

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый Университет при Правительстве Российской Федерации»
Кредитно-экономический факультет

Кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»

Б.Б. Рубцов

(подпись)

«__» _____ года

Выпускная квалификационная (бакалаврская) работа

Григорян Астхик Грачиковны

на тему:

**«Фундаментальный анализ компаний металлургической отрасли на
примере ПАО «ТМК»**

Направление – 38.03.01 «Экономика»
Профиль подготовки – «Финансы и кредит»

Научный руководитель:

к.э.н., доц. кафедры Чернышова М.В.

(подпись)

(подпись автора работы)

Москва – 2016

ВВЕДЕНИЕ	3
1. Теоретические основы фундаментального анализа	5
1.1. Сущность фундаментального анализа.....	5
1.2. Оценка справедливой стоимости акции.....	14
1.3. Подходы к определению справедливой стоимости акции	19
2. Фундаментальный анализ акций российских компаний металлургической отрасли на примере ПАО «ТМК».....	30
2.1. Современное состояние рынка черной металлургии.....	30
2.2. Анализ деятельности ПАО «ТМК»	42
2.3. Оценка справедливой стоимости ПАО «ТМК».....	48
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	55
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ	58

ВВЕДЕНИЕ

В странах с развитой экономикой и фондовыми рынками фундаментальный анализ уже давно является популярным подходом к инвестированию наряду с техническим анализом.

В основе фундаментального анализа лежит определение справедливой (внутренней) стоимости акции компании путем анализа ее деятельности и оценки финансового положения.

В России фундаментальный анализ зародился с формированием фондового рынка и выходом компаний на отечественные и иностранные торговые площадки. Изучение методов фундаментального анализа является актуальной темой исследования в связи с развитием финансового рынка в нашей стране, ростом числа компаний, размещающих свои акции на биржах, а также увеличением количества отечественных и зарубежных инвестиционных фондов, готовых инвестировать свои средства в российский рынок акций.

Цель работы заключается в изучении теоретической и практической стороны применения подходов фундаментального анализа российских металлургических компаний.

Основные задачи, необходимые для решения поставленной цели:

1. Рассмотреть сущность и особенности фундаментального анализа;
2. Описать необходимость оценки справедливой стоимости акции;
3. Рассмотреть подходы к оценке справедливой стоимости;
4. Проанализировать современное состояние рынка черной металлургии;
5. Дать характеристику деятельности компании ПАО «ТМК»;
6. Определить справедливую стоимость акции компании сравнительным

методом.

Предметом исследования выступают теоретические основы и практические особенности методов фундаментального анализа и подходов к определению справедливой стоимости акций.

Объектом исследования является фундаментальный анализ ведущей российской компании производителя труб ПАО «ТМК».

В качестве теоретической и методологической основы исследованию были выбраны труды зарубежных и отечественных авторов. В частности работа построена на основе исследований Б. Грэма и Д. Додда – основоположников фундаментального анализа.

Также изучению вопросов фундаментального анализа посвятили свои работы У. Баффет, М. Томсет, Ф. Блок, Г. Ким, С. Коттл, Р. Мюррей, С. Тернер. Из российских учёных, изучавших и применивших фундаментальный анализ можно выделить работы Т.Б. Бердниковой, М.В. Ефимова, О.В. Ефимовой, В.Д. Миловидова, Н.В. Семенюты, Р.С. Сайфулина, А.Б. Фельдмана и др.

Также кроме классической литературы, были использованы актуальные статистические данные, различные отечественные и зарубежные периодические издания, статьи и Интернет-ресурсы в качестве актуальных источников.

Работа разделена на две главы и выстроена таким образом, чтобы поэтапно изучить предмет исследования и выполнить соответствующие задачи в рамках обозначенной цели.

В первой части работы рассмотрены теоретические основы и отличительные черты фундаментального анализа в сравнении с техническим. Описаны основные методы проведения фундаментального анализа. Дана характеристика оценки справедливой стоимости акции и рассмотрены подходы к нахождению справедливой цены.

Во второй главе исследуется текущее рыночное состояние рынка черной металлургии и ее влияние на условия ведения бизнеса, дана оценка перспективам развития российских металлургических компаний. В главе проводится фундаментальный анализ крупнейшего российского трубопроизводителя ПАО «ТМК».

На этом этапе работы анализируется деятельность компании и состояние трубной промышленности в России. Далее была найдена справедливая стоимость акции эмитента сравнительным подходом к оценке. На основании

полученных результатов оценки были даны рекомендации по принятию инвестиционного решения.

1. Теоретические основы фундаментального анализа

1.1. Сущность фундаментального анализа

В настоящее время интерес к рынку ценных бумаг велик, поскольку инвестирование в них является перспективным, а значит надежнее и прибыльнее, чем в наличные деньги. Существует множество ценных бумаг и разнообразные механизмы инвестирования в них, в связи с этим у инвесторов возникают сложности с выбором конкретной бумаги и инвестиционной цели. Если анализировать рынок ценных бумаг как систему инструментов, то для целесообразного выбора конкретного инструмента нужно оценить его инвестиционную привлекательность.

Инвестиционный анализ можно представить как:

- исследование эффективности работы инвестиции и степень соответствия цели конкретного инвестора;
- систему принципов и подходов осуществления управленческих решений, связанных с формированием, распределением и использованием финансовых ресурсов компании;
- процесс сбора и использования доступной информации для прогнозирования вероятной стоимости инвестиций.

Существуют два наиболее распространенных метода оценки стоимости инвестиций: технический и фундаментальный. Вне зависимости от применяемого подхода цель инвестиционного анализа – определить целесообразность приобретения или продажи определенного актива. За основу технического анализа взят прогноз движения цены актива на основании исторических данных, то есть опирается на свойство повторяемости и цикличности. А значит, для того чтобы выявить конкретную цикличность и в определенный момент приобрести (продать) актив, необходимо следить за графиком движения цены. В отличие от технического анализа, фундаментальный анализ основывается на принципе уникальности ценовых

движений. В каждый определенный момент цена обуславливается не какой-то закономерностью движения, а системой различных факторов.¹

Разработку и внедрение методов фундаментального анализа начали Бенджамин Грэхэм и Дэвид Додд, которые опубликовали книгу «Анализ ценных бумаг» в 1934 году. Авторы впервые применили понятие фундаментального анализа в качестве подхода к прогнозированию цены акций. Предметом исследования авторы обозначили «финансовые показатели, доходы и дивиденды компании, а также состояние окружающей экономики». Затем было выведено более точное определение фундаментального анализа как процесса исследования состояния экономики, отрасли и финансового положения компании для определения рыночной стоимости ее акций. Из российских учёных, изучавших и применивших фундаментальный анализ можно выделить работы Т.Б. Бердниковой, М.В. Ефимова, О.В. Ефимовой, В.Д. Миловидова, Н.В. Семенюты, Р.С. Сайфулина, А.Б. Фельдмана и др. Так же вопросы фундаментального анализа, рассматривали в своих трудах У. Баффет, М. Томсет, Ф. Блок, Г. Ким, С. Коттл, Р. Мюррей, С. Тернер.²

Фундаментальный анализ – это метод анализа, целью которого является прогнозирование изменения стоимости с точки зрения изучения политической и экономической ситуации в стране и в мире, общего состояния отрасли или конкретного эмитента (его доходы, положение на рынке, активы и пассивы, норма прибыли на собственный капитал и остальные показатели, характеризующие эффективность деятельности компании). При фундаментальном анализе чаще всего используют балансы, отчеты о прибылях и убытках и другие отчеты, публикуемые компанией.

В более узком смысле – фундаментальный анализ – анализ финансовой деятельности эмитента для объективной оценки ценных бумаг, при этом

¹Чижик В.П. Сравнительная характеристика методов фундаментального и технического анализа финансовых активов // Сибирский торгово-экономический журнал. - 2013. - №1 (17). - С.49.

²Многоуровневый анализ взаимосвязей индикаторов фондового рынка российской федерации [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://gunpk.ru/public/file/defence/Andreev_Vladimir_Evgenevich_01.10.2014.pdf

особый интерес представляют будущие доходы компании, ее ожидаемые дивиденды и будущие процентные ставки, а также оценка риска деятельности компании.¹

Объектом фундаментального анализа являются ценные бумаги эмитента.

Субъектами фундаментального анализа являются:

- инвесторы;
- вспомогательные структуры;
- органы государственного регулирования и контроля.

Инвесторы представляют собой конечных пользователей результатов фундаментального анализа. Они могут проводить анализ самостоятельно или при помощи иных лиц, то есть являться заказчиками. Довольно часто фундаментальный анализ (в отличие от технического анализа) проводится именно специализированными фирмами, поскольку для его реализации нужен достаточно большой объем информации, который частный инвестор не может самостоятельно собрать и обработать.

К вспомогательным структурам относятся организации, которые предоставляют услуги по проведению фундаментального анализа. Также к элементам вспомогательных структур можно отнести оценщиков, аудиторские компании, рейтинговые агентства, статистические службы, средства массовой информации и т.д.

Из органов государственного регулирования и контроля следует отметить Центральный Банк Российской Федерации, который регламентирует информацию, предоставляемую в отчетах эмитентов, и Министерство финансов, которое определяет и изменяет положения в части финансовой отчетности компаний. Так же стоит выделить общее законодательное регулирование, принятое в стране (например, Федеральный Закон Российской

¹ Рынок ценных бумаг (фундаментальный анализ): учебное пособие / Карташов Б. А., Матвеева Е. В., Смелова Т. А., Гаврилов А. Е. / ВолгГТУ, Волгоград. 2006. – 180 с.

Федерации от 05.03.1999 г. № 46–ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»¹).

Основные предпосылки фундаментального анализа:

- в перспективе организация не прекратит свою деятельность, а также не поменяет профиль деятельности в течение прогнозируемого периода;
- компания имеет объективную аргументированную внутреннюю (справедливую) стоимость;
- в краткосрочном периоде внутренняя стоимость компании может не учитываться рынком, поскольку рынок не всегда эффективен;
- в средне- и долгосрочном плане внутренняя стоимость компании будет учитываться рынком.²

Можно выделить следующие особенности фундаментального анализа:

1. Комплексный подход. Фундаментальный анализ дает возможность инвестору анализировать инвестиционную привлекательность на макро- и микроуровне. То есть предоставляет ему более широкое понимание объекта инвестирования и его окружающей среды.

2. Принятие во внимание перспектив. Это означает, что инвестор в течение анализа рассматривает перспективы развития бизнеса, в том числе перспективы выхода на новый рынок, реализацию новой продукции, изменение показателей и т.д. Данный подход обоснован с точки зрения именно инвестирования.

3. Фундаментальный анализ применяется в основном в целях долгосрочного инвестирования. Это положительный факт для предприятия–объекта инвестиций и для экономики в целом.

Для эмитента долгосрочные инвесторы необходимы, поскольку они обеспечивают дополнительный поток долгосрочного капитала, что дает возможность развития компании. С точки зрения макроэкономики, в условиях

¹Жданова О.А. Основы фундаментального анализа // Universum: экономика и юриспруденция. - 2014. - №5 (6). - С.6.

