитала. Проблема с показателем на конец года существует для всех вычисляемых показателей (доходность активов, рентабельность совокупного капитала, долгосрочного капитала и других).

Доходность капитала (коэффициент 1).

Одним из наиболее широко применяемых измерителей успеха предприятия является процент прибыли на инвестированный капитал (коэффициент 1, таблица 1). Термины *инвестированный капитал, совокупный капитал* и *фонд капитала* взаимозаменимы. В состав работающего капитала включают краткосрочные займы — банковские кредиты и коммерческие векселя. С теоретической точки зрения, накопленная кредиторская задолженность, по которой не начисляются проценты, должна быть исключена, поскольку процентный компонент отсутствует. На практике бывает удобнее включать этот показатель в калькуляцию прибыльности совокупных активов. Но при соблюдении методологической последовательности

любой показатель полезен и обеспечивает сопоставимость.

Корректировки.

Необходимо внести поправки в показатель собственного капитала. В случае компаний, учитывающих запасы по методу ЛИФО, нужно к величине собственного капитала прибавить сумму резервов по методу ЛИФО. Стоимость репутации и всех других нематериальных активов, у которых отсутствует рыночная цена или определенный поток доходов, следует вычесть из величины собственного капитала. Отложенные налоги следует приплюсовать к собственному капиталу при вычислении доходности собственного капитала (и прибавить к долгу при вычислении стоимости балансовых активов на обыкновенную акцию).

В формуле доходности капитала знаменатель представляет собой сумму активов за вычетом стоимости репутации и аналогичных нематериальных активов, подлежащих вычету, и минус сумма накопленной кредиторской задолженности. Накопленная кредиторская задолженность представляет собой текущие беспроцентные пассивы в противоположность банковским ссудам, коммерческим векселям и пр.

Обычно при вычислении доходности на капитал используют показатель среднегодовой обеспеченности капиталом, который приблизительно вычисляется как среднее между значениями показателя на начало и на конец года. А можно использовать для вычисления этого показателя значения капитала из квартальных отчетов.

Чтобы обеспечить сопоставимость компаний, нужно процентные издержки в числителе уменьшить на величину соответствующей ставки налога. Тогда процентные издержки принимают такой вид, как если бы они не давали права на сокращение налога, то есть так же, как прибыль по акциям — обыкновенным и привилегированным, или прибыль от не дающего права контроля участия в капитале филиалов. Это позволяет сопоставлять прибыльность капитала компаний, имеющих существенно разные структуры капитала. Кроме того, мы получаем возможность проанализировать динамику прибыльности компаний, у которых структура капитала претерпевает значительные изменения.

Таблица 1. Формулы вычисления коэффициентов прибыльности[21]

1. Рентабельность капитала =

$$\frac{\text{Чистая прибыль} + \text{Доход от участия в других организациях} + \text{Скорректированный по ставке налога процентный доход}}{\text{Материальные активы} — \text{Накопленная краткосрочная кредиторская задолженность}}$$

2. Оборачиваемость капитала =

$$\frac{\text{Объем сбыта}}{\text{Материальные активы} - \text{Накопленная краткосрочная кредиторская задолженность}}$$

3. Коэффициент чистой прибыльности =

$$\frac{\text{Чистая прибыль} + \text{Доход от участия в других организациях} + \text{Скорректированный по ставке налога процентный доход}}{\text{Объем сбыта}}$$

4. Рентабельность капитала до амортизационных отчислений =

$$\frac{\text{Чистая прибыль} + \text{Доход от участия в других организациях} + \text{Скорректированный по ставке налога процентный доход} + \text{Амортизационные отчисления}}{\text{Материальные активы} --- \text{Накопленная краткосрочная кредиторская задолженность}}$$

5. Рентабельность собственного капитала =

$$\frac{\text{Чистая прибыль} — \text{Обязательства по привилегированным акциям}}{\text{Собственный} --- \text{Стоимость} + \text{Отложенные}}$$

[21] Анализ ценных бумаг Гремма и Додда С.Коттл Ф.Мюррей Ф.Блок М.Лейбоаич «Олимп Бизнес» 2000

капитал репутации налоговые обязательства

Рентабельность капитала — непрямой способ вычисления.

Показатель рентабельности капитала можно вычислять прямо (коэффициент 1, рис. 1) или умножив показатель оборачиваемости капитала (коэффициент 2) на коэффициент прибыльности (коэффициент 3).

Оборачиваемость капитала — показатель экономической активности (коэффициент 2).

Показатель оборачиваемости капитала (коэффициент 2) принадлежит к семейству коэффициентов, которые иногда называют коэффициентами экономической активности или коэффициентами оборачиваемости. Обычно эти коэффициенты вычисляют делением объема продаж на соответствующий показатель. Эти показатели часто первыми сигнализируют о происходящих в компании изменениях, и они требуют объяснения. В эту группу показателей входят:

- оборачиваемость совокупного капитала (коэффициент 2);
- оборачиваемость активов;
- оборачиваемость товарно-материальных запасов;
- оборачиваемость собственного капитала;
- оборачиваемость основных средств;
- оборачиваемость дебиторской задолженности;
- оборачиваемость оборотных средств.

Коэффициент чистой прибыльности (коэффициент 3).

Заметим, что коэ*ффициент чистой прибыльности* (коэффициент 3) отличается от обычно используемого в бухгалтерском учете *коэффициента прибыльности*. Последний относится только к прямым результатам основной деятельности и вычисляется до вычета подоходных налогов и до учета доходов и расходов от вне реализационной деятельности. А наш показатель есть отношение к объему продаж *конечной* чистой

прибыли и скорректированного по ставке налога процента по долгосрочному долгу.

Оборачиваемость и рентабельность капитала.

Оборачиваемость капитала и другие коэффициенты экономической активности очень чувствительны к изменениям деятельности и финансовой структуры корпорации. Анализ коэффициентов 2 и 3 может дать объяснение изменениям рентабельности капитала и подтолкнуть к более детальному анализу причин изменений.

3.1.6 Учет различий в амортизационной политике.

Роль амортизации существенно выросла в последнее время, но при этом существуют большие различия в подходе к амортизационной политике. Поэтому при сопоставительном анализе нескольких компаний из одной отрасли следует учитывать различия в принципах амортизации. Для этого можно вычислить коэффициенты амортизации относительно объема сбыта или стоимости основных средств.

Рентабельность капитала до амортизационных отчислений (коэффициент 4).

Показатель «рентабельность капитала до амортизационных отчислений» предназначен для сопоставления показателей рентабельности капитала после устранения воздействия амортизационной политики. При использовании этого коэффициента важно помнить о следующем. Во-первых, это показатель ни истинной рентабельности, ни потока денег. Это просто метод ранжирования компаний, пренебрегающий различиями амортизационной политики. Он исходит из того, что амортизационные расходы компаний должны быть одинаковыми относительно величины капитала. Поэтому при сопоставлении компаний, которые сильно различаются между собой в этом отношении, можно прийти к неверным выводам.

Рентабельность собственного капитала (коэффициент 5).

Второй по значимости показатель прибыльности — это рентабельность собственного капитала (коэффициент 5). Его привлекательность пропорциональна тому, как рынок делает выбор в пользу обыкновенных акций относительно инструментов с фиксированным процентным доходом. Но это важный коэффициент, характеризующий использование руководством собственного капитала и его способность с помощью долга поднимать рентабельность собственного капитала. Нежелательным эффектом появления финансового рычага (то есть использования долга) является рост переменчивости прибыли по обыкновенным акциям. Аналитики изучают взаимозависимость роста прибыли и роста изменчивости прибыли, чтобы оценить, насколько оптимальна величина привлекаемого долга.

3.1.7 Отложенные налоги как часть собственного капитала.

Решение причислить отложенные налоги к источникам собственного капитала достаточно спорно. Бесплатность этого источника капитала (отсутствие процента) ведет к тому, что прибыль от использования активов, профинансированных этим кредитом, непосредственно зачисляется в до налоговый доход, а доход на эти средства оказывается составной частью дохода на собственный капитал. У некоторых компаний обязательства по отложенным налогам очень велики. Компания Exxon Mobil[22] , к примеру, в конце 1997 г. была должна бюджету по отложенным налогам 11 млрд дол. Если сравнить рентабельность собственного капитала для компании Exxon Mobil и для компании, не имеющей отложенных налоговых обязательств или даже имеющей только одни отложенные налоговые активы, мы получим, что компания Exxon Mobil использует собственный капитал существенно эффективнее, чем другие. Исключив обязательства по отложенным налогам, мы существенно ограничим возможность сравнивать показатели рентабельности собственного капитала.

[22] www.govsec.com

Другие квазиактивы

Некоторые компании имеют значительные долгосрочные обязательства, по которым не выплачиваются проценты, а потому их можно трактовать так же, как и отложенные налоги, то есть как средства, работающие в пользу акционеров. Большинство статей, которые могут быть отнесены в эту группу, представляют собой отложенные доходы и доходы будущих периодов. В отличие от истинных обязательств, они не предполагают расходования денег. Это просто кредиты, которые не могут быть пока еще отнесены на счет дохода. Поскольку здесь есть некоторые противоречивые моменты, вщзможен выбор трактовки этих показателей. Такой же вопрос возникает в связи с расходами будущих периодов, которые относятся на актив баланса. Они никогда не принесут никакой выгоды, и возможна точка зрения, что расходы будущих периодов нужно вычитать из состава собственных средств.

Темпы роста, стабильность и доля дивидендов в прибыли.

Темпы роста

Коэффициенты годового роста.

Чаще всего темп роста компаний измеряется показателями объема продаж, общей доходности и величины прибыли на акцию (в таблице №. 2 — коэффициенты от 6 до 8). Предлагаемые коэффициенты позволяют просто сопоставлять уровни процентных изменений, но многие аналитики рассчитывают показатели роста по формуле сложных процентов, то есть берут средние значения для начального и конечного периодов и с помощью формулы экспоненциального роста рассчитывают годовой темп изменений.

Аналитики вычисляют и много других показателей темпов роста, для чего используют как абсолютные показатели, так и удельные, то есть в расчете на акцию. В число показателей, используемых для определения темпов роста, входят:

• поток денег, то есть прибыль плюс амортизационные отчисления;

- дивиденды;
- балансовая стоимость;
- стоимость основных средств;
- натуральные показатели (объем производства или производственная мощность);
- отношение нераспределенной прибыли к собственному капиталу.

Сглаживание циклических эффектов.

Большие циклы стали редкостью, что устранило потребность в сглаживании циклических эффектов в ходе анализа. Но аналитикам все-таки приходится сопоставлять тенденции и общие характеристики роста за довольно длительные периоды, скажем, лет за 10. Чтобы уменьшить искажающее влияние случайных годовых колебаний, можно сопоставлять средние за периоды (например, среднюю за 1980—1990 гг. со средней за 1991— 2000 гг.).