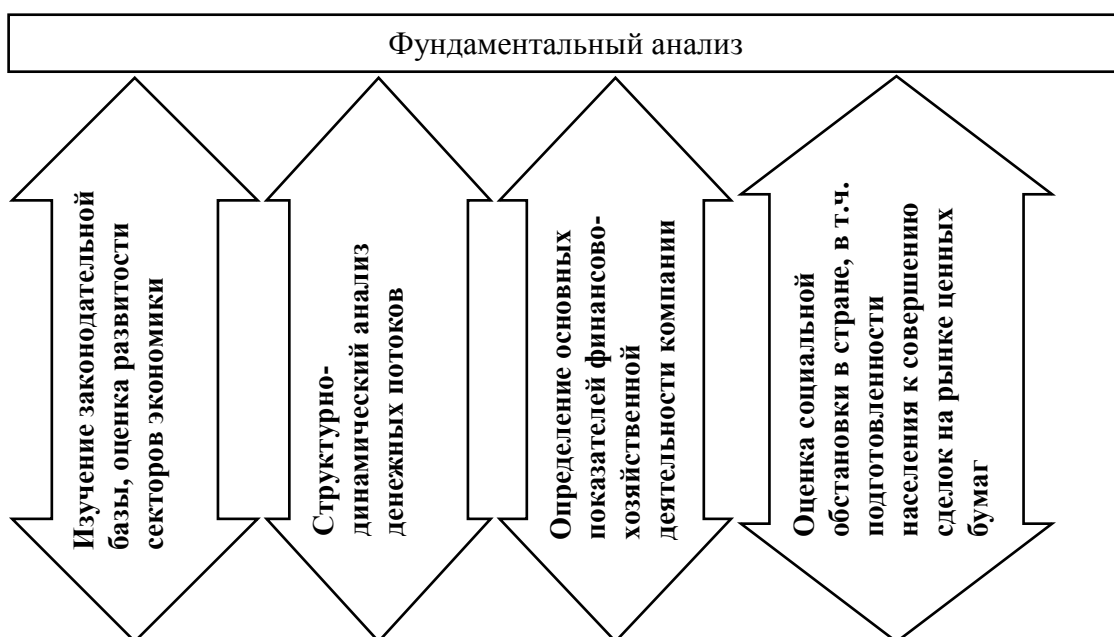
²Рынок ценных бумаг (фундаментальный анализ): учебное пособие / Карташов Б. А., Матвеева Е. В., Смелова Т. А., Гаврилов А. Е. / ВолгГТУ, Волгоград. 2006. – 180 с.

долгосрочного инвестирования рынок ценных бумаг начинает выполнять свои реальные функции. Следовательно, данное положение рынка ценных бумаг повышает инвестиционный климат страны, тем самым привлекая в экономику и долгосрочные иностранные инвестиции.

4. Трудоемкость. Это связано с тем, что применение фундаментального анализа требует значительных временных затрат и анализа множества факторов, что зачастую является довольно непросто.

5. Важность всесторонней информации. Чтобы учесть каждый фактор, который влияет на деятельность и перспективы компании, нужна информация, которую сложно найти в открытом доступе.

Фундаментальный анализ имеет общие черты с институциональным, финансовым, экономическим, социальным анализами (рисунок 1).



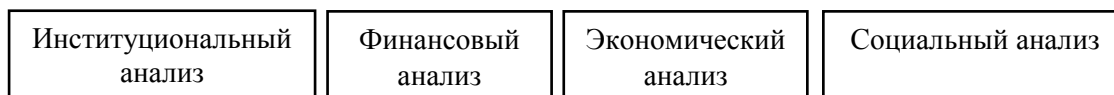


Рисунок 1. Общие черты фундаментального анализа с другими видами анализа¹

Все перечисленные виды анализа взаимосвязаны друг с другом. К примеру, институциональный анализ имеет общее с социальным, так как оба вида анализа устанавливают правовые принципы совершения сделок с ценными бумагами для физических лиц. Если предположить наличие значительных налоговых льгот по сделкам с ценными бумагами, то большинство инвесторов смогут сделать выбор в пользу вложения в ценные бумаги, а не в иные объекты инвестиций. За этим последует рост доходов, что влияет на социально-экономическую обстановку в регионе и в стране в целом. Финансовый анализ также можно связать с экономическим, так как статистика по денежным потокам, полученная в финансовом анализе, часто применяется в экономическом анализе.²

Обычно анализ акций представляет собой процесс сбора и обработки информации о компании для установления цены одной обыкновенной акции. Выделяют три основных уровня анализа:

1. макроэкономический анализ: оценка состояния экономики в целом и ее ожидаемого воздействия на доходы, получаемые по ценным бумагам;
2. отраслевой (индустриальный) анализ: подробное изучение вида экономической деятельности, в рамках которого функционирует конкретная компания, а также перспектив развития конкретного вида экономической деятельности в масштабах страны и мира;
3. анализ конкретной компании: изучение финансового положения конкретного эмитента, динамики курсовой стоимости и доходности его акций.³

¹ Жданова О.А. Основы фундаментального анализа // Universum: экономика и юриспруденция. - 2014. - №5 (6). - С.6.

² Жданова О.А. Основы фундаментального анализа // Universum: экономика и юриспруденция. - 2014. - №5 (6). - С.6.

³ Дмитриева О.В. Методические аспекты определения справедливой стоимости акций российских эмитентов // Бухгалтерский учет в издательстве и полиграфии / Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ. - 2014. - №1 (169) - С. 24-29.

Фундаментальный анализ обычно применяется методом «сверху вниз» и методом «снизу вверх».

Задачей метода «сверху вниз» является изучение национальной экономики от первого уровня к третьему, то есть от макроэкономической ситуации до уровня конкретной компании.

При методе «снизу вверх» сначала определяется круг компаний, которые постепенно отфильтровываются с целью определения тех, которые больше всего отвечают требованиям макроуровня. Для того чтобы принять решение о необходимости инвестирования в конкретную компанию, анализируются его аналоги в данной отрасли, затем становится очевидным положение этой отрасли относительно других отраслей.¹

Существует множество исследований, реализованных на крупнейших мировых рынках, в которых было выявлено, что применение методов фундаментального анализа позволяет достичь положительных результатов в инвестировании.

Данные выводы были сделаны на основе исследований:

- фондового рынка США, в котором исследовались публичные компании, за период с 1979 по 1999 гг.: «Separating Winners from Losers among Low Book-to-Market Stocks using Financial Statement Analysis»;
- некоторых европейских и американских компаний, реализованных по данным с 1996 по 2005 гг.: «Equity Valuation Using multiples: An Empirical Investigation»;
- развивающихся стран, входящих в BRICKS, исключая Россию: «Equity Valuation Using Price Multiples: A Comparative Study for BRICKS», проведенного за период с 1993 по 2007 гг.;
- российского фондового рынка: «Мультипликаторы на практике»; «Оценка фундаментальной стоимости компаний на основе метода рыночных мультипликаторов в сочетании с процедурой рандомизации»;

¹Фундаментальный и технический анализ рынка ценных бумаг / Хаефельдер М., Лозовская Е., Хануш Е. / СПб, Питер. 2005. - 352 с.

Однако существует и ряд анализов, в которых были получены полностью или отчасти отрицательные результаты использования методов фундаментального анализа:

- Анализ, проведенный на китайском рынке за период с 1995 по 2007 гг.: «On the predictability of Chinese Stock returns»;;
- Исследование, проведенное на американском фондовом рынке: «Multiples used to estimate corporate value»;;
- «Фундаментальный анализ российских «голубых фишек» на основе финансовых мультипликаторов», выполненное на российском фондовом рынке.

Однако таких исследований встречается намного меньше, значит можно сделать вывод, что в целом на основе методов фундаментального анализа могут быть сформированы хорошо проработанные и аргументированные прогнозы. Это достигается за счет того, что процесс прогнозирования опирается на тщательном исследовании финансового положения компании и учете влияния отраслевых, макроэкономических, политических, социальных и других факторов.

Но ограничением фундаментального анализа является то, что его методы направлены в основном на совершение долгосрочных инвестиционных операций, так как восстановление цены акций до справедливых с фундаментальной точки зрения значений – процесс довольно-таки длительный. Поэтому методы фундаментального анализа не применимы при совершении краткосрочных инвестиционных операций, которые приобретают все большее значение на современных высокодинамичных фондовых рынках.¹

В целом, фундаментальный анализ – достаточно сложный процесс, и грамотное его проведение доступно только профессиональным инвесторам и аналитикам, которые долгое время функционируют на рынке. Однако для большинства обычных инвесторов фундаментальный анализ несет в себе много

¹Володин С.Н. Эффективность методов фундаментального и технического анализа для совершения инвестиционных операций // Вестник института стратегических исследований / Издательство Пятигорского государственного лингвистического университета. - 2012. - №4 - С. 34-43.

«подводных камней», связанных в первую очередь с недоступностью необходимой информации, неглубоким знанием определенной отрасли, сложностью установления характера воздействия общеэкономических, производственных и других факторов.

Следовательно, для фундаментального анализа характерна высокая доля субъективного фактора. Эффективность применения методов фундаментального анализа напрямую зависит от способности инвестора детально изучить компании и отрасли, осуществить качественный макроэкономический анализ, а также от аналитических и умственных способностей инвестора.

Суть фундаментального анализа заключается в изучении финансово-экономического состояния эмитента и прогнозе его будущих перспектив. По мнению фундаменталистов, существует неизвестная информация, но важная для субъектов рынка, которая еще не нашла отражения в текущей рыночной цене. Данную информацию о рынке, отрасли или деятельности отдельных компаний можно количественно оценить и заработать спекулятивный доход, который будет обусловлен изменением курсовой стоимости акции.

В соответствии с Федеральным законом «Об оценочной деятельности в российской федерации» рыночная стоимость – «наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.»¹

Рыночная цена компании далеко не всегда соответствуют ее справедливой стоимости, хотя на длительном временном интервале и стремится к ней. Следовательно, использование методов фундаментального анализа особенно эффективно для средне- и долгосрочных инвестиций.

¹ Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» № 153-ФЗ от 29 июля 1998 г.

Справедливая стоимость компании может быть соотнесена с ее финансовыми характеристиками, такими как перспективы роста, структура активов и денежные потоки, которые фирма будет генерировать в будущем.

Расхождение справедливой стоимости акций от рыночной является сигналом о недооцененности или переоцененности рынком (рисунок 2). Фундаментальный анализ направлен на поиск таких компаний.

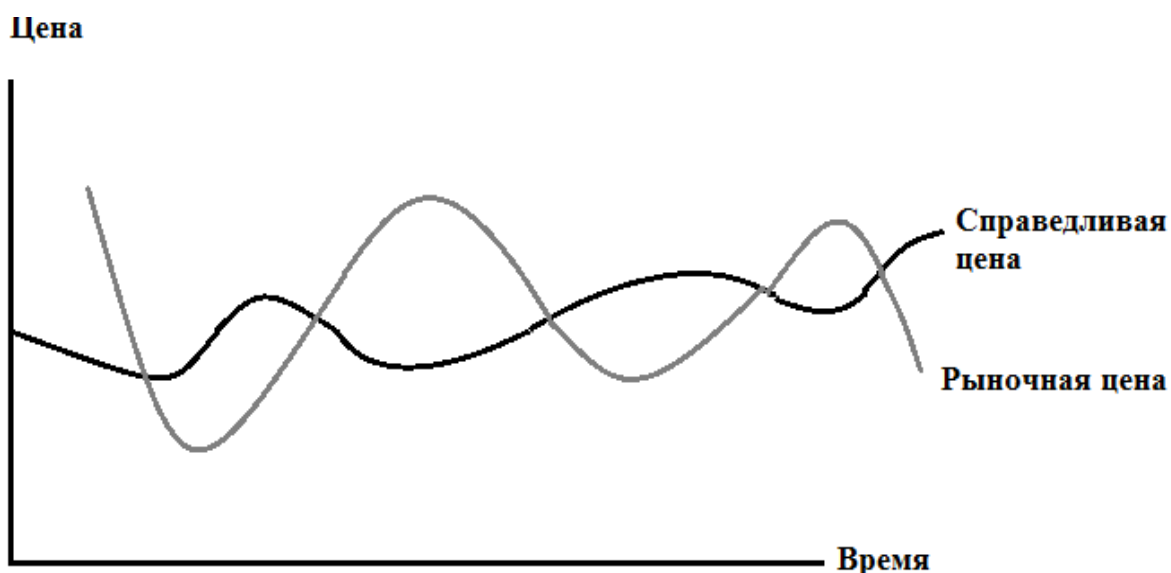


Рисунок 2. Схематичное соотношение рыночной и справедливой цен¹

Поэтому успешные стратегические инвесторы считают фундаментальный анализ основным видом анализа, так как он позволяет определить завышена или занижена рыночная стоимость компании и принять обдуманное и обоснованное решение об инвестировании в него.