Таблица № 2. Формулы расчета коэффициентов роста, стабильности и доли дивидендов в прибыли[23]

Рост

6. Рост сбыта = $\frac{\text{Объем сбыта в конечном периоде}}{\text{Объем сбыта в базовом периоде}}$

7. Рост совокупной прибыли = $\frac{\text{Чистая прибыль на капитал в конечном периоде}}{\text{Чистая прибыль на капитал в базовом периоде}}$

8. Рост прибыли на акцию = $\frac{\text{Прибыль на акцию в конечном периоде}}{\text{Прибыль на акцию в базовом периоде}}$

[23] Анализ финансовой отчетности Т.Карлин, Р.МакМин Ассоциация банкиров Америки 1993

Стабильность

9. Максимальное сокращение степени покрытия старших претензий = $\frac{\text{В худшем году}}{\text{Среднее покрытие за три предыдущих года}}$

10. Процент снижения рентабельности капитала = $\frac{\text{В худшем году}}{\text{Средняя доходность капитала за три предыдущих года}}$

Доля дивидендов в прибыли

11. Доля дивидендов в прибыли = $\frac{\text{Дивиденд по обыкновенным акциям}}{\text{Чистая прибыль, из которой можно выплачивать дивиденды}}$

12. Доля дивидендов в потоке денег = $\frac{\text{Дивиденд по обыкновенным акциям}}{\text{Посленалоговая прибыль плюс амортизационные фонды}}$

Инфляционный рост.

Аналитик должен различать источники роста, чтобы не принять за рост инфляционное повышение финансовых показателей. Если компания в период 15-процентной инфляции показывает рост выручки в номинальном выражении на 10% в год, значит, она даже не поспевает за темпом инфляции, и аналитик должен выявить причину — сокращение объема производства (в натуральных показателях), вынужденное урезание нормы прибыли или другие специфические причины.

Отраслевые темпы роста.

Чтобы сравнить темпы роста в разных отраслях, можно выбрать в каждой отрасли представительную группу компаний. При этом возможна чисто техническая проблема, связанная с тем, что в некоторых отраслях размер крупнейших двух—трех компаний может быть намного больше, чем размер большинства средних и мелких компаний. Чтобы получить более адекватную картину возможностей роста для менее крупных компаний, нужно рассчитать индексы роста для каждой компании, а затем высчитать средний индекс роста. При этом может обнаружиться, что значительные возможности роста малых компаний в целом не образуют привлекательного рынка для одной из крупных отраслевых компаний. В других случаях, когда отраслевая продукция более однородна, аналитик может при вычислении среднеотраслевого показателя роста учесть размеры компаний в качестве весов и получить более распространенный показатель — средневзвешенный показатель роста. Повторим еще раз: иногда аналитик использует необычные методы расчета, чтобы найти правильный ответ на стоящие перед ним вопросы.

Стабильность

Сокращение прибыли

Аналитик может рассчитать показатель стабильности доходов за ряд лет. Например, найдите самый низкий показатель прибыли, скажем, за 5 или 10 лет, и рассчитайте его отношение к средней за предыдущие три года, как в коэффициенте 9. Вы сможете оценить, насколько серьезны бывают последствия временных спадов. Результаты спада, затянувшегося на ряд лет, также могут быть сопоставлены со значением средних доходов за предыдущий период. Влияние «плохого года» на прибыль нужно измерять по отношению к данным за предыдущий период, а не по отношению к средней прибыли, которая охватывает и последующие годы. Если после временного спада наступит сильный рост прибыли, то эти последующие годы (будучи отраженными в величине средней)

создадут ощущение нестабильности показателя прибыли, тогда как на деле прибыль растет.

Циклические спады и долговременные спады

В последние четыре десятилетия ни в одном году не было настолько выраженного делового спада, который можно было бы считать испытанием деловой стабильности всех предприятий. Не было случая, чтобы прибыли корпораций упали на 25% по сравнению с предыдущим годом, хотя в отдельных отраслях имели место сильные падения прибыльности.[23] В некоторых случаях падение представляло собой конец периода необычно высокой прибыльности; в других — имел место действительный циклический спад, вызываемый сокращением спроса.

Поэтому для некоторых отраслей и компаний колебания условий роста являются достаточно хорошим испытанием на относительную прочность конкурентного положения. Но в случае некоторых других компаний (и отраслей) аналитику пришлось бы залезать в очень отдаленное прошлое, чтобы найти период для сравнения. А сравнение со слишком отдаленным прошлым не всегда открывает полезную информацию.

Стабильность и рост.

Имея дело с короткими периодами, скажем, в 5 или 6 лет, можно измерять стабильность с помощью формулы среднеквадратического отклонения, но этот показатель мало пригоден при высоких темпах роста. В таком случае можно измерять отклонения от трен довой линии статистическими методами или изучать графики на бумаге.

Надежность (коэффициенты 9 и 10).

Стабильность прибыли играет важную роль при определении качества облигаций или привилегированных акций. Достаточно просто вычислить *минимальное* покрытие претензий или прежних претензий по

[23] Ведомости № 7 2002 с.Б2

процентам и привилегированным дивидендам за достаточно длительный период в прошлом. Оценивая стабильность покрытия, бывает полезно пересчитать прошлые данные на существующую сегодня структуру капитала.

Для всех компаний, кроме быстрорастущих, полезным показателем является минимальный уровень дивидендов на обыкновенные акции лет за десять, поскольку он позволяет оценить как внутреннюю стабильность компании, так и отношение ее руководства к этому аспекту политики. (У быстрорастущих компаний прошлые дивиденды мало что говорят о возможном в будущем минимальном уровне дивидендов или о других факторах стоимости компании.) Поэтому для компаний, не показывающих быстрого роста, предлагается только два показателя стабильности:

- максимальное сокращение степени покрытия первостепенных пре тензий (коэффициент 9);
- максимальное снижение прибыльности совокупного капитала (коэффициент 10).

Эти коэффициенты можно дополнить показателями максимального сокращения прибыли на акцию и прибыли на собственный капитал.

Доля дивидендов в прибыли (коэффициент 11)

Процент чистой прибыли, выплаченной по дивидендам на обыкновенные акции, часто является самым важным фактором рыночной оценки тех акций, которые не принадлежат быстрорастущим компаниям. Вычисляется коэффициент очень просто — нужно разделить сумму выплаченных дивидендов на чистую прибыль. Для тех выпусков обыкновенных акций, по которым дивиденды выплачиваются как деньгами, так и акциями, при вычислении этого коэффициента следует учитывать только денежные дивиденды. Выплата дивидендов акциями подобна расщеплению акции — инвестор не получает ничего такого, чего не имел раньше, а компания не отдает ничего ценного. В учетных журналах делают определенные записи и проводки, рассылают

акционерам бумаги, но все это действия экономически незначимые.

Доля дивидендов в полной прибыли (коэффициент 12)

Процент полной прибыли (чистая прибыль плюс амортизационные отчисления), выплаченный в виде дивидендов, является более стабильным показателем, чем процент чистой прибыли. Поэтому коэффициент 12 полезнее для оценки будущих дивидендов, чем общепринятый коэффициент 11.

Кредитные коэффициенты

Кредитные коэффициенты (см. таблицу. 3) представляют собой смешанную группу показателей, измеряющих ликвидность, финансовую гибкость, структуру капитала, способность обслуживать долг и т.п.

Обеспеченность обыкновенных акций активами (коэффициент 16)

Об избыточности активов относительно обязательств по старшим ценным бумагам говорит коэффициент 16. Совершенно ту же информацию дают два других коэффициента. Один — показатель кредитной нагрузки на собственный капитал (совокупный долг/собственный капитал). Другой — показатель кредитной нагрузки на полный капитал. Поскольку информационное содержание всех трех коэффициентов одинаково, следует выбрать один из них и его держаться, снабжая свои выкладки примечаниями. Заметим, что в этих расчетах отложенные налоги рассматриваются как элемент долга.

Обеспеченность рыночной цены обыкновенных акций активами (коэффициент 17)

Для вычисления коэффициента обеспеченности рыночной цены обыкновенных акций активами достаточно разделить стоимость размещенных на рынке обыкновенных акций на сумму чистых активов. Стоимость акций вычисляют как произведение числа размещенных на рынке обыкновенных акций на цену одной акции. Альтернативный метод вычисления использует тот же знаменатель, но в числителе

здесь средняя (обычно за пять лет) рыночная цена акций. Этот показатель говорит о том, как рынок оценивает стоимость репутации компании. Если рыночная цена размещенных акций намного превышает их балансовую оценку, компания явно имеет возможность продать на рынке дополнительный выпуск акций, чтобы уменьшить долг и при этом не разбавлять балансовую стоимость акций. Хотя инвесторы рассчитывают, конечно, что платежи по бумагам с фиксированным процентом будут обеспечены суммой прибыли и амортизационных отчислений, их уверенность окрепнет, если рынок предлагает и другой источник платежей. Они будут чувствовать себя менее уверенными, когда рыночная цена активов окажется меньшей, чем их балансовая стоимость.

Таблица №3. Формулы вычисления кредитных коэффициентов[24]

13. Коэффициент ликвидности = $\frac{\text{Текущие активы}}{\text{Текущие пассивы}}$

14. Коэффициент быстрой ликвидности = $\frac{\text{Текущие активы - Запасы}}{\text{Текущие пассивы}}$

15. Коэффициент денежной ликвидности = $\frac{\text{Денежные активы}}{\text{Текущие пассивы}}$

16. Обеспеченность балансовой стоимости обыкновенных акций активами = $\frac{\text{Совокупные обязательства}}{\text{чистая стоимость}}$

17. Обеспеченность балансовой рыночной цены обыкновенных акций активами = $\frac{\text{Обыкновенные акции по рыночной оценке}}{\text{Материальные активы --- Накопленная кредиторская задолженность}}$

[24] Анализ финансовой отчетности Т.Карлин, Р.МакМин Ассоциация банкиров Америки 1993

18. Покрытие старших обязательств до налоговой прибылью = $\frac{\text{До налоговый доход}}{\text{Обязательства по старшим ценным бумагам}}$

19. Покрытие старших обязательств после налоговой прибылью = $\frac{\text{После налоговая прибыль} + \text{Амортизационные отчисления} + \text{Старшие обязательства}}{\text{Старшие обязательства}}$

20. Полный доход на чистые активы = $\frac{\text{После налоговый доход} + \text{Амортизационные отчисления} + \text{Скорректированный по ставке налога процентный доход}}{\text{Материальные активы} — \text{Накопленная кредиторская задолженность}}$

21. Покрытие затрат на обслуживание всего долга = $\frac{\text{После-налоговый доход} + \text{Амортизационные отчисления} + \text{Доход от аренды} + \text{Скорректированный по ставке налога процентный доход}}{\text{Процентные выплаты} + \text{Арендные долговые} + \text{Текущие долговые обязательства} + \text{Отчисления в фонд погашения длителльного долга}}$

22. Защитный интервал (дней) $\frac{(\text{Деньги} + \text{Дебиторская задолженность}) * 365}{\text{Общие производственные расходы} — \text{Амортизационные отчисления} — \text{Другие не денежные обязательства}}$

Покрытие старших обязательств (коэффициент 18)

В самом общем смысле *старшие обязательства* — это процентные расходы. В силу роста арендных операций процентный компонент инвестиционной аренды включен в старшие обязательства просто по определению, а при некоторых обстоятельствах они включают также про-

центный компонент платежей по эксплутационной аренде, по сумме доходов от сдачи в аренду и дивиденды по привилегированным акциям.

Покрытие старших обязательств находят делением до налогового дохода, из которого можно погашать эти обязательства, на сумму старших обязательств, которые включают:

- проценты по кратко- и долгосрочному долгу, включая инвестиционную аренду;
- процентные расходы плюс процентная компонента по эксплутационной аренде;
- сумму обязательств по облигациям, привилегированным акциям

Для каждого вида покрытия могут быть подсчитаны свои коэффициенты. Это ключевые показатели при определении качества облигаций или привилегированных акций. Показываемый этими коэффициентами уровень гарантированности погашения старших обязательств самым прямым образом влияет и на качество обыкновенных акций, а в конечном итоге — на отношение цены акции к прибыли на акцию. Определяя гарантированность погашения процентных и арендных обязательств, нужно включать в состав фиксированных обязательств процентные расходы и все рентные составляющие арендных платежей, но не дивиденды по привилегированным акциям. Однако если вопрос стоит о гарантированности погашения обязательств по привилегированным акциям, тогда нужно включать все первостепенные обязательства, в том числе и дивиденды по привилегированным. Последнее определение выглядит желательным с позиций анализа обыкновенных акций, поскольку они стоят последними в ряду всех обязательств.

В дискуссиях о финансовых показателях обычно предполагается, что значение кредитных индексов не может быть жестко нормированным.

Эта симпатичная точка зрения игнорирует реальные проблемы, возникающие у акционеров по отношению к самым благоприятным вариантам корпоративной политики. Компания может иметь больше

кассовых остатков, чем ей когда-нибудь потребуется, что гарантирует ей очень благоприятное значение показателей обеспеченности оборотными малоприбыльной или, иначе говоря, отличаться неэффективным использованием собственного капитала.

Точно также наилучшая структура капитала — с точки зрения кредитоспособности и финансовой силы — отличается полным отсутствием старших обязательств, то есть весь капитал представлен собственными средствами. Но если взять это за нормативное требование, ни одна компания не захочет эмитировать привилегированные акции или облигации.

Покрытие старших обязательств полным после налоговым доходом (коэффициент 19)

В числителе формулы, вычисляющей этот показатель, должны быть чистая прибыль плюс амортизационные отчисления минус налоги и плюс скорректированные на ставку налога процентные платежи.

Полный доход на чистые активы (коэффициент 20)

Этот коэффициент измеряет скорость обновления капитала. Если коэффициент равен 0,25, то, хотя бы в теории, денежный доход за каждые четыре года равен капиталу компании. В этом смысле этот показатель чем-то схож с коэффициентом экономической активности, и, в любом случае, чем больше его значение, тем лучше.

Покрытие затрат на обслуживание всего долга (коэффициент 21)

В числителе коэффициента 21 находится после налоговая прибыль плюс амортизационные отчисления плюс доход от аренды плюс скорректированный по ставке налога процентный доход. В знаменателе дроби — сумма всех обязательств по обслуживанию долга. В состав этих обязательств входят все процентные расходы плюс арендные выплаты плюс текущие долговые обязательства плюс отчисления в фонд погашения длительного долга. Если нас интересуют привилегированные

акции, то обязательства по привилегированным дивидендам и фонд погашения должны быть приплюсованы к обязательствам по старшим ценным бумагам.

Защитный интервал (дней) (коэффициент 22)

Этот коэффициент показывает, на сколько дней хватит существующих быстрых активов для покрытия производственных расходов. Из состава производственных расходов нужно исключить амортизационные отчисления и все не денежные проводки. Этот коэффициент представляет собой разновидность оценки наихудшего варианта событий, поскольку предполагается, что производство продолжается в обычном режиме, а поступления прекратились, так что единственным источником платежных средств являются имеющиеся запасы денег и эквивалентных средств плюс поступления от сбора дебиторской задолженности. Лучше всего использовать этот коэффициент для сравнения отраслевых компаний и для изучения динамики изменений в отдельных компаниях.

ВЫВОДЫ. Финансовый анализ бухгалтерской отчетности является важнейшим компонентом фундаментального анализа. Годовой отчет – это лицо компании, которое показывает насколько успешно менеджмент управляет денежными потоками, проводит капитальные вложения, реинвестирует полученную прибыль, выплачивает дивиденды и так далее. Сравнивая отчетность за несколько лет можно сделать выводы насколько эффективно функционирует компании и за счет каких именно показателей она рентабельна или нет, прибыльна или убыточна. Бухгалтерский баланс, также дает возможность сравнивать компании из одной отрасли по финансовой эффективности относительно друг друга. Можно оценить в какой степени компания кредитоспособна как в краткосрочной так и долгосрочной перспективе. То есть, можно сказать баланс позволяет увидеть внутреннее состояние компании и сделать «правильные» выводы о перспективах ее дальнейшего развития как финансового института,

и самое главное помогает инвестору принять решение о вложении средств в ту или иную компанию.

ГЛАВА III.

ПРИМЕРЫ ПЕРВИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ ЦЕННЫХ БУМАГ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ С ПРИМЕНЕНИЕМ ЭЛЕМЕНТОВ ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО АНАЛИЗА

Тема использования фундаментального анализа в практике инвестиционно-банковской деятельности становится актуальна в последнее время не только на западе, но и в России. После кризиса 1998 года экономика нашей страны переживает рост, что не преминуло сказаться и на фондовом рынке. В течении 2000 – 2002, наблюдается настоящей бум на рынке первичного размещения корпоративных облигаций и, к сожалению, инвесторы не всегда обращают внимание на фундаментальные показатели деятельности компании, а больше полагаются на компетентность андеррайтера и бренд самого эмитента. Данная ситуация, когда инвестор полагается на третьих лиц, чаще всего заинтересованных в удачном размещение ценных бумаг, и возможно не всегда предоставляющих полную информацию, уже привела к серьезным последствиям. Достаточно вспомнить проблемы возникшие у «Сибирско-Уральской Нефтегазохимической Компании». До последнего момента не было известно, исполнит ли компания свои обязательства по двух миллиардному облигационному выпуску. По отчету компании за 1 квартал и первое полугодие 2001 года было хорошо видно, что денежный поток от операционной деятельности был отрицательным (напомню, размещение происходило в июле 2001 года), то есть компания не могла обслуживать, в полной мере, свою текущею деятельность без заемных средств[25]. Также следует напомнить, что «Сибур» планировал привлечь «бесплатный» акционерный капитал за счет дополнительной эмиссии акций, которую должен был выкупить Газпром для сохранения контрольного пакета акций, на сумму более 700 млн. долларов. Этими средствами, по-видимому, «Сибур» и собирался расплатиться по

[25] Ежеквартальная отчет Сибура за 1 и 2 кварталы 2001 года

облигациям. Но к тому моменту сменилось рукододство в «Газпроме» и оно сочло нецелесообразным платить такую суму за сохранение контрольного пакета.

Данная ситуация хорошо иллюстрирует важность фундаментального анализа, который мог позволить адекватно оценить риск вложения в облигации «Сибура».

В целом для рынка, только зарождающегося, это достаточно распространенная ситуация.

Все вышесказанное, на мой взгляд свидетельствует о необходимости более ответственно и взвешенно оценивать инвесторами факторы непосредственно и косвенно влияющие на компании выпускающие ценные бумаги. Далее автор попытался проанализировал удачное размещение двух динамично развивающихся российских компаний.

4.1 ОАО «РосБизнесКонсалтинг»

Российская компания средств массовой информации и информационных технологий «РосБизнесКонсалтинг» (РБК) открывает новую главу в истории фондового рынка России, впервые осуществив первичное публичное размещение акций на российских биржах. Размещение объемом 13 млн. долларов состоялось 18 апреля 2002 года. Спрос на ценные бумаги превысил предложение. Ведущим менеджером размещения выступила российская брокерская компания «Атон».

Проанализируем использование элементов фундаментального анализа брокерской компанией «Атон» при размещении акций РБК. В отличие от многих компаний «новой экономики» РБК является высокорентабельным предприятием. Среднегодовые темпы ее роста с момента основания существенно превышали 100% в год, причем наблюдался рост как доходов до выплаты налогов, амортизационных отчислений и процентных выплат (далее EBITDA), так и чистой рентабельности. Более того, компания придерживается западных стандартов корпоративного управления и является информационно

прозрачной; имеет отчетность по МСБУ с 2000 г, аудированную KPMG. В составе Совета директоров компании - четыре независимых иностранных представителя[26].

РБК является одной из ведущих российских компаний по предоставлению деловых новостей через Интернет. Локомотивом роста выручки компании в последние два года стало развитие направления информационных технологий.

Благодаря избранной бизнес-аудитории, РБК позиционируется в наиболее выгодном сегменте российского медиа рынка, а возможность использования медиа-бизнеса для продвижения своих услуг в области информационных технологий создает сильный синергетический эффект с точки зрения технологии, операционной деятельности и маркетинга.

Очевидно, что в среднесрочной перспективе отечественный рынок информационных технологий и медиа значительно вырастет по сравнению с сегодняшним уровнем, РБК получит все преимущества от развития этой тенденции. Благодаря собственным материалам в области финансовых новостей, наличию региональной корреспондентской сети и публикации материалов в Интернете, компании обеспечен высокий рост в области медиа-бизнеса на протяжении нескольких лет. В области информационных технологий Россия должна догнать Индию, выручка которой от экспорта услуг программирования по индивидуальным заказам выросла за последние 10 лет до $6.3 млрд[15]. Услуги РБК по так называемому аутсоурсингу уже являются одним из наиболее быстро растущих сегментов деятельности компании в области информационных технологий.