1.2. Оценка справедливой стоимости акции

При решении такой задачи, как фундаментальный анализ эмитента, необходимо узнать отношение рыночной стоимости (текущей биржевой котировки) акции (C_p) к её справедливой стоимости (C_c). Примем это отношение за K . Таким образом (формула 1):

$$K = \frac{C_p}{C_c} \quad (1)$$

¹ Ревуцкий Л.Д. Акции предприятия: экономически справедливая стоимость // Аудиторские ведомости. - 2009. - №10. - С. 91-95.

Значение K меньше единицы говорит о недооцененности акции, значение больше единицы свидетельствует о переоцененности акции, а значение равное единице означает нормальную (нормативную) цену акции. Показатели K , C_p и C_c определяются на определенную дату (то есть значения этих показателей могут различаться в разные даты).

Иногда вместо K находят потенциал экономического роста (или падения) стоимости акций – Π , который считается по формулам 2,3:

$$\Pi = \frac{C_c}{C_p} - 1 \quad (2)$$

– значение Π в данном случае соответствует потенциалу роста текущей рыночной стоимости акций к их справедливой стоимости,

$$\Pi = 1 - \frac{C_c}{C_p} \quad (3)$$

– для потенциала падения рыночной стоимости акций до их внутренней стоимости.

Рекомендации, которые получаются в результате произведенных расчетов, сводятся к следующему: значительно недооцененные акции стоит приобретать, а сильно переоцененные – продавать, и держать акции с рыночной стоимостью, совпадающей со справедливой, до изменений текущей рыночной конъюнктуры.¹

Справедливая цена акций – теоретически обоснованная цена, рассчитанная в результате проведения оценки стоимости акций.

При учете по справедливой стоимости существуют как преимущества, так и недостатки. Можно выделить некоторые преимущества оценки справедливой (внутренней) стоимости:

1. Внутренняя стоимость позволяет объективнее оценить будущие денежные потоки, так как отображает текущую рыночную оценку этих денежных потоков с использованием всей имеющейся информации.

¹ Ревуцкий Л.Д. Акции предприятия: экономически справедливая стоимость // Аудиторские ведомости. - 2009. - №10. - С. 91-95.

2. Справедливая цена предоставляет наилучшую основу для сопоставимой информации об активах. При применении внутренней стоимости, активы будут учитываться на каждую отчетную дату по одинаковой стоимости, отражающей их реальную стоимость на определенный момент времени, независимо от времени и условий приобретения.

3. Применение учета по справедливой цене сравнимо с принципами активного менеджмента, который, как правило, ориентируется не на фактические затраты, а на справедливую стоимость активов в конкретный момент времени.

4. А также на основе справедливой стоимости проводится оценка результатов работы менеджмента, так как она своевременно отражает результаты всех экономических воздействий, относящихся к активам компании, в отличие от учета по фактическим затратам, который отражает эти изменения только к моменту продажи или иного выбытия актива.

Выделим главные недостатки учета по справедливой стоимости:

1. Нахождение справедливой стоимости сопряжено со значительными сложностями при отсутствии активного рынка. В данной ситуации на менеджмент компании возлагается большая ответственность за выбранное решение касательно оценки актива. Но в таком случае сторонники оценки справедливой стоимости отмечают, что органы управления компанией лучше, чем прочих, осведомлены о справедливой стоимости активов, которыми обладает компания, следовательно, основная проблема в данном случае сводится к наличию соответствующих подтверждений точности проведенной оценки.

2. Внутренняя стоимость показывает не реальные сделки, которые были совершены компанией, а некую условную величину, которая могла бы быть получена в том случае, если бы продажа актива осуществилась на отчетную дату. Но стоит отметить, что эта «условная величина» все-таки основывается на вполне существующих ценах сделок, совершившихся на рынке.

3. Введение оценки по справедливой стоимости, конечно, приведет к появлению дополнительных затрат. Раскрытие данной информации также приведет к дополнительным издержкам. Более того, тем, кто использует финансовую отчетность, придется нести дополнительные расходы на анализ информации о внутренней стоимости и ее сравнении с указанной в отчетности текущей стоимостью.

4. Данный метод непривычен по сравнению с учетом по фактическим затратам, следовательно повышаются требования к квалификации бухгалтера. Однако стоит отметить, что в связи с очень стремительными изменениями экономической ситуации и рыночными особенностями, а также с внедрением новых инструментов, дополнительные требования к квалификации бухгалтера обязательны вне зависимости от применяемого метода учета.

5. Применение учета по справедливой цене нарушает принцип осмотрительности, который является одним из основных принципов бухгалтерского учета. Суть принципа заключается в том, что при подготовке финансовой отчетности необходимо минимизировать всякие неопределенности, которые обязательно возникают при оценке хозяйственных событий. Однако сторонники учета по справедливой стоимости указывают на то, что их концепция совершенно не нарушает данный принцип, так как в основе внутренней стоимости лежит рыночная цена, которая формируется вследствие сделок на реальном рынке и в результате этого является вполне определенной категорией.¹

В российской учетной практике понятие «справедливая стоимость» не используется; в документах по нормативному регулированию бухгалтерского учета и представлению бухгалтерской отчетности предусмотрено применение текущей рыночной стоимости.

В МСФО 13 можно найти определение справедливой стоимости как «цены, которая была бы получена при продаже актива или уплачена при

¹ Горбатова Л.В. Учет по международным стандартам. М.: Фонд развития бухгалтерского учета, 2002. – 142 с.

передаче обязательства в условиях операции, осуществляемой на организованном рынке, между участникам рынка на дату оценки».¹

Согласно данному стандарту, справедливую стоимость можно определить тремя подходами: рыночным (сравнительным), затратным и доходным.

Для оценки справедливой стоимости акции компания должна выбрать метод оценки, который совместим с одним из этих подходов. Данные подходы также определены в российских федеральных стандартах оценки, разработанные с учетом международных стандартов оценки.

¹ Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости»

1.3. Подходы к определению справедливой стоимости акции

В России модели, с помощью которых определяется справедливая стоимость эмитента, группируются на три категории, которые официально определены в российских стандартах оценки:

1) Доходный подход – модель на основе предсказания будущего. Данный подход соотносит ценность актива с текущей ценностью прогнозируемых в будущем денежных потоков, которые приходятся на данный актив. Главным методом доходного подхода является оценка дисконтированных денежных потоков (метод ДДП);

2) Сравнительный подход – модели, основанные на настоящем. В рамках данного подхода определяется ценность актива по сравнению с аналогичными активами;

3) Затратный подход – модели, основанные на прошлом. При использовании данного подхода стоимость предприятия определяют, учитывая понесенные в прошлом затраты на формирование составных частей актива. Затраты приводятся в текущие цены за вычетом обесценивания этих частей актива в течение времени. Так же подход проводится на основе ликвидационной стоимости, которая получается путем сложения оцененной выручки от продажи активов, которыми владеет предприятие.¹

В основе затратного подхода лежит принцип замещения. Внутренняя стоимость определяется как величина, необходимая для замены производительной способности актива в текущий момент. Согласно МСФО 13 – цена, которая была бы получена за актив, основана на той сумме, которую покупатель как участник рынка заплатит, чтобы приобрести или построить замещающий актив, обладающий сопоставимой пользой, с учетом морального износа.

¹Тришин В.Н. Оценка предприятий финансовыми аналитиками и независимыми оценщиками: разница в подходах и результатах // Вопросы оценки. - 2008. - №4. - С. 19 – 37.

Оценка предприятия затратным подходом может проводиться двумя методами:

- методом чистых активов;
- методом ликвидационной стоимости.

В рамках первого стоимость компании считают как разницу обоснованной рыночной стоимости активов предприятия и текущей стоимостью его обязательств. Этот метод предпочтителен, когда:

- проводится оценка контрольного пакета;
- предприятие владеет большими материальными активами;
- предполагается, что компания не прекратит свою деятельность (в противном случае применяют метод ликвидационной стоимости);
- предприятие является инвестиционным или холдинговым;
- компании невозможно точно оценить свою прибыль или денежные потоки;
- финансовые активы занимают большую долю активов.

Метод ликвидационной стоимости применяют при оценке предприятия, которое может обанкротиться при небольших или отрицательных доходах. В данной ситуации бизнес ликвидируется, а активы сбываются по их рыночной цене. При использовании данного метода учитываются затраты на ликвидацию компании, а также скидки на срочность и необходимость продажи.

Из стоимостей, рассчитанных по всем трем подходам к оценке, вес стоимости, полученной затратным подходом, обычно минимален. Существенным обоснованием частого пренебрежения затратного подхода (либо его чисто формального применения) как финансовым аналитиком, так и независимым оценщиком является немалый объем трудозатрат процесса оценки основных средств даже небольшой компании и недостаток соответствующей квалификации (как правило, оценщики имеют только экономическое образование, но не техническое).¹

¹ Тришин В.Н. «Метод экспресс-оценки для крупного предприятия» [Электронный ресурс] - URL: <http://www.okp-okp.ru/viewpub.php?id=1201409580> (Дата обращения 28.03.2016)

Использование сравнительно подхода обычно происходит в следующих ситуациях:

- существует достаточное число сопоставимых компаний схожих по различным показателям и имеется достаточная финансовая информация об этих компаниях;
- в рассчитываемых мультипликаторах знаменатель обычно является довольно большой положительной величиной.

Сравнительный подход эффективен, а отчет по этому подходу достоверен только у достаточно опытного аналитика, который хорошо осведомлен как о компании изнутри, так и о соответствующей отрасли, в которой действует компания.

В России наиболее популярными следующие методы сравнительного подхода:

- метод компаний–аналогов;
- метод сделок.

Так же существует метод отраслевых коэффициентов, но он практически не применяется.

В основе метода компании–аналога лежит использование цен, образованных открытым фондовым рынком. Следовательно, объектом сравнения является цена на одну акцию соотносимых публичных акционерных обществ.

Компаниями-аналогами обычно являются компании, которые представляют собой базу для сравнения с оцениваемым эмитентом по сравнительным определенным показателям. В идеале данные компании осуществляют свою деятельность в той же отрасли, что и оцениваемая компания. Для убедительности аналитических результатов необходимо провести тщательный, объективный поиск компаний-аналогов.

При выборе компании-аналога аналитик определяет сходство с оцениваемой компанией по:

- основным финансовым и производственным показателям, например, по размеру выручки, денежному обороту, рентабельности и т.д.;
- разновидности и стадии жизненного цикла произведенных товаров;
- технологической и технической оснащенности;
- товарной и территориальной диверсификации;
- перспективам роста.

Базой для метода сделок (или метода продаж) являются цены приобретения компании целиком либо контрольного пакета акций. При применении данного метода аналитику необходимо иметь доступ к частным условиям сделок (которых часто нет в базах данных о сделках) и знать, как их использовать.

При определении справедливой стоимости объекта оценки сравнительным подходом финансовые аналитики часто пользуются платными ресурсами и базами, например:

- Factset Mergerstat LLC (<https://www.mergerstat.com/newsite/>),
- Zephyr (<http://www.styleadvisor.com/>),
- Mergermarket (<http://www.mergermarket.com/>),
- Zacks (<http://www.zacks.com>)
- Thomson ONE Banker (<http://banker.thomsonib.com/>),
- Deutsche Bank (<https://gm.db.com/>),
- Bloomberg (<http://www.bloomberg.com/>) и т.д.
- по российским компаниям
- «Ренессанс Капитал» (<http://www.rencap.com/>),
- Citi Bank (<http://www.citi.com/>);
- по рынкам акций второго эшелона – «Антанта Капитал» (<http://www.antcm.ru/>).¹

¹Федорова Т. А. Обзор современных подходов к оценке стоимости предприятий // Известия ТулГУ. Экономические и юридические науки. - 2013. - №2-1. - С. 144-159.