Сделав оценку бизнеса компании на основании дисконтированных денежных потоков, исходя из весьма консервативных предположений, «Атон» получил ориентировочную стоимость акционерного капитала в размере $82 млн. Дополнив этот анализ методом рыночных сравнений, «Атон» подтвердил

[26] Информационный меморандум инвестиционной группы «Атон»
[15] www.rbc.ru

полученную ориентировочную стоимость[27].

РБК является уникальной компанией с точки зрения темпов роста бизнеса и совокупности рисков. Все виды деятельности, которыми занимается РБК, являются новыми для России. Кроме того, синергия двух основных бизнесов компании - медиа и информационных технологий - существенно увеличивает потенциал компании. На отечественном и международном рынках не существует компаний, которые в полной мере могли бы считаться аналогами РБК.

[27] Информационный меморандум инвестиционной группы «Атон»

Для оценки справедливой стоимости компании «Атон» использовал метод дисконтированных денежных потоков и метод сравнительной оценки. Анализ дисконтированных потоков послужил основой анализа и был дополнен анализом чувствительности к изменению основных исходных параметров. При сравнении с аналогами использовался метод оценки по принципу суммы составляющих, оценивая отдельно каждый бизнес компании на основании сопоставления с аналогами[27].

Заключение относительно ориентировочной стоимости основывается на анализе дисконтированных денежных потоков, как наиболее реалистичном подходе в сравнении с методом аналогичных компаний.

Модель дисконтированных денежных потоков (ДДП)

Основные исходные предположения, использованные для построения модели ДДП, были сделаны на основании исторических данных, прогнозов руководства, интервью с менеджментом РБК и собственных прогнозов относительно основных тенденций развития рынка. По утверждению «Атона», насколько это представлялось возможным, были подтверждены и проверены все основные исходные данные, представленные менеджментом. Однако результаты, полученные на основе модели ДДП, все равно сильно зависят от предположений относительно темпов роста и ставки дисконтирования. Эти показатели могут колебаться из-за отсутствия достоверных статистических данных о рынке, чрезвычайно динамичном развитии Интернета и технологического сектора в России, а также, в связи с тем, что деятельность РБК все еще находится на начальном этапе развития. «Атон» попытался использовать консервативный подход к оценке темпов роста и затрат, и дополнительно привел результаты анализа чувствительности к основным факторам стоимости компании[28].

Ставка дисконтирования Свободные денежные потоки были

[27] Информационный меморандум инвестиционной группы «Атон»
[28] Информационный меморандум инвестиционной группы «Атон»

дисконтированы по ставке 20%. «Атон» полагает, что это очень консервативный подход. При спрэде российских государственных облигаций по сравнению с казначейскими облигациями США в 500 базисных пунктов это будет означать огромную премию - в 10% - за инвестирование в акции (при бета равной единице). «Атон» полагает, что в настоящее время такой дисконт является оптимальным для анализа российских компаний «второго эшелона», т.е. акций без солидной истории ежедневных торгов в больших объемах. РБК располагает отчетностью, подготовленной в соответствии с международными стандартами бухучета, образцовым уровнем прозрачности и уважаемых западных специалистов в составе Совета директоров. Однако в силу невысокой капитализации акции РБК пока могут входить только в категорию российских компаний «второго эшелона».

Темпы роста в постпрогнозный период. Придерживаясь консервативного подхода, Атон принял темпы роста РБК в постпрогнозный период равными всего 3%, что по нашему мнению, является сравнительно низким уровнем для компании, бизнес которой до сегодняшнего дня ежегодно удваивался.

Исходные посылки и анализ чувствительности. Поскольку большинство исходных посылок, использованных «Атоном» в модели, являются гораздо более консервативными по сравнению с предоставленными менеджментом, «Атон» рассмотрел несколько сценариев, при различных комбинациях роста выручки и затрат. В отчете подробно обсуждался основной сценарий, исходные предположения которого представлены в виде таблиц в Приложении 1. Признавая некоторую неопределенность сценария развития, «Атон» представил следующую матрицу стоимости компании:

Оценка на основе ДДП — основной сценарий, млн. $[29]

	Ставка дисконтирования - 20%, темпы роста в постпрогнознй период - 3%			
Рост затрат	*Среднегодовые темпы роста* %	*Основной сценарий*	*Среднегодовые темпы роста %*	*Оптимистический сценарий*
		Рост выручки *Информационные Технологии 30%* *Новости 15%* *Реклама 25%*		*Рост выручки* *Информационные технологии 30%* *Новости 50%* *Реклама 50%*
Зарплата Прочие затраты Коммерческие, общие и административные затраты	21 28 31	**166.8**	49 58 58	**121.3**
Зарплата Прочие затраты Коммерческие, общие и административные затраты	23 32 34	**151.2**	51 60 60	**108.7**
ФОТ Прочие затраты Коммерческие, общие и административные затраты	25 36 37	**131.9**	53 62 62	**93.4**

** 2001 г. принят базовым для расчета среднегодовых темпов роста*

Также стоит рассмотреть сценарий роста доходов и затрат при более низкой ставке дисконтирования - 15% вместо 20%, и более высоких темпов роста в постпрогнозный период -7%. Будучи более оптимистичными, такие предположения, тем не менее, вполне реалистичны. Результаты анализа «Атона» представлены ниже.

[29] Информационный меморандум инвестиционной группы «Атон»

Оценка на основе ДДП — оптимальный сценарий, млн. $[30]

	Ставка дисконтирования -15%, темпы роста в постпрогнозный период – 7%				
Рост затрат	*Среднегодовые темпы роста** *%*	*Основной сценарий*		*Среднегодовые темп*	*Оптимистический сценарий*
		Рост выручки *Информационные технологии* *30%*	*Новости* *15%* *Реклама* *25%*		*Рост выручки* *Информациионные технологии* *50%* *Новости* *30%* *Реклама* *50%*
Зарплата Прочие затраты Коммерческие, общие и административные затраты.	21 28 31	**166.8**		49 58 58	**246.4**
Зарплата Прочие затраты Коммерческие, общие и административные затраты	23 32 34	**151.2**		51 60 60	**216.6**
ФОТ Прочие затраты Коммерческие, общие и административные затраты	25 36 37	**131.9**		53 62 62	**185.4**

Данные второй таблицы не используются далее в настоящем отчете - мы приводим их лишь в качестве иллюстрации потенциала роста стоимости, в случае более оптимистичных предположений. Анализ результатов первой таблицы, которой мы отдаем предпочтение, показывает, что стоимость компании находится в

[30] Информационный меморандум инвестиционной группы «Атон»

интервале от $69.9 млн. до $121.3 млн.

При этом, стоимость сильно зависит от предположений относительно динамики главных статей затрат - зарплаты и так называемых прочих расходов, для которых «Атон» предложил широкий диапазон значений, вплоть до среднегодовых темпов роста превышающих 60%. Мы полагаем, что наиболее вероятным сценарием является стоимость, приближенная к нижней границе указанного диапазона. Атон выбрал среднее значение нижних границ стоимости (т.е. $69млн. и $93.4 млн.) чтобы прийти к консервативной оценке ориентировочной стоимости в $81.7 млн.

Подход на основе сравнения с аналогами

Проведенная оценка РБК выполнена на основе сравнения ее показателей с показателями аналогичных компаний. На мировом рынке существует достаточно небольшое число компаний, которые занимают аналогичную нишу и имеют такой же эффект синергии. Кроме того, на Западе, компании, занимающиеся аналогичным бизнесом, обычно значительно крупнее и имеют гораздо более низкую рентабельность и низкие темпы роста. Поэтому, оценка РБК должна осуществляться на основе других мультипликаторов. Действительно, по результатам сравнения с аналогами, был получен широкий диапазон значений оценочной стоимости, но окончательный результат основан на ДДП анализе.

При рассмотрении результатов оценки стоимости на основе сравнения с аналогами, необходимо учитывать следующие факторы:

Для оценки были выбраны компании отдельно для каждого из двух основных видов деятельности РБК - медиа и услуг в области информационных технологий;

«Атоном» были использованы следующие оценочные мультипликаторы: EV/EBITDA-отношение стоимости предприятия (EV) к доходу до процентных выплат, налогов и амортизационных отчислений EBITDA, и отношение цены акций к чистой прибыли (PEV);

Оценка Атона была основана на прогнозных показателях 2002 г., чтобы учесть рост РБК в текущем году.

Группа аналогичных компаний

Группа сопоставимых компаний была выбрана главным образом на основании описания их деятельности и размера. Краткое описание сопоставимых компаний, использованных в нашем анализе, представлено ниже:

Финансовые и операционные показатели компаний сектора информационных технологий (млн. $)[31].

Компания	Тикер	Страна	Выручка			EBITDA			Рентабельность EBITDA		Чистая приприприпр	
			2001	2002 П	Изи.	2001	2002 П	Изм.	2001	2002П	2001	2002П
Axon Group	AXO	Великобрита ния	60.2	68.6	14%	9.1	10.4	14%	15%	15%	12%	12%
Anite Group	AIE	Великобрита ния	271.6	313.6	15%	31.7	35.9	13%	11%	11%	1%	1%
Xansa	XAN	Великобрита ния	778.0	918.0	18%	66.6	78.5	18%	9%	9%		
Logica	LOG	Великобрита ния	1,957	2271.0	16%	226.2	262.5	16%	12%	12%	3%	3%
AIT Group	AGP	Великобрита ния	67.8	83.6	23%	7.5	9.3	23%	11%	11%	8%	8%
Среднее			626.9	730.0	17%	68.2	79.3	17%	12%	12%	6%	6%
Медиана			271.6	313.6	16%	31.7	35.9	16%	11%	11%	8%	8%
Выручка РБК от услуг в области информационных технологий			6.8	12.4	82%	2.6	5.7	119%	38%	6%	29%	32%

Источник: Hemscott

Axon Group – предоставляет услуги в области информационных технологий и консультирования менеджмента путем проектирования, внедрения и поддержки бизнес-систем, основанных на применении такого программного обеспечения, как SAP, Commerce One, Broad Vision и WebMethods. Предоставляемые компанией программные решения для предприятий позволяют управлять и объединять бизнес-операции, в том числе финансы, логистику и управление кадрами.

Anite Group – предоставляет консультации, программное обеспечение и услуги для некоторых вертикальных рынков. Группа включает три направления деятельности: консультации и услуги, программные продукты, которые поставляются крупным организациям по всей Европе, аутсорсинг в области информационных технологий и предоставление клиентским организациям квалифицированного персонала на контрактной основе.

Xansa – поставляет услуги в области компьютерного программного обеспечения крупным организациям, в том числе финансовым учреждениям, предприятиям розничной торговли и дистрибуторам, чья деятельность сильно зависит от информационных технологий. Деятельность включает управление приложениями, разработку спецификаций для программного обеспечения, разработку и создание программного обеспечения, а также дополнительные услуги по обучению и временному трудоустройству персонала в компании сектора информационных технологий.

Logica – предоставляет услуги в области информационных технологий. Группа специализируется на маркетинге, разработке, производстве, интеграции и поддержке программного обеспечения, созданного по индивидуальным заказам, и связанных с ним систем аппаратного обеспечения; консультациях и управлении проектами в области информационных технологий и разработке, создании, внедрении и маркетинге программных продуктов и подлежащих повторному использованию элементов программного обеспечения, называемых системными ядрами.

---

[31] Информационный меморандум инвестиционной группы «Атон»

A1T Group – предоставляет решения в области информационных технологий на основе определенного набора главных продуктов со специализацией на разработке особых компьютерных программ. Группа разрабатывает Интернет-продукты для привлечения клиентов через множество каналов и поддержания с ними контактов; для финансовых компаний, работающих с розничными клиентами, а также предоставляет консультационные услуги финансовым организациям о новых способах взаимодействия с клиентами на основе имеющихся и новых технологий.

Оценочные мультипликаторы, с которыми торгуются отобранные 1Т-компании, представлены ниже.

Рыночные мультипликаторы компаний в области информационных технологий, 2002П г[33].

Компания	EV/EBITDA	EV/Revenues	P/E
Axon Group PLC	11.5	1.7	21.0
Anite Group PLC	20.6	2.2	24.4
Xansa PLC	24.0	1.4	22.0
Logica PLC	11.8	1.2	25.6
AIT Group PLC	16.1	1.8	25.6
Average	16.8	1.7	23.7

Источник: Hemscott

Финансовые и операционные показатели компаний медиа-бизнеса(млн. $)

		Выручка			EBITDA			Рентабельность EBITDA		Чистая Рентабельность	
Компания	Страна	2001	2002 П	Изм	2001	2002 П	Изм	2001	2002 П	2001	2002П
Wimlington Group	Великобри	80.0	86.0	8%	14.7	15.8	7%	18%	18%	6%	7%
INT Media Group	США	44.0	42.0	-	M/A	M/A	M/A	M/A	M/A	M/A	M/A
Onesource	США	58.3	64.0	10%	10.4	11.2	8%	18%	18%	8%	9%

[33] Информационный меморандум инвестиционной группы «Атон»

Hemscott		США	7.2	8.1		М/А	М/А	М/А	М/А	М/А		М/А	М/А		
Interactive Data Corp		США	340.0	367.2	8%	95.0	102.6	8%	28%	28%		1%	2%		
Среднее			108.6		115.1	52.7		56.9	23%	23%		5%	6%		
Медиана			58.3		63.9	52.7		56.9	23%	23%		5%	6%		
Выручка РБК от медиа-бизнеса			9.8 15%		12.6	4.9	6.7	36%	50%	54%		41%	37%		

Источник: Hemscott, «Атон»

Wilmington Group – предоставляет бизнес-информацию, занимается публикацией журналов и каталогов для деловых людей, созданием программных продуктов, а также проведением пресс-конференций и PR-компаний. Подразделение по издательской и информационной деятельности в 2000 г. обеспечило 76% всей выручки, а подразделение по организации событий - 24%.

INT Media Group – предоставляет мировые новости, информацию и персонал в области медиа-бизнеса, в том числе специалистов в области информационных технологий, Веб-разработчиков и опытных Интернет-пользователей.

Onesource Information SV – информационная Интернет-служба, предоставляющая деловую и финансовую информацию для профессионалов через Интернет. Информация включает корпоративные, отраслевые и рыночные данные.

Hemscott – информационная Интернет-служба, распространяющая деловую информацию и предоставляющая услуги по аутсорсингу в области поддержания отношений с инвесторами через Интернет, а также в области медиа-услуг.

Interactive Data Corp. – предоставляет финансовую и деловую информацию институциональным и розничным клиентам напрямую и через дочерние предприятия. Компания действует в двух сегментах бизнеса - институциональные услуги и услуги для розничных инвесторов.

Рыночные мультипликаторы компаний в области медиа-бизнеса,

2002г[34].

Компания	EV/EBITDA	EV/Выручка	P/E
Wilmington Group PLC	6.6	1.2	14.4
INT Media Group	6.7	0.9	K/A
Onesource	7.1	1.4	12.5
Hemscott Data Corp	N/A	1.2	N/A
Interactive Data Corp	13.5	3.5	19.7
Среднее	8.5	1.6	15.5

Источник: Hemscott

Оценка методом сравнения с аналогами

Атон старался подобрать для сравнения максимально схожие компании, однако большинство из них все же достаточно сильно отличаются от РБК, поскольку находятся на более зрелой стадии развития. Отличия, о которых говорилось ранее и которые видны из таблиц, состоят, в частности, в следующем:

- Темпы роста РБК гораздо выше по сравнению со всеми отобранными компаниями. В 2001 г. выручка от информационных технологий и медиа-бизнеса у РБК выросла соответственно на 140% и 64%, тогда как у проанализированных компаний рост этого показателя составил 13% и 8% соответственно. Темпы роста EBITDA составили 150%, что также намного выше соответствующего показателя всех сопоставимых компаний.

- Уровень доходов РБК гораздо ниже по сравнению с доходами большинства отобранных для сравнения компаний. Так, выручка РБК от информационных технологий в 2001 г. составляла лишь около $6.8 млн., что является незначительным по сравнению с

[34] Информационный меморандум инвестиционной группы «Атон»

"большинством из сравниваемых компаний в области информационных технологий.

- У РБК более высокая рентабельность по сравнению с любой из отобранных для сравнения компаний. Так, рентабельность EBITBA в области информационных технологий в 2001 г. составляла 38%, что значительно больше среднего показателя равного 12% у сопоставимых IT компаний. Рентабельность EBITDA медиа-бизнеса была еще выше и составляла 50%, тогда как у большинства сопоставимых компаний чистая рентабельность, а также рентабельность EBITDA были негативными. Чистая рентабельность РБК в 2001 г. составила 29% в области информационных технологий и 41% в области медиа, что является самым высоким показателем в обеих сравниваемых группах компаний.

Для оценки стоимости сегмента информационных технологий Атон взял средние мультипликаторы EV/выручка, EV/EBITDA и P/E. Затем сложил полученную оценочную стоимость двух сегментов деятельности и получил ориентировочную стоимость компании в 2002 г. в размере $118.8 млн. После прибавления чистой суммы долга ориентировочная стоимость увеличилась до $125.1 млн.

Оценка на основе сопоставления с другими компаниями[35]

	2002П		
	Млн.$	Коэффициент	Целевая стоимость Предприятия (EV)
Информационные технологии			
Выручка EBITDA	12.4	1.7	21.1
Чистая прибыль	5.7	16.8	95.8
Средний целевой показатель EV информационных технологий, млн. $	4.0	23.7	94.8 70.6
Медиа-бизнес			
Выручка	12.6	1.6	29.2
EBITDA	6.7	8.5	57.0
Чистая прибыль	4.6	15.5	71.3
Средний целевой показатель EV медиа-бизнеса, млн. $			52.5
Суммарный целевой показатель EV, млн, $			123.1
Чистая сумма долга, млн. $			-2.0
Ориентировочная стоимость акций, млн. $			125.1

Источник: «Атон»

Сводка оценки стоимости на основе ДДП и сопоставления с другими компаниями

Оценка стоимости на основе сравнения с аналогами позволила получить ориентировочную стоимость приблизительно на уровне $125 млн., что примерно на 50% выше, чем $81.7 млн., полученных на основе анализа ДДП. Для российских компаний торговля с подобным дисконтом к своим западным аналогам является

[35] Информационный меморандум инвестиционной группы «Атон»

обычной практикой. Поэтому мы считаем, что результаты сравнительного анализа совпадают с оценочной стоимостью, выведенной на основе анализа ДДП.

ВЫВОДЫ. Инвестиционный меморандум группы «Атон» включает в себя большинство аспектов фундаментального анализа: макроэкономический, отраслевой, метод сравнения с аналогичными компаниями и финансовый анализ. На взгляд автора, данный меморандум наиболее приближен к запандым страндартам анализа эмитентов при первичнои размещении. Цена размещения 0.83 доллара за акцию получена на основе консервативных оценок компании, что не преминуло сказатся на удачном размещении. Многие инвесторы посчитали, что компания недооценена и сочли риски приемлемыми для вложения в данные ценные бумаги. Также хорошим показателем доверия инвесторов, является рост котировок за один месяц на 15% по сравнению с ценой размещения[54]. Мо мнению автора, вышеприведенный анализ должен применятся и при первичном размещении облигаций, естественно с поправкой на то что это долговые, а не долевые ценные бумаги.

[54] www.rts.ru

ОАО"ВымпелКом"

"ВымпелКом" - второй по величине поставщик услуг сотовой связи в Российской Федерации. На 1 января 2002 г. компания имела 25-процентную долю на рынке и 2.1 млн абонентов . Компания является вторым по величине оператором сотовой связи на весьма привлекательном для бизнеса рынке Москвы (на 1января 2002 г. она контролировала 47% этого рынка)[36].

Продолжающееся восстановление российской экономики после финансового кризиса 1998 г. находит отражение в повышении уровня дохода на душу населения и развитии бизнеса, что особенно заметно в Москве. Эти факторы, в свою очередь, способствуют росту спроса на услуги "ВымпелКома". В результате в 2001 г. финансовые показатели компании значительно улучшились. В частности, резко возрос доход, а размер прибыли до уплаты налогов, процентов и начисления амортизации (EBITDA) увеличился в период с 1 января 2001 по 1 января 2002 г. до 35% против 19% в декабре 2000 г[37].

Развитию бизнеса способствуют капиталовложения, которые регулярно производят стратегические партнеры "ВымпелКома" - норвежская телефонная компания Telenor ASA и российская "Альфа-Групп", а также оказанная ими техническая, практическая и маркетинговая поддержка. Такая "подпитка" собственного капитала позволяет компании поддерживать относительно консервативную структуру капитала и в то же время инвестировать средства в расширение своей сети. Все это в сочетании с устойчивым ростом EBITDA свидетельствует о наличии у компании средств защиты ее кредитоспособности.

Конкуренция остается риском, сохраняющимся как на

[36] www.sotovik.ru

[37] Vimpelcom Summary Consolidated Financial Data for the year 2001,2000,1999.

московском, так и на региональных рынках. Недавно на базовом для "ВымпелКома" московском рынке появился новый участник, ЗАО "Соник Дуо", а другая компания - "Мобильные ТелеСистемы" уже заняла устойчивые позиции в регионах. Кроме того, слабым местом "ВымпелКома" с точки зрения стратегического позиционирования является отсутствие пока лицензии на предоставление услуг в Санкт-Петербурге, втором по значению городе России после Москвы.