Однако, несмотря на кажущуюся несложность использования, к применению методов сравнительного подхода нужно относиться осмотрительно.

При применении сравнительного подхода вычисление справедливой стоимости проводится с использованием различных мультипликаторов, которые выражаются как отношение стоимости акции и некоторого финансового показателя компании–аналога (выручки, прибыли, активов и т. д.). Затем найденные мультипликаторы по компаниям–аналогам соотносятся к финансовым показателям оцениваемой компании, после чего рассчитанные результаты взвешиваются, и находится итоговая стоимость бизнеса.

Использование мультипликаторов при оценке бизнеса подразумевает, что если мультипликаторы определяются по ценам акций (при методе компании–аналога), то конечный результат представляет собой собственный капитал.

При применении метода сделок (т.е. использовании в числителе стоимости капитала компании) в зависимости от примененных мультипликаторов может быть определена стоимость как собственного, так и инвестированного капитала.

Применяя сравнительный подход оценки, следует обращать внимание на следующие особенности:

- сложность нахождения компаний–аналогов, схожих по финансовым показателям;
- нехватка информации о сделках с компаниями–аналогами;
- подбор весов для взвешивания результатов необходимость проводить тщательного.

Так как диапазон изменения инвестированной стоимости капитала компании довольно большой, при неадекватном соотношении используемых весов и мультипликаторов рассчитанная итоговая стоимость будет некорректной.

Финансовой базой ценового мультипликатора должен быть финансовый показатель либо за последний отчетный период, либо за последние 12 месяцев,

либо рассчитанный средний показатель за несколько лет, предшествующих дате оценки. В современных условиях сложилась определенная группа показателей, которые чаще всего применяются при реализации сравнительного метода оценки:

- EPS (Earnings Per Share) – показатель прибыли, приходящейся на одну акцию;
- P/E (Price/Earnings Ratio) – отношение текущей рыночной стоимости акции компании к доходности на одну акцию;
- C/NE (Capitalization/Net earnings) – отношение капитализации компании к чистой прибыли
- P/S (Price/Sales Ratio) – отношение цены одной акции к объему продаж;
- EV/S (Economic Value/Sales) – отношение рыночной капитализации компании к объему продажам;
- ROE (Return on Equity) – коэффициент рентабельности собственного капитала;
- ROS (Return on Sales) – рентабельность продаж.
- ROA (Return on Asset) – рентабельность активов;
- ROI (Return on Investment) – рентабельность инвестиций;

Нормативы по данным коэффициентам отличаются между компаниями разных отраслей, а также различного срока жизни.¹

При расчете берется несколько коэффициентов, так как разные мультипликаторы могут давать разные выводы. Большое число используемых мультипликаторов позволяет аналитику определить область наиболее адекватной величины. Рассчитав все коэффициенты можно приступить к вычислению справедливой стоимости компании.

Далее для проведения сравнительного анализа выбирается от 4 до 7 отраслевых аналогов, и рассчитывается среднеарифметическое значение. Полученные фундаментальные показатели компании сравниваются со среднеотраслевыми. Если они ниже среднеотраслевых, то акции компании

¹ Найман Э.Л. Малая энциклопедия трейдера. М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – 236 с.

недооценены и торгуются с дисконтом, соответственно, если значения показателей выше, то акции переоценены.

Для принятия решения покупки или продажи акции необходимо знать ее справедливую цену, вычисляемую по формуле:

$$\text{Справедливая цена} = \frac{NE \text{ оцениваемой компании} * \text{среднеотраслевой показатель } C / NE}{\text{Число обыкновенных акций оцениваемой компании}} \quad (4)$$

Принятие решения:

1. Для ликвидных акций. Если акция недооценена рынком более чем на 25% – дается рекомендация на покупку. Если рыночная цена акции находится на уровне справедливой, то держать, выше – продавать.

2. Для неликвидных акций – на основе оценки акций и фундаментальных факторов. Однако, учитывая то, что акции неликвидны, краткосрочные рекомендации по ним не имеют смысла, поэтому, как правило, даются среднесрочные и долгосрочные рекомендации.

Кроме того, при принятии решения необходимо учитывать следующие факторы: прибыль, выручка, рентабельность, выплаты дивидендов, факты слияния-поглощения, смена собственников, реформирование отрасли, положение отрасли в целом, кредитные рейтинги и т.д.

При реализации доходного подхода обычно применяется метод дисконтированных денежных потоков (ДДП). Данный метод базируется на предположении, что сумма, которую готов уплатить потенциальный инвестор за акции или бизнес, рассчитывается на основе прогнозирования денежных потоков, которые он надеется получить в будущем от предприятия. Прогнозируемые денежные потоки до определенного момента времени (как правило, это 5 лет) и денежные потоки в постпрогнозный (бесконечно длинный) период, в котором планируется стабилизация денежных потоков, приводятся к текущему моменту времени (к дате проведения оценки) посредством дисконтирования по ставке, включающей риск, обусловленный поступлением денежных потоков. Таким способом и определяется текущая стоимость бизнеса.

Метод ДДП используется и достаточно оправдан в следующих случаях:

1. Аналитик имеет возможность аргументировано прогнозировать будущие денежные потоки на ближайшие 5–10 лет. Собственно умением анализировать перспективу деятельности компании и определяется профессионализм оценщика.
2. Небольшая доля постпрогнозной стоимости в общей рассчитанной стоимости компании.
3. Найденная стоимость компании должна быть малочувствительна к изменению в адекватных (в действительности допустимых) диапазонах таких прогнозных показателей, как цена реализации, объем реализации, ставка дисконтирования, темп роста и т.д.

Метод дисконтированных денежных потоков опирается не на стоимость имущества предприятия, а на зарабатываемую им прибыль. Ежегодная прибыль делится на количество акций и утверждается, сколько должна стоить одна акция компании.

В процессе его использования денежные поступления определяются для каждого из нескольких периодов в будущем. Прогнозный период равен периоду времени, в рамках которого могут быть адекватно спрогнозированы размеры доходов и расходов компании. Величина дохода компании рассчитывается аналитиком на каждый год прогнозного периода на основе различных аналитических подходов. Постпрогнозный период соответствует временному интервалу после прогнозного периода, в течение которого денежные потоки будут расти стабильными темпами.

Оценка основывается на имеющейся информации включающей: прошлые результаты деятельности предприятия, перспективы его развития, общеэкономическую и отраслевую информацию. В ходе оценки используются методы экономического анализа, статистики и математического моделирования.

Для оценки компании, в качестве дохода используется денежный поток, создаваемый в производственной деятельности, который определяется как:

$$\begin{aligned} ДП = & \text{Чистая прибыль} + \text{Амортизация} - \text{Капитальные затраты} - \\ & - \text{Изменение оборотного капитала} + \text{Изменение долгосрочной задолженности} \end{aligned} \quad (5)$$

Формула расчета стоимости компании выглядит следующим образом:

$$V = \frac{\text{Денежный поток } n\text{-го года}}{(1+r)^n} + \frac{V_{п.п.}}{(1+r-g)^n} \quad (6)$$

где:

n – прогнозный год,

r – ставка дисконтирования,

$V_{п.п.}$ – стоимость компании в постпрогнозный период, рассчитываемая по формуле Гордона:

$$V_{п.п.} = D * \frac{1+g}{r-g}, \quad (7)$$

где:

D – денежный поток последнего года прогнозного периода

g – темп роста денежного потока в постпрогнозный период.

Ставка дисконтирования отображает величину рисков, связанных с вложениями в оцениваемую компанию. Она равна сумме безрисковой ставки, которая отражает недиверсифицируемый риск, присущий бизнесу, и премию за риск.

Безрисковая ставка – доходность 20-30 летних еврооблигаций (примерно 10,3%). К ней прибавляют: риски инвестиций в небольшие компании, риски корпоративного управления, риск производственной диверсификации и диверсификации клиентской базы, а также прогнозируемость.

Под риском понимается вероятность достижения в будущем ожидаемых результатов, таким образом, необходимо оценить возможность получения прогнозируемого денежного потока.

Применение каждого из трех подходов имеет как достоинства, так и недостатки.

Достоинства:

✓ Сравнительный подход:

1. Опирается на текущие рыночные данные, которые существуют в виде документированных, свободных для доступа общественности цен.
2. Используются корректировки на отличия сравниваемых объектов.
3. Довольно прост в реализации и предоставляет адекватные результаты.

✓ Затратный подход:

1. Вычисления основываются на документах бухгалтерского учета, следовательно, справедливая стоимость будет более корректной.
2. Учитывается влияние производственно-финансовых факторов на изменение стоимости оцениваемого предприятия.

✓ Доходный подход:

1. Учитывается доходность от применения оцениваемого объекта.
2. Рассматриваются перспективы роста компании
3. Учитывается величина риска через ставку дисконтирования.

Недостатки:

✓ Сравнительный подход:

1. Процесс сбора информации о практических ценах продажи достаточно сложный.
2. Существует зависимость от степени активности рынка
3. Трудность соотнесения данных о существенно различающихся продажах, требуется внесение множества поправок в анализируемую информацию.
4. Учитываются лишь прошлые данные без будущих ожиданий.

✓ Затратный подход:

1. Отсутствуют связи с текущими и будущими итогами деятельности компании.
2. Не принимается во внимание рыночная ситуация на текущую дату.
3. Игнорируются риски финансово-хозяйственной деятельности организации

✓ Доходный подход:

1. Формирование прогноза доходов затруднено нестабильной отечественной экономикой.
2. Высокая доля субъективизма при определении ставки дисконтирования.

3. Большинство компаний не отражают в своей финансовой отчетности реальный доход, который служит основой для доходного подхода, или отражают убытки.¹

Для одной компании могут быть реализованы все три подхода, а для другой – лишь один. Выбор подхода оценки обуславливается наличием информации и особенностями деятельности самой компании, в том числе структурой его активов.

¹ Коровина М.А. Оценка справедливой стоимости коров основного стада молочного животноводства в рамках доходного подхода // Научный журнал КубГАУ. - 2013. - №91. - С.1249-1258.

2. Фундаментальный анализ акций российских компаний металлургической отрасли на примере ПАО «ТМК»

2.1. Современное состояние рынка черной металлургии

Черную металлургию можно назвать своего рода фундаментом развития таких ведущих мировых отраслей, как энергетика, транспортное и тяжелое машиностроение, строительство, оборонная промышленность, и т.д. Черная металлургия также тесно связана с химической и легкой промышленностью. Следовательно, можно сделать вывод, что отрасль черной металлургии является потенциальным фактором воздействия, способствующим повышению конкурентоспособности ведущих отечественных производителей и росту экономики страны в целом.

По данным WorldSteel Association (WSA) в 2014 году объем мирового производства стали составил 1665 млн. тонн, что на 1% превышает значение 2013 года (см. Рисунок 3).