Проекты "ВымпелКома" по расширению деятельности в регионах предполагают значительные капиталовложения, что в ближайшие годы может привести к снижению среднего ежемесячного дохода с одного абонента (ARPU) и маржи, а также ослаблению механизмов защиты кредитоспособности компании. Помимо этого, сохраняются значительные управленческие и операционные риски, а также риски, связанные с капитальными вложениями. Тем не менее расширение бизнеса вполне соотносится со стратегией "ВымпелКома", нацеленной на то, чтобы стать оператором сотовой связи общероссийского масштаба.

Общие сведения о компании

"ВымпелКом" - второй по величине поставщик услуг сотовой связи в Российской Федерации, контролирующий 25% российского и 47% московского рынков сотовой связи. Компания предлагает услуги связи стандартов D-AMPS, GSM-900 и GSM-1800 под маркой "Билайн". "ВымпелКом" имеет лицензии на предоставление услуг сотовой связи на территории с населением общей численностью в 100 млн человек (70% всего населения России)[38].

"ВымпелКом" - открытая акционерная компания, ее ценные бумаги, а именно американские депозитарные расписки (ADR), торгуются на Нью-Йоркской фондовой бирже с 1996 г.

Структура акционерного капитала претерпела изменения, связанные с участием стратегических партнеров в компании, а

также с созданием дочерней фирмы "ВымпелКом-Р" с целью для выделения проектов региональной экспансии. Президент и основатель компании Дмитрий Зимин ныне играет менее важную, чем прежде, роль, сохраняя за собой 10% голосующих акций "ВымпелКома". Норвежской телефонной компании Telenor и российской "Альфа-Групп" принадлежит по 25% акций "ВымпелКома", остальные акции размещены по открытой подписке[39].

Характеристика деятельности

Устойчивый спрос на услуги сотовой связи в России обусловлен низким уровнем телефонизации, низким качеством услуг фиксированной связи, неудовлетворенным спросом на установку стационарных телефонов, а также ростом среднего класса с увеличивающимися доходами (особенно в Москве).

Экономический кризис 1998 г. негативно сказался на деятельности компании, приведя к существенным убыткам от курсовых разниц, сокращению количества абонентов, разговорной активности и доходов от обслуживания оставшихся абонентов, а также из-за увеличения неплатежей и текучестью пользователей.

Однако по мере роста экономики России, компания добилась восстановления устойчивых показателей рентабельности и имеет хорошую возможность закрепить свои позиции на высокодоходном московском рынке, одновременно участвуя в развитии перспективных региональных рынков.

Зона обслуживания

"ВымпелКом" имеет лицензии, позволяющие ему предоставлять услуги в Москве и Московской области, в Поволжье, на Северном Кавказе и в Сибири. Хотя общая численность населения на этих территориях составляет 100 млн человек, количество потенциальных абонентов "Вымпелкома" значительно меньше в связи

---

[38] www.vimpelcom.ru

с низким уровнем средних доходов. Тем не менее динамика проникновения мобильной связи (2% в 2000 г., 5% в 2001 г.) говорит о наличии хороших возможностей для дальнейшего роста. В целом по России число абонентов сотовой связи в 2001 г. возросло на 131%. Услугами проводной телефонной связи в России охвачены лишь 22% населения, при этом поставщики этих услуг не в состоянии предложить экономически эффективный способ удовлетворения имеющегося спроса[40]. Основными препятствиями для крупномасштабного замещения проводной телефонии мобильной являются значительно более высокие цены на мобильную связь. Эти барьеры на пути замещения проводной связи мобильной постепенно уменьшатся при условии расширения сетей сотовой связи и смещения соотношения цен на эти два вида телефонии (например, если операторы проводной связи увеличат стоимость местных звонков, введя поминутную оплату).

Москва, по-прежнему, отличается от России в целом более высоким уровнем доходов благодаря тому, что она является центром деловой активности, при этом инфраструктура проводной телефонной связи в Москве не удовлетворяет существующий потребительский спрос. Поэтому, даже несмотря на экономический спад, вызванный кризисом 1998 г., уровень использования услуг сотовой связи в Москве остался высоким, а спрос растет за счет массового потребителя. Количество пользователей сотовыми телефонами в Москве и Московской области возросло с 2 млн в 2000 г. до 4 млн на начало 2002 г., что соответствует 27% населения региона. Что касается остальной части России, на начало 2002 г. общее число абонентов сотовой связи составляло более 3 млн человек, то, по многим прогнозам, темпы роста абонентской базы там будут еще более высокими[41].

Одним из последствий роста абонентской базы и увеличения в ней доли не корпоративных клиентов стало более широкое предложение тарифных планов с предоплатой, что негативно

---

[39] www.vimpelcom.ru
[40] www.sotovik.ru

повлияло на рост доходов. На 1 января 2002 г. на долю абонентов "ВымпелКома", пользующихся тарифными планами с предоплатой приходилось 65% всей клиентской базы. Это вызывает снижение ARPU - ежемесячного дохода с одного абонента: в 2001 г. ARPU по абонентам, пользующимся предоплатой, должен составил около 12 долл. - по сравнению с 47 долл. по абонентам, производящим оплату в рамках контрактов с оператором связи. В 1999 г. этот показатель составлял соответственно 30 и 160 долл., однако снижение ARPU, происходящее параллельно с ростом охвата населения услугами сотовой связи и обострением конкуренции, вполне соответствует тому, что происходит на западных рынках услуг сотовой связи[42].

В то же время, хотя абоненты, пользующиеся предоплатой, приносят меньший валовой доход, их обслуживание, как правило, позволяет получать более высокую валовую прибыль за счет меньшей стоимости привлечения, более низких биллинговых расходов и меньшего уровня неплатежей.

Важной задачей для "ВымпелКома" будет сохранить свой рост на рынке Москвы, но особенно - в регионах. Слишком высокие темпы роста могут привести к перегрузке и отразиться на качестве марки деятельности компании. Кроме того, несмотря на внушающую оптимизм информацию об активном росте пользователей сотовой связью в регионах, следует иметь в виду, что прибыль на инвестированный капитал в регионах будет ниже, чем в Москве, учитывая большую географическую протяженность территорий и низкий уровень средних доходов населения.

Конкурентные позиции

По аналогии с европейской практикой появление на региональном рынке нового участника неизменно приводит к обострению конкуренции на этом рынке, результатом чего

---

[41] www.sotovik.ru
[42] Vimpelcom Summary Consolidated Financial Data for the year 2001,2000,1999.

становится понижение ARPU у разных операторов и увеличение расходов на привлечение одного абонента (SAC). Снижение цен в сочетании с ростом осведомленности населения об услуге благодаря проводимой маркетинговой работе должны, в свою очередь, содействовать повышению спроса и росту доходов. В настоящее время «ВымпелКом» и «МТС» предлагают на московском рынке, отличающемся ожесточенной конкуренцией и широким спектром тарифов на услуги, во многом идентичные пакеты услуг для частных и корпоративных клиентов. Поэтому остается наблюдать, как поведет себя новый участник рынка - "Соник Дуо", хотя едва ли следует ожидать, что начнется разрушительная для всех сторон ценовая война.

Наиболее слабое место "ВымпелКома" в его стратегическом позиционировании - это отсутствие лицензии на предоставление услуг в Санкт-Петербурге. Компания принимает меры для того, чтобы приобрести лицензию на осуществление деятельности в этом городе либо напрямую, либо посредством покупки держателя лицензии. Кроме того, руководство "ВымпелКома" сосредоточивает усилия на повышении качества обслуживания клиентов с тем, чтобы таким путем усилить свои конкурентные позиции.

Москва. Конкурентами "ВымпелКома" на московском рынке являются МТС, первый оператор, предложивший услуги сотовой связи стандарта GSM 900 (рыночная доля - примерно 50% на 1 января 2002 г.), и "Соник Дуо" - новый оператор, появившийся в 2001 г. "Соник Дуо" входит в группу "Мегафон", принадлежащую Sonera Corp., Telia AB и "Телекоминвест", петербургскому телекоммуникационному холдингу. Менее значительные конкуренты - это "Московская сотовая связь" (МСС) - оператор сотовой связи аналагового стандарта, и "Сонет" - оператор связи стандарта CDMA (множественный доступ с кодовым разделением каналов). Доли собственности в "Сонете", а также МТС принадлежат АФК "Система". Часть акций МСС принадлежит акционерному обществу "Московская городская телефонная сеть" (МГТС). Владельцем

пакетов акций как МТС, так и МСС является Deutsche Telekom AG[43].

Регионы. На региональных рынках сотовой связи крупнейшими участниками, контролирующими 70% рынка, являются МТС, "ВымпелКом" и "Мегафон". Два сравнительно небольших оператора регионального значения, а именно "Кубань-GSM" и самарский СМАРТС, имели на 1 января 2002 г. каждый около 400 тыс. абонентов. Оба эти оператора являются потенциальными объектами присоединения, а контрольный пакет акций в "Кубань-GSM" приобретает МТС[44]. Помимо вышеуказанных, на региональных рынках действуют ряд мелких операторов, связанных с местными компаниями проводной телефонной связи или альтернативными операторами. Крупные поставщики услуг сотовой связи имеют преимущества за счет экономии на масштабе, и этот фактор, наряду со стремлением компаний расширять объемы операций в регионах и увеличивать свою долю на рынке, будет в ближайшие годы стимулировать процесс консолидации сектора. Между тем для "ВымпелКома" задача закрепления на рынке может быть решена лишь при условии, что компания в кратчайшие сроки развернет эффективную сеть и создаст соответствующую дистрибьюторскую систему.

МТС. По сути дела, основным конкурентом "ВымпелКома" в настоящее время является МТС, имеющая 2,65 млн абонентов (что на 25% больше, чем у "ВымпелКома") и относительно небольшую, но растущую задолженность. МТС вышла на московский рынок с услугами сотовой связи стандарта GSM на четыре года раньше, чем "ВымпелКом", и сейчас активно разворачивается в регионах, присоединяя к себе местных операторов вместе с их лицензиями. В 4-му квартале 2001г. "ВымпелКом" обогнал МТС по показателю притока новых абонентов в Москве и контролировал 47% столичного рынка(см. табл. 1).

[43] www.mts.ru
[44] www.sotovik.ru

Таблица 1. Сравнительные показатели деятельности ОАО "ВымпелКом" и АО "Мобильные ТелеСистемы" на 1 января 2002 год[45]

	ОАО <"ВымпелКом>"	АО <"Мобильные ТелеСистемы>"
Количество абонентов, млн	2,11	2,65
Доля московских абонентов в клиентской базе, %	92	82
Доля региональных абонентов в клиентской базе, %	8	18
Рыночная доля, %	25	40
ARPU_ , долл./мес.	26	37
Отток абонентов - в квартал, %	6,5	5,4
MOU	111	167
SAC, долл. на одного абонента	41	49

**На 1 января 2002 г.*

_Включая абонентов, производящих оплату как авансом, так и "по факту".