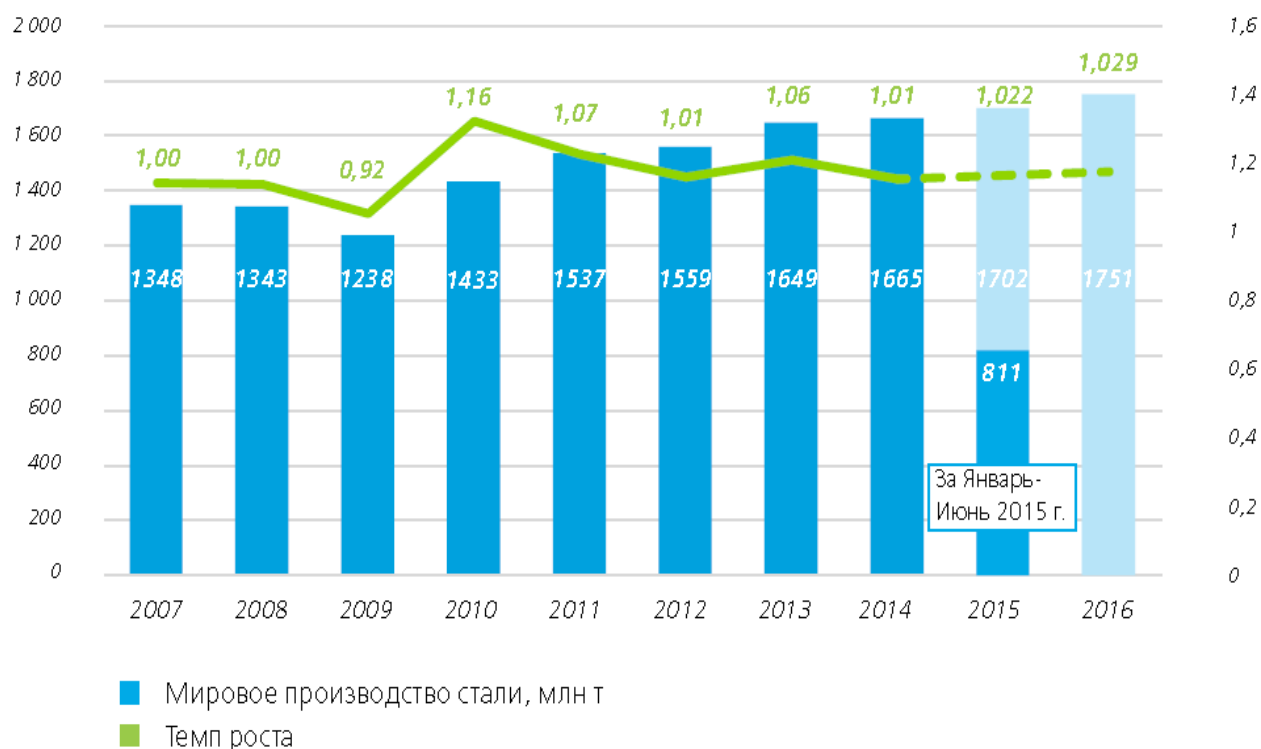


Рисунок 3. Мировое производство стали, млн т.¹

¹ Официальный сайт WorldSteel Association [Электронный ресурс] - URL: <http://www.worldsteel.org> (Дата обращения 25.04.2016)

На первое место, как показано на рисунке 4, с большим преимуществом вышел Китай, доля которого 60% мирового объема производства стали, а доля остальных стран из десятки лидеров производителей составила от 2% до 8% – Япония (8%), США и Индия (6%), Южная Корея и Россия (5%), Германия (3%), Турция и по 2% Бразилия и Тайвань.

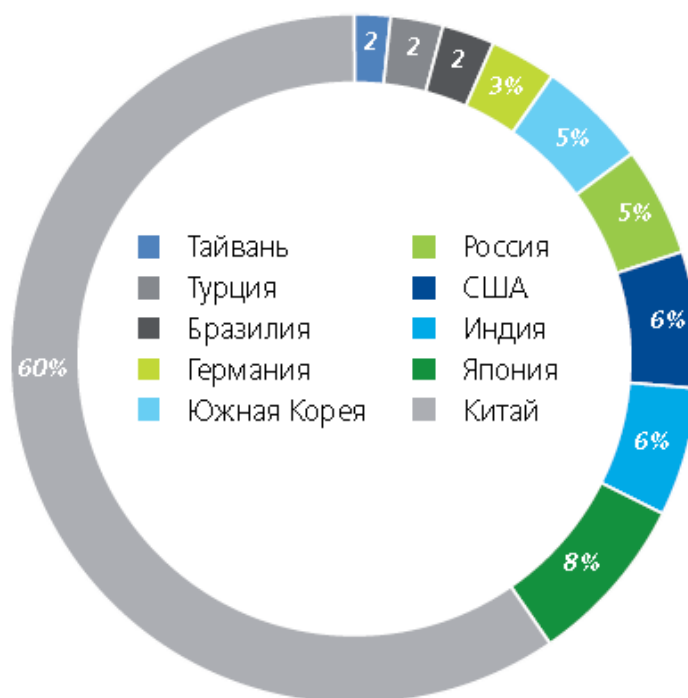


Рисунок 4. Топ-10 стран по производству стали (долевое распределение, %)¹

Начало 2015 года характеризовалось снижением производства стали на 1,8% по сравнению с первым кварталом 2014 года. В силу того, что последние десятилетия позитивную динамику отрасли практически полностью обеспечивал один игрок мирового рынка стали – Китай, то данное падение мирового объема производства объясняется падением цен на сталь и, непосредственно, снижением спроса в Китае.

Несмотря на текущую склонность мирового рынка стали к «сжатию», эксперты аналитического агентства Economist Intelligence Unit (EIU) по-прежнему прогнозируют рост объема производства стали в ближайшие два

¹ Официальный сайт WorldSteel Association [Электронный ресурс] - URL: <http://www.worldsteel.org> (Дата обращения 25.04.2016)

года: в 2015 году ожидаемый рост на уровне 2,2%, в 2016 году – на уровне 2,9% (см. Рисунок 3).

Россия – один из ведущих мировых производителей черных металлов. По итогам первого квартала 2015 года Россия продолжает оставаться на пятом месте по объемам выплавки стали в мире. Прогнозы на ближайшие годы относительно ведущих стран производителей стали не отличаются значительным увеличением объемов производства стали.

Единственным исключением является рынок черной металлургии Индии, который, по мнению экспертов, в последние годы отличается активным развитием. Таким образом, можно сделать вывод, что вплоть до 2020 года Россия, вероятно, сохранит пятое место в рейтинге ведущих мировых производителей стали (Рисунок 5).

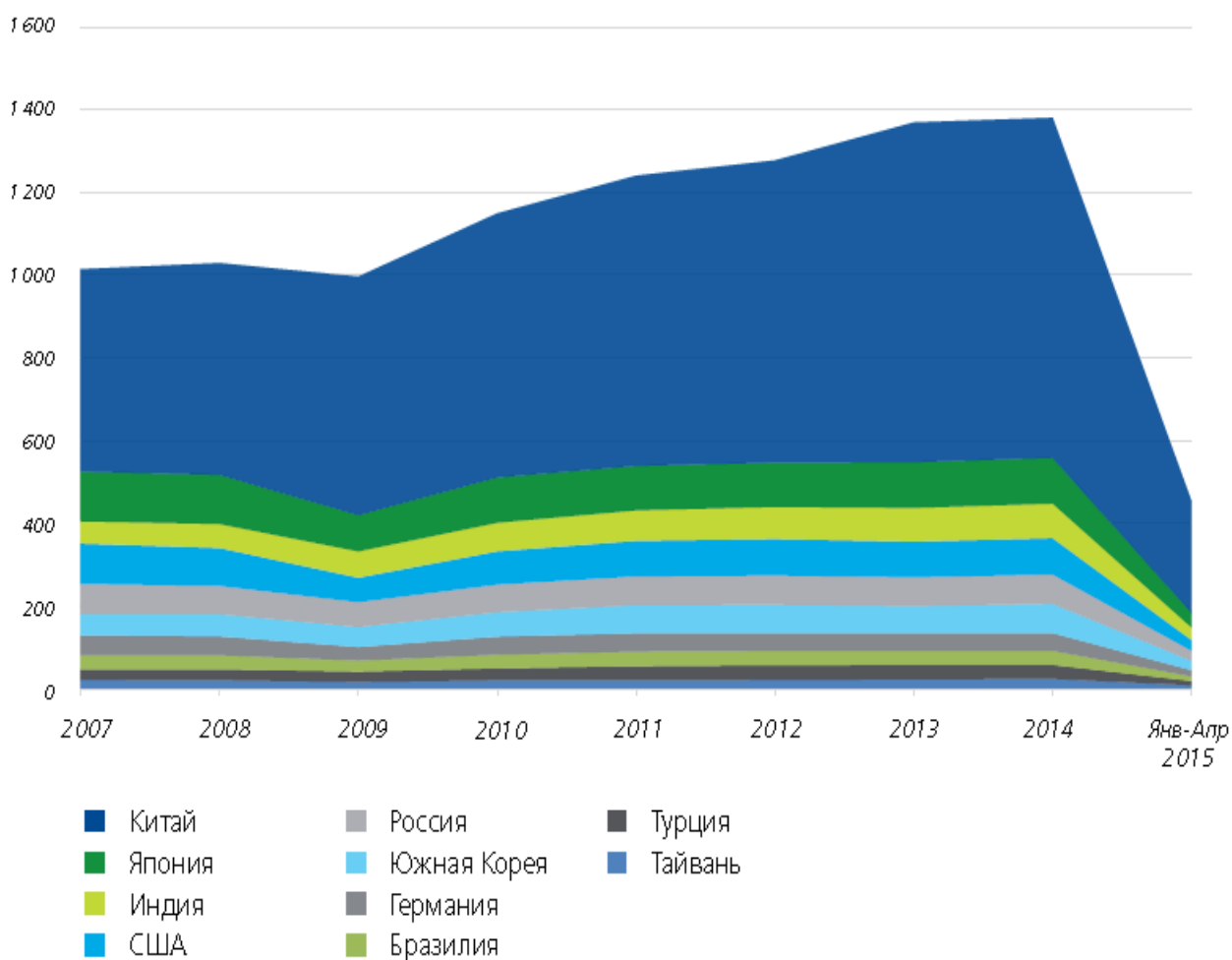


Рисунок 5. Топ-10 стран по производству (тыс.т)¹

В прошлом году на российском рынке производства стали обнаружился определенный рост. Так, например, индекс металлургического производства и производства готовых металлических изделий в 2014 году составил 100,6% по отношению к тому же показателю годом ранее. Основным фактором, замедляющим рост российского рынка, являлось именно производство готовых металлических изделий, которое упало на 1,3% при увеличении общего металлургического производства на 2,2%.

Стоит отметить значимость черной металлургии и для российского экспорта, основу которого помимо топливно-энергетических товаров составляют также металлы и изделия из них. На начало 2015 года выявляется положительная динамика по экспорту продукции черной металлургии.

Так, в январе – апреле 2015 года доля продукции черной металлургии в российском экспорте составила около 12%, а в 2014 году аналогичного периода – около 10%. (Таблица 1).

¹Официальный сайт WorldSteel Association [Электронный ресурс] - URL: <http://www.worldsteel.org> (Дата обращения 25.04.2016)

Таблица 1 – Доля различных товаров в российском экспорте, январь-апрель 2015 года.¹

Наименование товара	Доля в экспорте
Нефть сырая	25,20%
Нефтепродукты	21,83%
Газ природный, млрд куб.м	12,43%
Топлива жидкие, не содержащие биодизель	8,94%
Дизельное топливо, не содержащее биодизель	8,42%
Машины и оборудование	6,25%
Черные металлы	4,58%
Черные металлы (кроме чугуна, ферросплавов, отходов и лома)	3,33%
Уголь каменный	2,69%
Алюминий необработанный	2,07%
Газ природный сжиженный, млн куб. м	1,82%
Полуфабрикаты из углеродистой стали	1,48%
Прокат плоский из углеродистой стали	1,03%
Удобрения минеральные калийные	0,99%
Удобрения минеральные смешанные	0,94%
Лесоматериалы обработанные	0,86%
Бензин автомобильный	0,82%
Медь рафинированная	0,81%
Никель необработанный	0,80%
Удобрения минеральные азотные	0,72%
Пшеница и меслин	0,68%
Чугун	0,41%
Аммиак безводный	0,39%
Каучук синтетический	0,39%
Лесоматериалы необработанные, 1000 куб.м	0,38%
Руды и концентраты железные	0,38%
Ферросплавы	0,36%

Продукция черной металлургии экспортируется, в основном, в страны дальнего зарубежья (см. Таблицы 2, 3)²

¹Официальный сайт Deloitte [Электронный ресурс] - URL: <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ru/Documents/manufacturing/russian/ru-iron-and-steel-industry-report-ru.pdf> (Дата обращения 06.05.2016)

² Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики [Электронный ресурс] URL: <http://www.gks.ru> - (Дата обращения 06.05.2016)

Таблица 2 – Экспорт продукции черной металлургии в 2014 году, млн долларов США.¹

Виды продукции	Всего	Дальнее зарубежье	СНГ
Руды и концентраты железные	1951,1	1737,3	213,9
Черные металлы	20522,2	16966,3	3555,9
Черные металлы (кроме чугуна, ферросплавов, отходов и лома)	14474,8	11501,2	2973,6
Чугун	1692,8	1629,2	63,6
Ферросплавы	1965,2	1870,2	95,0
Полуфабрикаты из углеродистой стали	6587,4	6480,0	107,4
Прокат плоский из углеродистой стали	4436,5	3275,6	1160,9

¹ Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики [Электронный ресурс] URL: <http://www.gks.ru> - (Дата обращения 06.05.2016)

Таблица 3 – Экспорт продукции металлургии в 2014 году, тыс.т.¹

Виды продукции	Всего	Дальнее зарубежье	СНГ
Руды и концентраты железные	22997,4	19947,4	3050,0
Черные металлы	39258,6	33196,1	6062,4
Черные металлы (кроме чугуна, ферросплавов, отходов и лома)	26089,5	21565,4	4524,0
Чугун	4359,4	4217,4	142,0
Ферросплавы	912,5	859,4	53,1
Полуфабрикаты из углеродистой стали	13511,8	13269,7	242,2
Прокат плоский из углеродистой стали	7614,5	5923,0	1691,5

В долгосрочной перспективе Россия может сохранить свою позицию в списке крупнейших поставщиков продукции черной металлургии на мировом рынке. Однако в силу обостряющейся конкуренции со стороны металлургической промышленности Китая, который также пытается решить проблемы перепроизводства за счет экспорта, возможности дальнейшего наращивания объемов сбыта продукции черной металлургии за рубеж могут быть ограничены.

Потребление продукции черной металлургии России обеспечивается в основном за счет следующих отраслей:

- автомобилестроение;
- общее машиностроение и оборудование;
- строительство;

¹ Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики [Электронный ресурс] URL: <http://www.gks.ru> - (Дата обращения 06.05.2016)

- нефтегазодобыча;
- строительство магистральных нефтепроводов и газопроводов.

Наиболее значимой отраслью, демонстрирующей в последние годы высокие темпы потребления металлопродукции, является трубопроизводство (см. Таблица 4).

Таблица 4 – Производство основных видов продукции черной металлургии в России.¹

Продукция	Выпуск в натуральном объеме, 2014	Темп роста рынка, 2014	Выпуск в натуральном объеме, янв-апр 2015
Сталь	70,3 млн т	102,2%	23,6 млн т
Прокат готовых черных металлов	61,2 млн т	103,4%	20,2 млн т
Чугун	51,4 млн т	102,9%	17,2 млн т
Стальные трубы	11,5 млн т	113,6%	3,7 млн т

В частности, по данным «Фонда развития трубной промышленности», структура потребления стальных труб в России выглядит следующим образом:

- трубопроводный транспорт, добыча углеводородов – от 65% до 75%;
- машиностроение – от 3% до 5%;
- строительство и ЖКХ – от 21% до 27%;
- энергетическое машиностроение – от 1% до 3%.

Соответственно, внутреннее потребление металлопродукции напрямую зависит от ситуации в вышеперечисленных отраслях экономики.

В текущем году российский строительный рынок показал наибольший спад за последние десять лет, что было вызвано недостатком инвестиций, сокращением ипотечного кредитования и реальных доходов населения.

¹ Официальный сайт Минэкономразвития России [Электронный ресурс] - URL: <http://economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/prognoz/201505272> (Дата обращения 06.05.2016)

Таким образом, сокращение объемов строительства в значительной степени повлияло на снижение уровня спроса на металл.

Кроме этого, снижение покупательной способности на потребительском рынке также негативно отражается на внутреннем спросе на изделия из металлов (автомобили, бытовую технику, упаковку и пр.).

На сегодняшний день спрос на продукцию металлургов поддерживают только трубопрокатные и оборонные предприятия – за счет очередного витка строительства трубопроводов, а также за счет гособоронзаказа, выполнению которого в последние годы придается особое значение. Тем не менее, данных мер недостаточно, чтобы поддерживать отрасль.

По данным «Трубной металлургической компании» (ТМК), по итогам четырех месяцев 2015 года в сегменте труб промышленного назначения объем потребления сварных труб снизился на 22%, бесшовных – на 4%. Снизилось на 5% и потребление нефтяных труб, однако такое сокращение связано с тем, что компании осуществляли закупки в прошлом году, а в 2015 их запасы на складах почти полностью израсходовались. При этом количество новых скважин и объемы бурения в этом году увеличились примерно на 15%, поэтому конечное потребление будет расти.

Единственный сегмент, который отличается значительным ростом (на 81%) – это трубы большого диаметра (ТБД). Скачкообразный рост произошел благодаря реализации масштабных трубопроводных проектов.

Таким образом, наиболее стабильная ситуация по потреблению металлопродукции ожидается в отрасли производства стальных труб, связанных со строительством крупных магистральных трубопроводов, таких как «Турецкий поток» и «Сила Сибири», в которых, по оценкам ТМК, будет использовано 4,5 млн т труб.¹

Можно выделить следующие тенденции развития российского рынка черной металлургии.

¹ Официальный сайт ПАО «ТМК» [Электронный ресурс] – URL: <https://www.tmk-group.ru/PressReleases/show/2287> (Дата обращения 29.04.2016)

1. Спад в экономике страны не проявил значительного негативного воздействия на финансовое положение большинства компаний российской металлургической отрасли, финансовое состояние которых в 2014 году даже улучшилось. Главной причиной укрепления финансового положения компаний является девальвации рубля.

В силу того, что значительная доля продаж российских металлургических компаний приходится на экспорт, а затраты формируются в рублевом эквиваленте, то ослабление рубля приносит положительный эффект, переоценку доходных статей баланса и повышение конкурентоспособности компаний на рынке в целом. Исключением является обслуживание валютных займов. Также рост рентабельности стал возможен и благодаря снижению цен на железную руду и уголь.

2. Отсутствие существенного роста потребления на внутреннем рынке как следствие замедления темпов роста российской экономики также является одной из причин ориентированности российских металлургических предприятий на экспортные поставки.

При осложнении ситуации в экономике страны и повышении уровня неопределенности для всех отраслевых рынков характерно снижение объемов потребления.

3. Для рынка характерна актуализация вопросов о рефинансировании кредитов – возникают ограничения в рефинансировании российскими металлургическими компаниями своих долговых обязательств и получении новых кредитов. Усилившиеся в конце 2014 года геополитические, валютные, финансовые, экономические и другие макроэкономические риски стали причиной структурных преобразований международных отношений. В свою очередь, введение санкций в отношении России, в том числе в финансовой сфере, оказало негативное влияние на ведение бизнеса, в частности, на возможности рефинансирования существующих кредитов компаний и реализацию новых кредитных займов.

5. На рынке наблюдается усиление конкурентных отношений относительно политики сбыта. В условиях усиления конкурентной борьбы между Китаем, Японией, Турцией, Украиной, странами Евросоюза и другими лидерами по поставке металлургической продукции, российские компании не всегда имеют достаточно весомые преимущества для укрепления своей позиции поставщика на мировом рынке черной металлургии.

6. После событий конца 2014 года и начала 2015 года российскому рынку удалось вернуть привлекательность для металлургических предприятий – к апрелю 2015 года зафиксировано снижение цен.

Причиной ценовой гиперчувствительности является стремление российских металлургических компании к выравниванию внутренних и экспортных цен. Однако это стремление вызвало активное сопротивление со стороны потребителей металлов, в частности, трубных и автомобилестроительных предприятий, которые обратились в регулирующие органы с жалобой на своих поставщиков. К разрешению конфликтной ситуации с повышением цен на металлы был привлечен Минпромторг.

Однако в связи со стремительными годовыми темпами роста китайского экспорта, которые составили 56,4% в январе-феврале 2015 года, произошло довольно резкое снижение мировых цен на прокат стали. Снижение экспортных цен (в долларах США) на горячекатанную сталь в марте 2015 года по отношению к декабрю составило 15,3%, а на холоднокатанную – 5,6%. С другой стороны, весеннее укрепление рубля повлекло за собой рост цен, пересчитанных в доллары, на внутреннем рынке.¹

В результате, замедление роста цен весной без прямого административного вмешательства со стороны государственных органов стало возможным благодаря действию двух факторов:

- 1) снижению рентабельности экспортных операций;
- 2) сужению внутреннего рынка.

¹ Официальный сайт Deloitte [Электронный ресурс] - URL: <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ru/Documents/manufacturing/russian/ru-iron-and-steel-industry-report-ru.pdf> (Дата обращения 06.05.2016)

Прогноз от Минэкономразвития (от 28 мая 2015 года):

1. поставки металлургической продукции будут расти в реальном выражении на протяжении всего прогнозного периода (2016–2018 годы)
2. стоимостные объемы экспорта увеличатся с 41 млрд долларов США в 2014 году до 48 млрд долларов США в 2018 году
3. ожидается рост объемов экспортных поставок черных металлов приблизительно на 7%.

Обоснование прогноза:

- На протяжении всего прогнозного периода сохраняется инвестиционная пауза – уровень инвестиций в основной капитал по Российской Федерации в 2018 году по отношению к 2013 году составляет 94,6% (вариант 1) и 100,8% (вариант 2). Такая динамика предполагает стагнацию внутреннего потребления черных и цветных металлов и изделий из них, драйвером роста металлургического комплекса будут являться экспортные поставки.

- Рост курса рубля с 31,8 руб./доллар США в 2013 году до 38,0 руб./доллар США в 2014 году и 58,7–60,0 руб./доллар США в 2015 году повышает выручку в рублях экспортно-ориентированных металлургических компаний на 19,5% по итогам 2014 года и на 54,5%–57,9% по прогнозу на 2015 год, что существенно усилит финансово-экономические показатели компаний.

- На 2015 год экспертами Лондонской биржи металлов не ожидается значительного падения мировых цен на черные и цветные металлы.

- Предполагается сокращение объемов импортных поставок черных и цветных металлов и изделий из них в зависимости от курса национальной валюты, снижения инвестиций в экономику Российской Федерации и ограничений украинского импорта (в первую очередь черных металлов), которое в 2015 году составит 75%–90% соответственно. При этом по мере

оживления инвестиционных процессов и укрепления рубля импортные поставки металлов и изделий из них будут расти невысокими темпами.¹

На начало второй половины 2015 года эксперты не прогнозируют существенного ухудшения финансового состояния компаний черной металлургии. Рынок характеризуется высоким уровнем неопределенности относительно объемов спроса на готовую продукцию. В связи с этим, Минэкономразвития России декларирует о нейтрально сдержанной инвестиционной политике, которая будет ограничена проектами повышения эффективности, качества, экологическими и социально-значимыми проектами.

2.2. Анализ деятельности ПАО «ТМК»

Публичное акционерное общество "Трубная металлургическая компания" (LSE: TMKS, MCX: TRMK) – крупнейшая российская металлургическая компания-производитель труб, которая входит в тройку лидеров мирового трубного бизнеса. Компания была основана в апреле 2001 года.

Компания занимается производством различной трубной продукции, которая, прежде всего, применяется в нефтегазовом секторе. Также потребителями продукции ТМК являются компании химической промышленности, энергетики, машиностроения, строительства, сельского хозяйства и других отраслей.

Компания реализует бесшовные и сварные трубы, стальную заготовку. Также ТМК поставляет продукцию в сочетании с широким комплексом сервисных услуг по термообработке, нанесению защитных покрытий, нарезке премиальных соединений, складированию и ремонту труб. Основная продукция компании – это бесшовные трубы, в том числе нефтегазового сортамента (ОСТГ), и сварные трубы.