ARPU - средний ежемесячный доход с одного абонента.

MOU - количество минут разговора на одного абонента в месяц.

SAC - расходы на привлечение одного абонента.

Показатели ARPU и количество минут разговора на одного абонента в месяц у "ВымпелКома" хуже, чем у МТС. Это свидетельствует о том, что в клиентской базе "ВымпелКома", по сравнению с МТС, меньше доля корпоративных абонентов и больше абонентов, пользующихся предоплатой. По мере выхода на массовый рынок средне московские показатели эффективности деятельности этих двух компаний, скорее всего, будут продолжать понижаться и сближаться.

[45] www.sotovik.ru

Показатель перехода абонентов к другому поставщику услуг, составляющий для "ВымпелКома" 6,5%, ненамного превышает аналогичный показатель для МТС (5,4%), но обнаруживает тенденцию к понижению. Расходы на привлечение одного абонента у "ВымпелКома" сократились - отчасти благодаря использованию собственных (не дилерских) пунктов обслуживания и уменьшению скидок на оборудование, предоставляемое клиентам, - и сейчас ниже, чем у МТС.

"Мегафон" и "Соник Дуо". "Мегафон" опережает другие сотовые компании по лицензированному охвату территории и является лидером на рынке сотовой связи Санкт-Петербурга, хотя его доля на общероссийском рынке составляет всего 15%. "Соник Дуо" неожиданно для многих стал новым лицензиатом на предоставление услуг сотовой связи стандарта GSM в Москве. В настоящее время этот оператор имеет около 300 базовых станций и собирается довести их число до 500, однако даже после установки новых станций зона покрытия сети "Соник Дуо" едва ли будет сравнима с зонами покрытия сетей "ВымпелКома" и МТС, имеющими по 1000 станций. В долгосрочной перспективе "Мегафон" остается потенциально серьезным конкурентом .

Действующая система правового регулирования

Деятельность телекоммуникационных компаний в России жестко регулируется, причем основными полномочиями в этом вопросе обладают государственные органы федерального уровня. При этом существует сразу несколько ведомств, чьи регулирующие функции совпадают и недостаточно четко определены, что вносит определенную неясность в систему регулирования сектора связи. В результате правовое регулирование непрозрачно, а регулирующие органы обладают значительной свободой действий. Несмотря на то, что спор в связи с попыткой официальными средствами передать частотные ресурсы, занимаемые "ВымпелКомом", компании "Соник

Дуо" был разрешен в пользу "ВымпелКома" и компания имеет поддержку со стороны "Альфа-Групп", деятельность "ВымпелКома" остается подверженной риску, связанному с неблагоприятными решениями регулирующих органов, особенно если речь идет о предоставлении лицензии.

Основными законодательными актами, регулирующими деятельность российских телекоммуникационных компаний, являются принятые в 1995 г. Федеральный закон "О связи" и Федеральный закон "О естественных монополиях". Закон "О связи" устанавливает правовые основы деятельности в области связи, государственного надзора за сектором связи, а также лицензирования, предоставления частот и обеспечения добросовестной конкуренции в этом секторе экономики. Закон "О естественных монополиях" устанавливает контроль за тарифами на услуги связи и создает основы для антимонопольного регулирования. Кроме того, в России до сих пор ожидается принятие нового закона о связи..

"ВымпелКом" имеет межсетевые соединения с рядом совместных предприятий с участием МГТС и собирается расширять взаимодействие с местными операторами в регионах. В рамках таких отношений тарифы устанавливаются в результате переговоров между сторонами, без прямого вмешательства со стороны регулирующих органов.

Производственная деятельность

"ВымпелКом" имеет высококачественную сеть сотовой связи, опережающую по эффективности сети конкурентов в Москве и Московской области благодаря большему объему инвестиций компании в связь стандарта GSM-1800. Эффективность деятельности "ВымпелКома" в последнее время повысилась за счет увеличения масштаба операций, снижения расходов на приобретение одного абонента и платежей за присоединение, а также за счет использования более дешевых федеральных номеров. "ВымпелКом"

совершенствует свою биллинговую систему в целях увеличения поступлений и повышения уровня клиентского обслуживания.

Владельцы компании

Компания Telenor стала стратегическим партнером "ВымпелКома" в 1998 г. и с тех пор вложила в компанию 165,3 млн долл. Представители Telenor участвуют в управлении "ВымпелКомом", один из них является генеральным директором "ВымпелКома". Кроме того, Telenor предоставляет ценные консультации в области совершенствования продуктов, технического развития, а также маркетинговой деятельности.

"Альфа-Групп" приобрела 25% акций "ВымпелКома" и компании "ВымпелКом-Р" через ООО "Эко Телеком". Возможно, что последняя увеличит свою долю в "ВымпелКоме-Р" до 42%, если "ВымпелКом" и Telenor воспользуются в 2002-м и 2003 г. опционом на вложение дополнительных средств в "ВымпелКом-Р". Помимо капитальных вложений "Альфа-Групп" консультирует совладельцев "ВымпелКома" по вопросам регионального расширения и маркетингу[46].

Финансовые показатели

Финансовая политика: агрессивная

"ВымпелКом" продолжает придерживаться умеренной финансовой политики. Об этом свидетельствуют, в частности, создание отдельной дочерней компании для освоения регионов (нового направления деятельности), а также то, что компания снимает с себя определенную долю финансового риска за счет привлечения стратегических партнеров.

Рентабельность

В 2001 г., спустя три трудных года после экономического кризиса 1998 г., "ВымпелКом" показывает, что он восстановил

[46] Vimpelcom Summary Consolidated Financial Data for the year 2001,2000,1999.

свою рентабельность.

Результаты 2001 г. показывают, что средние показатели рентабельности повысились до 35% (EBITDA к выручке) и до 20,3% (EBIT к выручке)[47]. Такие показатели были достигнуты быстрее, чем ожидалось и, по-видимому, за счет увеличения доли компании на рынке, повышения контроля за издержками и экономии на масштабе.

Обеспечение долговых обязательств потоком денежных средств

Сохраняющийся спрос на услуги компании в Москве и регионах, а также использование цен, выраженных в долларах, дают основание надеяться, что компании удастся сохранить уровень дохода и обеспечить движение денежных средств, достаточных для обслуживания долговых обязательств. Поток денежных средств "ВымпелКома", компании, работающей в условиях еще не сложившейся рыночной экономики, подвержено риску, связанному с любым серьезным ухудшением макроэкономической ситуации.

Величина поступления от операционной деятельности (ДДО) остается положительной, и, по-видимому, такой и останется, несмотря на рост долга и снижение покрытия чистого долга средствами от операционной деятельности, которая в 2001 г. составляла около 50%.

Структура капитала и финансовая гибкость

Несмотря на имевшие место значительные колебания курса рубля по отношению к доллару, "ВымпелКому" удается поддерживать достаточно здоровый баланс.

Почти все обязательства "ВымпелКома" номинированы в твердой валюте, и после 1998 г. компания, из-за проблем,

[47] Vimpelcom Summary Consolidated Financial Data for the year 2001,2000,1999.

связанных с изменением валютных курсов, была поставлена перед необходимостью реструктуризации своих обязательств. Риск потенциальных убытков в результате изменения валютных курсов частично смягчается тем, что цены на все продукты и услуги "ВымпелКома" номинированы в долларах США. Это служит некоторой защитой от инфляции, но едва ли сможет защитить компанию от проблем в случае резких или существенных изменений.

Отношение чистого долга к капиталу снизилось с 51% в 1999 г. до 33,6% в 2000 г. в результате первого привлечения акционерного капитала. В 2001 г. этот показатель должен был остаться на умеренном уровне, а затем повыситься, в случае повышения суммы обязательств в 2002 г. Отношение чистого долга к EBITDA сократилось с 6,1:1 в 1999 г. (когда показатель EBITDA имел очень низкое значение) до 2,0:1 в 2000 г. При этом депозиты на счетах клиентов включались в состав долга. Без учета клиентских депозитов отношение обязательств к EBITDA составило бы 4,9:1 в 1999 г. и 1,4:1 в 2000 г[48].

Меры, принимаемые для обеспечения покрытия процентов, будут, по-видимому, оставаться достаточными. В связи с ростом долговой нагрузки, отношение EBITDA и EBIT (размер прибыли до уплаты процентов и налогов) к расходам по процентам, составлявшее в 2001 г. 3:1, в 2002 г., уменьшится, но в 2003 г. вновь повысится, учитывая благоприятный прогноз динамики развития бизнеса, рентабельности, а также поступлений и платежей компании[49].

В последние годы важнейшим источником финансирования "ВымпелКома" являлись вливания дополнительного акционерного капитала со стороны Telenor и "Альфа-Групп". С 1999 г. компания также пользуется банковскими кредитными линиями, хотя осваивает эти средства не полностью.

---

[48] Vimpelcom Summary Consolidated Financial Data for the year 2001,2000,1999.

[49] Vimpelcom Summary Consolidated Financial Data for the year 2001,2000,1999.

Таблица 2. Финансовые показатели ОАО "ВымпелКом"[50]

	По состоянию на 31 декабря	
ìëí äîëë.	**2001**	**2000**
Âûðó÷êà (Total Sales)	427	285
EBITDA (Операционная прибыль)	150	52
Капиталовложения (Capex)	130	65
Чистый долг (Net Debt)	104	157
Àêöèîíåðíûé êàïèòàë (Total shareholders equity)	508	368
Âñåãî àêòèâû (Total Assets)	925	700
Операционная прибыль/выручка, (EBITDA/Total sales)	35%	19%
Покрытие чистых платежей по процентам прибылью до налогообложения	(0,4)	(1,9)
Операционная прибыль/ чистые расходы по процентам, раз	3,1	1,8
ÄÄÎ/÷èñòûé äîëã (Total Sales/net debt), %	56	47,2

*Данные бухгалтерской отчетности приведены в соответсвии со стандартами GAAP

[50] Vimpelcom Summary Consolidated Financial Data for the year 2001,2000,1999.

Расчет коэффициентов кредитоспособности в связи с выходом компании на рынок еврооблигаций в размере 250 млн. долларов.