Председателем совета директоров компании является Дмитрий Пумпянский, генеральным директором – Александр Ширяев.

¹ Официальный сайт Минэкономразвития России [Электронный ресурс] - URL: <http://economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/prognoz/201505272> (Дата обращения 06.05.2016)

В октябре 2006 года компания провела IPO. В январе 2015 г. ТМК провела допэмиссию акций, в результате которой "Роснано" стала собственником 5,5% акций.

География продаж ТМК довольно-таки диверсифицирована. Компания реализует продукцию более чем в 80 стран мира. Основным направлением экспорта являются Европа, Ближний и Средний Восток, Северная Африка, Южная и Юго-Восточная Азия, страны СНГ.

Структура производственных активов ТМК:

➤ Российский дивизион:

- Волжский трубный завод;
- Северский трубный завод;
- Таганрогский металлургический завод;
- Синарский трубный завод;
- ТМК-КПВ;
- ТМК-Казтрубпром;
- ТМК-ИНОКС;
- ТМК-Премиум Сервис;
- ТМК Нефтегазсервис;
- ТМК ЧЕРМЕТ

➤ Американский дивизион:

- 12 предприятий ТМК IPSCO;
- OFS International LLC;
- ТМК Completions

➤ Европейский дивизион:

- ТМК-ARTROM;
- ТМК-RESITA.

➤ Ближневосточный дивизион:

- ТМК GIPI (Оман);
- Threading&Mechanical Key Premium LLC (Абу-Даби)

Клиентами компании являются крупнейшие нефтегазовые компании мира: Роснефть, Транснефть, Газпром, Лукойл, Сургутнефтегаз, Shell, Total, Occidental Petroleum, Anadarko Petroleum, Saudi Aramco, AGIP, Wintershall, ONGC, Kuwait Oil Company, Repsol, British Gas, Celtica, Burlington Resources и т.д.

Основными конкурентами ТМК в России являются Группа ОМК и Группа ЧТПЗ, в странах СНГ – НПИГ Интерпайп; на мировых рынках – Tenaris, Vallourec, Sumitomo и китайские заводы TPCO и Baoshan.

Компания занимает 40 место в рейтинге крупнейших компаний РФ по объему реализации продукции и 38 место по капитализации (по данным рейтингового агентства «Эксперт РА» на 1 сентября 2014 года).

Факторы, которые могут негативно повлиять на сбыт продукции, и возможные действия компании по уменьшению такого влияния:

- Крупнейшими потребителями трубной продукции являются предприятия нефтегазовой отрасли. В случае значительного или длительного падения цен на нефть и природный газ, нефтегазовые компании будут сокращать объемы своих расходов на разведку и добычу углеводородов, а также на развитие инфраструктуры по их транспортировке, что может привести к падению спроса на трубы, ужесточению конкурентной борьбы и снижению рыночных цен на трубную продукцию. Таким образом, снижение объемов бурения и добычи нефти и газа, а также снижение цен на энергоносители, могут оказывать негативное воздействие на результаты производственной деятельности и финансовое положение компании.

- Потребность в трубной продукции на рынке также существенно зависит от темпов строительства новых нефте- и газопроводов в России и СНГ. Перенос сроков реализации проектов или решения об отмене строительства, иные изменения в сроках и объемах крупных трубопроводных проектов могут негативно отразиться на производственных результатах и финансовом положении компании.

В целях минимизации возможного негативного влияния изменений на свою деятельность компания разработала следующие меры:

- повышение качества работы с клиентами;
- расширение ассортимента производимой продукции в сторону наиболее востребованной на рынке продукции;
- увеличение мощностей по выпуску высокотехнологичной и наиболее востребованной на рынке продукции;
- сокращение внутренних издержек;
- диверсификация каналов сбыта продукции;
- корректировка инвестиционной программы при изменении рыночных условий;
- изменение соотношения объемов реализации на внешнем/внутреннем рынке;
- активная позиция в отношении защиты внутреннего рынка от импортных поставок.¹

В связи с тем, что основным видом деятельности ТМК является реализация трубной продукции, деятельность компании в настоящее время, а также перспективы его развития неразрывно связаны с развитием трубной отрасли.

В 2014 году объем российского трубного рынка увеличился на 9% по сравнению с 2013 годом. В 2015 году трубный рынок также продемонстрировал умеренный рост – на 1%. Увеличение потребления трубной продукции и снижение импорта позволило ТМК повысить объемы отгрузки и улучшить свои позиции на российском рынке. Доля компании в поставках на рынок РФ по итогам 2015 года выросла и превысила 25%, при этом доля ТМК в бесшовных ОСТГ составила около 65%. ТМК сохранила лидирующие позиции в трубной отрасли России.²

¹ Информационная система СПАРК (Дата обращения 06.05.2016)

² Официальный сайт ПАО «ТМК» [Электронный ресурс] – URL: <https://www.tmk-group.ru/PressReleases/show/2287> (Дата обращения 29.04.2016)

Потребление труб в РФ в 2015 году выросло, в первую очередь, за счет сегмента ТБД. Росту рынка способствовала реализация крупных трубопроводных проектов (Южный коридор, 2-ая нитка Бованенково-Ухта, Куюмба-Тайшет, «Сила Сибири»), а также высокое потребление ТБД для ремонтно-эксплуатационных нужд Газпрома и Транснефти.¹

Дальнейшая динамика российского рынка будет зависеть от нескольких факторов и, прежде всего, от мировых цен на нефть, которые во многом определяют инвестиционную активность компаний нефтегазового комплекса. В 2016 году можно ожидать, что ситуация на российском рынке кардинально не изменится: потребление труб нефтегазовыми компаниями останется на уровне 2015 года, будут востребованы ТБД – как для ремонтно-эксплуатационных нужд, так и для реализации проектов магистральных трубопроводов. В сегменте промышленных труб вероятнее всего продолжится падение, хотя его темпы будут не такими высокими.

На американском рынке в связи с низким уровнем цен на нефть продолжает сокращаться количество буровых установок. Результатом этого стало снижение в 2015 году спроса на ОСТГ и рост складских запасов трубной продукции. При этом импорт труб на американский рынок продолжается в значительных объемах, что оказывает дополнительное давление на цены.

В 2016 году в США спрос на трубы для нефтегазовой отрасли будет оставаться слабым вследствие низких объемов бурения, высокого уровня складских запасов и продолжающихся импортных поставок по низким ценам. Восстановления американского трубного рынка до конца 2016 года не ожидается. Как сообщает Рейтер, согласно заявлению заместителя главы компании по стратегии и развитию Владимир Шматович, ТМК не собирается избавляться от бизнеса в США и будет его поддерживать, несмотря на убытки из-за падения цен на нефть. При этом компания не ожидает восстановления американского трубного рынка до конца 2017 года и готовится сократить еще

¹ Официальный сайт ЭКСПЕРТ ONLINE [Электронный ресурс] - URL: <http://expert.ru/ural/2015/17/napryazhennoe-ozhidanie/> (Дата обращения 05.05.2016)

112 работников на заводе в Техасе. Тем не менее по словам Шматовича, российский дивизион "чувствует себя прекрасно".¹

В 2015 году ситуация на европейском трубном рынке продолжала оставаться сложной в связи с растущей конкуренцией, которая оказывает давление на цены. Постепенное улучшение ожидается не ранее второго полугодия 2016 года.

ТМК является лидером на российском и одним из ключевых игроков на мировом трубном рынке. Масштабное присутствие компании на глобальном рынке обеспечивает ее разветвленная развивающаяся глобальная торговая сеть. ТМК обладает устойчивой отраслевой структурой потребителей, в которой основными потребителями продукции являются нефтегазовые компании.

Значительную часть производимых ТМК труб также потребляют предприятия ЖКХ, строительные организации, машиностроение. Компания обладает устойчивыми позициями в отрасли вследствие широкого ассортимента продукции и наличия долгосрочных соглашений о сотрудничестве с основными потребителями труб. Сама компания оценивает свою деятельность как стабильную и соответствующую стратегическим планам развития.

Основными конкурентами ТМК на рынках России и СНГ выступают ЧТПЗ (основной конкурент в сегменте бесшовных труб), Объединенная металлургическая компания, производящая сварные трубы, и производители труб из Украины. На зарубежных рынках ТМК конкурирует с ограниченным количеством производителей высокотехнологичных бесшовных труб, включая Tenaris, Vallourec, NSSMC, Voestalpine и некоторых китайских производителей, таких как Baosteel и TPCO. На североамериканском рынке ТМК конкурирует в основном с Boomerang, Tenaris, U.S. Steel и Vallourec Star, а также с импортерами OCTG и линейных труб, в основном из Юго-Восточной Азии.

¹ Официальный сайт информационного агентства «БКС Экспресс» - [Электронный ресурс] – URL: <http://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/ubytok-tmk-v-4-kvartale-uvlechilsia-v-piat-raz> (Дата обращения 04.05.2015)

Перечень факторов конкурентоспособности эмитента с описанием степени их влияния на конкурентоспособность производимой продукции (работ, услуг):

- Принадлежность к лидерам глобального консолидированного мирового бизнеса бесшовных труб нефтегазового сортамента с высокими барьерами для входа новых игроков.
- Специализация на бесшовных трубах, имеющих устойчиво растущий спрос в среднесрочной перспективе.
- Инновационные решения и инвестиции в научно-исследовательскую деятельность.
- Технологическая интеграция в стоимостную цепочку потребителей в России и СНГ, развитие долгосрочных отношений с ключевыми клиентами.
- Выгодная география расположения и специализация предприятий, операционная гибкость.
- Сбалансированность портфеля заказов по номенклатуре и регионам.
- Высокий уровень обеспеченности собственной заготовкой для производства бесшовных труб.
- Конкурентная себестоимость.¹

2.3. Оценка справедливой стоимости ПАО «ТМК»

Для оценки справедливой стоимости компании обычно используются три основных подхода: доходный, затратный и сравнительный.

В работе не применялся доходный подход из-за недостаточности данных для проведения расчетов и значительной трудоемкости процесса оценки. При выполнении расчетов данным подходом необходимо делать определенные допущения для расчета прогнозной динамики выручки, основных статей производственных расходов компании, оборотного капитала, амортизации и капитальных вложений, требуемой доходности собственных и заемных средств и т.д. Для этих расчетов необходим большой объем информации о компании, который включает не только бухгалтерскую и управленческую отчетность, но

¹ Информационная система СПАРК (Дата обращения 06.05.2016)

и планы менеджмента по управлению, положение компании в отрасли, важнейшие отраслевые тенденции и прочие существенные факторы. Каждый параметр должен быть тщательно посчитан, чтобы не допустить значительной погрешности оценочной стоимости.

Также в работе не был использован затратный подход, поскольку применение данного как независимым оценщиком, так и финансовым аналитиком сопровождается огромным объемом трудозатрат процесса оценки основных средств даже небольшой компании и недостаток соответствующей квалификации (как правило, оценщики имеют только экономическое образование, но не техническое).¹

В рамках сравнительного подхода определяется ценность актива по сравнению с аналогичными активами. При применении данного подхода справедливой стоимости рассчитывается с использованием различных мультипликаторов, которые выражаются как отношение стоимости акции и некоторого финансового показателя компании–аналога (выручки, прибыли, активов и т. д.).

Применение сравнительного подхода имеет ряд преимуществ при реализации цели данной работы:

1. Для оценки нужно гораздо меньше явных предпосылок, а процесс оценки происходит гораздо быстрее по сравнению с оценкой с использованием доходного подхода.

2. Сравнительную оценку легче понять на интуитивном уровне, и она более наглядна, чем доходный подход.

3. Сравнительная подход отражает текущее состояние рынка, результаты оценки сравнительным подходом в целом оказываются ближе к рыночной стоимости, чем результаты оценки посредством доходного подхода.