Коэффициент 13=264/211=1.25(тек. активы/тек. пассивам)

Коэффициент 14=264-10/211=1.2 (тек.активы – запасы/тек.пассивы)

Два вышеупомянутых коэффициента показывают, сможет ли компания расплатится по своим обязательствам в течении ближайших 12 месяцев и если сможет, то какой у нее остается резевр в случае какого-либо форс-мажора. За стандарт коэффициент текущей ликвидности был принят 2:1. Такое соотношение возникло в связи с тем, при ликвидации аукционная стоимость, или цена быстрой продажи будет примерно равна половине рыночной стоимости.[51]

Коэффициент 15=145/211=0.68 (ден. активы/тек. пассивы)

Коэффициент срочной ликвидности является более строгим показателем, чем коэффициент текущей ликвидности потому что включает только наиболее ликвидные текущие активы – деньги и денежные эквиваленты. За стандарт принято отношение 1:1.[52] Таким образом, коэффициент мгновенной ликвидности 0.68:1 означает, что компания имеет 68 центов высоко ликвидных активов на один доллар текущих пассивов, что относительно невысоко, но все же не так низко, если не предполагать мгновенной выплаты всех текущих обязательств.

Перед началом размещения своих еврооблигаций «Вымпелком» получил рейтинг от агентства Moody's на уровне Ba3, прогноз «Стабильный»; а агентство Standard&Poor's пересмотрело свой прогноз «Стабильный» на «Позитивный», подтвердив кредитный рейтинг B.

В середине апреля 2002 размещение началось. Основные параметры еврооблигаций Вымпелкома: объем выпуска – $250 млн.;

---

[51] Анализ Финансовой Отчетности Т.П.Карлин, А.Р.Макким 1993 г. Ассоциация банкиров америки
[52] Анализ Финансовой Отчетности Т.П.Карлин, А.Р.Макким 1993 г. Ассоциация банкиров америки

номинал – $1000; полугодовой купонный период; ставка купона – 10,45% годовых; дата погашения – 26 апреля 2005 года. Организаторами еврооблигационного займа выступили J.P.Morgan и UBS Warburg.

Каковы цели выхода «Вымпелком» на международный рынок капитала? Главной причиной, скорее всего, является желание закрепить позицию одного из национальных операторов мобильной связи в России: борьба за статус национального оператора в России идет давно и активно. Компания проводит политику агрессивной экспансии в регионы России. Однако для покупки крупных независимых региональных операторов требуется дополнительное финансирование и предполагается, что привлеченные от размещения еврооблигаций средства будут направлены на цели приобретения региональных операторов сотовой связи.

Следует отметить, что процентная ставка по облигациям Вымпелкома (10.45%) заметно превышает процентную ставку по облигациям Газпромбанка (9.125%), несмотря на то, что рейтинг компаний равный: Ba3 от Moody's, B+ от S&P (B+ - это рейтинг Газпрома). Отчасти это можно объяснить сроком обращения облигаций – 3 года у Вымпелкома против 2 лет у Газпромбанка. Но, на мой взгляд, спрэд в 1.3% вряд ли оправдан. Остается предположить, что слово Газпром имеет все-таки свою магическую притягательность для западных инвесторов.

По итогам проведенного фундаментального анализа компании «Вымпел-Коммуникации» можно сделать следующие выводы.
Финансовые результаты по большинству показатей в 2001 году впечатляют, особенно важно получение прибыли в размере 47 млн. долларов по сравнению с 75 млн. убытков в 2000 году, активы возросли на 33%, продажи возросли на 55%, что свидетельствует о быстром росте компании и о значительном улучшении управления финансовыми потоками.

Макроэкономическая ситуация располагает к дальнейшему росту доходов населения, а следовательно и «мобильной

телефонизации» абонентов. Особенно взрывной рост на 100-150% ожидается в регионах так как показатель проникновения сотовой связи в регионах составляет всего 5% (от общего числа населения пользующегося мобильной связью), по сравнению с Москвой, где он равен 28%.

Дальнейшее развитие отрасли на ближайшие 2-3 года представляется достаточно благоприятным, если не произойдет резкого ухудшения макроэкономической ситуации в стране, а следовательно абонентская база «Вымпелкома» будет расти быстрыми темпами. Соответственно, на мой взгляд, будет происходить дальнейшее увеличение прибыли, активов, акционерного капитала и других, не менее важных финансовых показателей.

На мой взгляд, выпуск еврооблигаций на сумму в 250 млн. долларов представляется абсолютно обоснованным. С учетом всех обязательств компании и выпущенных облигаций, активы в 1.4 раза будут превышать все обязательства компании (это без учета того, что сумма в 250 млн. долларов от размещения еврооблигаций пойдет в актив).

С точки зрения фактора «рынка капитала» «Вымпелком» выбрал очень удачный момент для размещения. Процентные ставки в США низки, очень мало финансовых институтов, которые предлагают 11% годовых. Западные инвесторы охотно вкладывают в еврооблигации российских компаний, к примеру, спрос на еврооблигации Газпрома, размещенные в апреле 2002 года в 5 раз превысил предложение.[55]

После всего вышеперечисленного можно дать сделать вывод, что еврооблигации «Вымпелкома» являются надежным и высокодоходным вложением средств в валюте.

[55] www.cbonds.ru

Заключение

Проанализировав множество источников, от различных книг по фундаментальному анализу, анализу компаний и рынка ценных бумаг до аналитических отчетов ведущих операторов инвестиционно-банковской индустрии, таких как «Morgan Stanley», и непосредственных консультаций с профессионалами российского фондового рынка, автор пришел к следующим выводам.

Данная тема - фундаментальный анализ эмитентов при выводе на рынок ценных бумаг разработана достаточно слабо не только в России, вставшей на рыночный путь развития экономики только 10 лет назад, но и на западе. Автору не удалось найти ни российской, ни западной литературы, с четкой методологией фундаментального анализа эмитентов при первичном размещении. Поэтому данная работа является попыткой, в какой-то степени, систематизировать методы анализа эмитентов при IPO, на основе имеющейся информации (полный список литературы приведен в разделе «Библиография») и своем видении данного вопроса.

Тема использования фундаментального анализа в практике инвестиционно-банковской деятельности становится актуальной в последнее время не только на западе, но и в России. После кризиса 1998 года экономика нашей страны переживает рост, что не преминуло сказаться и на фондовом рынке. В течении 2000 – 2002, наблюдается настоящей бум на рынке первичного размещения корпоративных облигаций и, к сожалению, инвесторы не всегда обращают внимание на фундаментальные показатели деятельности компании, а больше полагаются на компетентность андеррайтера и бренд самого эмитента. Данная ситуация, когда инвестор полагается на третьих лиц, чаще всего заинтересованных в удачном размещение ценных бумаг, и, возможно, не всегда предоставляющих полную информацию, уже привела к серьезным последствиям, перечисленным выше в настоящем дипломе .

1. В связи с этим, целью настоящей дипломной работы явилось разработка алгоритма фундаментального анализа компаний – эмитентов ценных бумаг на российском фондовом рынке, для целей минимизации рисков вложения в акции или облигации.
2. На основе мировой практики использования методов фундаментального анализа, в настоящем дипломе предпринята попытка построения четкой вертикальной структуры для целей первичного размещения на фондовом рынке.
3. В ходе написания диплома были определены основные компоненты анализа, которые можно наиболее эффективно применять для целей первичных IPO. Также, была сделана попытка практического применения фундаментального анализа и даны рекомендации по двум российским компаниям.

Автор попытался, как можно полнее учесть все аспекты и нюансы данной темы и отразить их в дипломе. Но, автор не претендует на полноту своего исследования и надеется на понимание того, что не обладает практически навыками в данной тематике и полагается больше на прочитанные материалы, внешние консультации и свои аналитические способности.

Библиография

1. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-Бизнес. 1997.

2. Карлин Т.П., МакМин А.Р., Анализ финансовой отчетности. – М.: Московская типография № 26, 2000.

3. Коупленд.Т., Коллер.Т., Муррин.Д., Стоимость компаний: оценка и управление. – М.: Олимп-Бизнес 2000.

4. Коттл.С, Мюррей.Р.Ф, Блок Ф.Е. Анализ ценных бумаг Грема и Додда. – М.: Олимп-Бизнес, 2000.

5. Ковалев В.В., Финансовый анализ. – М.: Финансы и статистика. 1996

6. Осипова О.А., Ульянцева И.В. Количественные методы финансового анализа. – М.: Инфра-М., 1996.

7. Шарп У., Александер Г., Бэйли Д. Инвестиции. – М.: Инфра-М 2001.

8. Шеремет А. Д., Сайфулин Р.С., Негашев Е.В. Методика финансового анализа. – М.: Инфра-М., 2000.

9. Ефимов М.В. Фундаментальный анализ эмитентов в инвестиционной и регулятивной деятельности государства на рынке ценных бумаг: Рукопись. дис. канд. экон. наук. – 2001.

10. Мунаян. А. Прорыв. Эксперт. – 2001. – 22 апреля - №16. с. 24

11. Кокшаров А., Эрмансон С. Уолл-Стрит погубила жадность. Эксперт. – 13 мая - №18. – с.42

12. Суверов С. Фундаментальный анализ на российском рынке. Обобщение опыта. Рынок ценных бумаг. – 1999. - № 17. – с.21.

13. Thomsett M. Mastering Fundamental Analysis. – Dearborn Trade, 1998.

14. Schwager Jack D., Turner Steven C. A Study Guide for Fundamental Analysis, 1st end. – Jon Wiley&Sons, 1996.

15. World Economic Outlook, Resessions and Recoveries. International Monetary Fund. - April 2002

16. Global Financial Stability Report, Market Developments and Issues. International Monetary Fund. - March 2002

17. Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability. By a Staff Team led by Shogo Ishii and Karl Habermeier. - 2002.

18. W.I.Gerald, S.C.Ashwinpaul, F.Dov. The Analysis and Use of Financial Statements. The Institute of chartered financial analysts (Special Edition for CFA Candidated) – 1993.

19. Background Reading for Credit Lyonnais. - 1997.

20. Global Development Finance. World Bank. - 2001

21. Kim H. Fundamential Analysis Worldwide. - Jon Wiley & Sons, 1996.

22. www.mts.ru / Сайт Компании «Мобильные ТелеСистемы»

23. www.vimpelcom.ru / Сайт Компании «ВымпелКом»

24. www.sotovik.ru / Сайт о рынке телекоммуникаций

25. www.cbonds.ru. /Сайт Облигации, Векселя, Еврооблигации.

26. www.sec.gov /Комиссия по ценным бумагам США.

27. www.morganstanley.com /Сайт Инвестиционного банка «Morgan Stanley».

28. www.citissb.com / Сайт Инвестиционного банка «Salomon Smith Barney».

29. www.aton.ru / Сайт Инвестиционной компании «Атон».

30. www.standardandpoors.ru/ Сайт рейтингово агенства «Standard&poors»