Проведем расчет справедливой стоимости акций на основе метода компаний–аналогов сравнительного подхода. В качестве компаний–аналогов

¹ Тришин В.Н. «Метод экспресс-оценки для крупного предприятия» // журнал «Имущественные отношения в Российской Федерации», 2002, №10(15), <http://www.okr-okp.ru/viewpub.php?id=1201409580>

выступают такие компании, как Металлоинвест, ОАО ММК, ЕВРАЗ, Группа ЧТПЗ.

Выбор этих компаний обусловлен тем, что они функционируют в одной отрасли, занимаются аналогичными видами деятельности, а также сопоставимы по финансовым показателям. Данный вывод можно сделать на основе данных, опубликованных на корпоративных сайтах компаний.

Для расчета справедливой стоимости акций компании ПАО «ТМК», была выделена необходимая информация о компаниях-аналогах для расчета собственного и инвестируемого капитала. Были использованы данные из финансовых отчетностей этих компаний. Основные финансовые показатели представлены в Таблице 5.

Таблица 5 – Основные показатели компаний-аналогов на 31.12.2015г., млрд руб¹

Компания	Выручка	ЕБИТДА	Долг	Собственный капитал	Инвестированный капитал
ТМК	249,674	38	269,446	52,086	321,53
МЕТАЛЛОИНВЕСТ	316,8	100,8	290,893	108,505	399,397
ММК	354,144	120	101,95	239	340,99
ЕВРАЗ	631,224	103,536	385,128	19,368	404,496
Группа ОМК	161	36	78,326	8,4314	86,76

Для расчетов были использованы финансовые показатели, при помощи которых можно посчитать мультипликаторы по инвестированному капиталу. Данный выбор был обусловлен тем, что инвестированный капитал позволяет учесть структуру источников финансирования компаний (таблица 6).

¹ Официальный сайт Центра раскрытия корпоративной информации [Электронный ресурс] - URL <http://www.e-disclosure.ru/poisk-po-soobshheniyam> (Дата обращения 05.05.2016)

Таблица 6 – Мультипликаторы компаний-аналогов ПАО «ТМК»¹

Компания	ИК/выручка	ИК/ЕБИТДА
МЕТАЛЛОИНВЕСТ	1,260722854	3,96227
ММК	0,962856917	2,84158
ЕВРАЗ	0,640812136	3,90682
Группа ОМК	0,604054054	3,19286

Далее методика сравнительного подхода требует вывод итогового мультипликатора. Для этого каждой компании присвоим удельный вес в зависимости от сопоставимости с компанией ТМК (таблица 7).

Таблица 7 – распределение удельных весов между компаниями-аналогами²

Компания	Удельный вес
МЕТАЛЛОИНВЕСТ	0,4
ММК	0,3
ЕВРАЗ	0,1
Группа ОМК	0,2
Σ	1

Затем был произведен расчет средневзвешенного значения инвестированного капитала (таблица 8).

¹ Источник: самостоятельные расчеты автора на базе данных Центра раскрытия корпоративной информации

² Там же

Таблица 8 – расчет справедливой стоимости ПАО «ТМК»¹

	Выручка, млрд руб	ЕБИТДА
Величина мультипликатора	$1,26*0,4+0,96*0,3+0,64*0,1+0,6*0,2=0,978$	$3,96*0,4+2,84*0,3+3,91*0,1+3,19*0,2=3,644556$
Показатели ПАО «ТМК»	297,11952	45,81533
ИК в зависимости от мультипликаторов	$297,11952*0,978=290,5942527$	$45,815*3,64=158,8251$

Следующим этапом присваиваются веса мультипликаторам в зависимости от степени их важности: выручке – 0,6 и ЕБИТДА – 0,4.

Выполнив все действия и получив средневзвешенное значение инвестируемого капитала, вычтем из него величину долгосрочного долга и получим собственный капитал. Затем разделим величину собственного капитала на количество акций в обращении и получим справедливую стоимость одной акции (таблица 9) равной 36,51 руб (при рыночной стоимости на 30.12.2015 60,55 руб²)

Таблица 9 – Расчет стоимости акции компании ПАО «ТМК»³

Средневзвешенное значение ИК, млрд руб	237,8865899
Долг, млрд руб	201,672
Собственный капитал, млрд руб	36,21459
Количество акций	991 907 260
Справедливая стоимость одной акции, руб	36,51005628

По формуле 1:

¹ Источник: самостоятельные расчеты автора на базе данных Центра раскрытия корпоративной информации

² Официальный сайт ПАО «ТМК» [Электронный ресурс] – URL: <http://ir.tmk-group.ru/akcii/kotirovki-akcii/> (Дата обращения 29.04.2016)

³ Источник: самостоятельные расчеты автора на базе данных Центра раскрытия корпоративной информации

$$K = \frac{C_p}{C_c}$$

$$K = \frac{60,55}{36,51} = 1,65 > 1$$

Значение K больше единицы свидетельствует о переоцененности акции компании ТМК. Это свидетельствует о том, что в средне- и долгосрочной перспективе цена акции будет падать, следовательно, можно сделать вывод о необходимости продажи данной акции.

Обратимся к графику цены рассматриваемой акции (рисунок 6,7).



Рисунок 6. График движения стоимости акции ПАО «ТМК»¹

Как мы можем наблюдать, данный график имеет нисходящий тренд. Используя инструменты технического анализа, также можно заметить, что график подходит к сильной линии поддержки, находящейся на уровне 34,63 руб.

¹ Официальный сайт Tradingview [Электронный ресурс] - URL: <https://ru.tradingview.com/chart/?symbol=MOEX%3ATRМК> (Дата обращения 05.05.2016)



Рисунок 7. График движения стоимости акции ПАО «ТМК»¹

Данные факты также подтверждают наш прогноз относительно справедливой стоимости акции. Следовательно, на основе проведенного исследования, инвестиционная рекомендация к акциям компании ПАО «ТМК» – ПРОДАВАТЬ.

¹ Официальный сайт Tradingview [Электронный ресурс] - URL: <https://ru.tradingview.com/chart/?symbol=MOEX%3ATTRMK> (Дата обращения 05.05.2016)

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В настоящее время интерес к фундаментальному анализу в нашей стране растет, поскольку финансовый рынок активно развивается в следствие увеличением количества участников на рынке.

Как метод оценки стоимости инвестиций фундаментальный анализ отличается от технического анализа, который направлен на краткосрочные инвестиционные решения, в то время как фундаментальный анализ больше применим при долгосрочных инвестициях. Долгосрочное инвестирование является эффективным как для компании, так как они являются капиталом, который позволяет компании развиваться, так и для всей экономики, поскольку улучшают инвестиционный климат.

Фундаментальный анализ имеет взаимосвязи с институциональным, финансовым, экономическим и социальным анализами, поскольку их применение в совокупности повышают качество результатов.

Метод «сверху вниз» направлен на анализ экономики и определение привлекательной отрасли для инвестирования, в отличие от метода «снизу вверх», при котором в первую очередь определяется круг компаний, а затем привлекательность данной отрасли в сравнении с другими отраслями.

Большинство исследований, проведенных на крупных мировых рынках, доказывают эффективность методов фундаментального анализа. Также существуют работы, в которых получены негативные результаты применения фундаментального анализа, но поскольку такие работы встречаются реже, можно сделать вывод, что фундаментальный анализ приведет к качественным и аргументированным прогнозам.

Реализация фундаментального анализа является достаточно сложным процессом, использующим специфические инструменты. Для его проведения требуется тщательный подбор основных информационных источников: корпоративных документов, финансовой отчетности, макроэкономической и

отраслевой статистики. Определение необходимых сведений – трудоемкий и утомительный процесс, в связи с чем, профессиональные оценщики пользуются платными аналитическими ресурсами.

Фундаментальный анализ используется в первую очередь в качестве основного метода определения справедливой стоимости компании. На основе справедливой стоимости акции можно сделать вывод о недооцененности или переоцененности акции. Оценка справедливой цены происходит тремя методами: сравнительный, доходный и затратный. В зависимости от размера компании, ее финансовой устойчивости и позиции в отрасли выбирается наиболее соответствующий подход. Каждый подход имеет свои преимущества и недостатки. Их применение обычно является достаточно трудоемким процессом для обычного инвестора и проводится в основном квалифицированными аналитиками и оценщиками.

Анализ современного состояния рынка черной металлургии выявил наиболее перспективные отрасли, в частности трубопроизводство. Наблюдается рост доли продукции черной металлургии в российском экспорте. В целом на ближайшие годы Россия сохранит пятое место в рейтинге ведущих мировых производителей стали. Но в силу возрастающей конкуренции со стороны Китая, возможности наращивания объемов реализации продукции черной металлургии за рубеж могут быть ограничены.

Следует отметить, что наиболее значимой отраслью, демонстрирующей в последние годы высокие темпы потребления металлопродукции, является трубопроизводство, благодаря реализации масштабных трубопроводных проектов. Так в 2014 году объем российского трубного рынка увеличился на 9% по сравнению с 2013 годом. В 2015 году трубный рынок вырос на 1% по сравнению с годом ранее.

В рамках практической части была описана деятельность компании, география ее продаж, основные клиенты и конкуренты. Существует ряд факторов, которые негативно воздействуют на реализацию продукции, в связи с

чем компания разработала возможные действия по ограничению такого влияния.

Для определения справедливой стоимости акции ПАО «ТМК», лидера на российском трубном рынке, был применен сравнительный подход, поскольку проведение доходного и затратного подхода требует большого объема трудозатрат и использования информации о компании в основном не доступной для обычного пользователя.

На основе важнейших финансовых показателей были выбраны компании-аналоги: Металлоинвест, ОАО ММК, ЕВРАЗ, Группа ЧТПЗ. Данные компании действуют в одной отрасли, а также сопоставимы по финансовым параметрам. После расчета соответствующих мультипликаторов была рассчитана справедливая стоимость компании.

По состоянию на 31.12.2015 года акции компании ПАО «ТМК» являлись переоцененными, и ее справедливая стоимость ниже рыночной (36,51 руб против 60,55 руб). Это говорит о том, что в средне- и долгосрочной перспективе стоимость акции будет уменьшаться, следовательно, можно сделать вывод о необходимости продажи данной акции. Также в подтверждение наших прогнозов в работе были использованы инструменты технического анализа, которые выявили сильную линию поддержки на уровне 34,63 руб. Данный факт является подкреплением полученной инвестиционной рекомендации.

Цель данной работы, которая заключалась в определении роли фундаментального анализа в качестве метода инвестирования и применении его подходов на примере компании металлургической отрасли, была достигнута посредством решения поставленных задач. Работа была основана на большом числе актуальных информационных источников.

В заключение следует отметить, что фундаментальный анализ занимает важное место в принятии долгосрочных инвестиционных решений на российском рынке, однако его процесс довольно сложен и применим только при соответствующих условиях и наличии требуемых для него ресурсов.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

I. Нормативно-правовые акты

- 1) Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости»
- 2) Федеральный закон "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг" N 46-ФЗ от 5 марта 1999 г.
- 3) Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" N 39-ФЗ от 22 апреля 1996 г.
- 4) Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» № 153-ФЗ от 29 июля 1998 г.

II. Книги (монографии, учебники, учебные пособия, сборники и др.)

- 5) Аскинадзи В.М. Инвестиционное дело: учебное пособие / Аскинадзи В.М., Максимова В.Ф. - М.: Университетская книга, 2012. - 764 с.
- 6) Горбатова Л.В. Учет по международным стандартам. М.: Фонд развития бухгалтерского учета, 2002. – 142 с.
- 7) Найман Э.Л. Малая энциклопедия трейдера. М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – 236 с.
- 8) Рынок ценных бумаг (фундаментальный анализ): учебное пособие / Карташов Б. А., Матвеева Е. В., Смелова Т. А., Гаврилов А. Е. / ВолгГТУ, Волгоград. 2006. – 180 с.
- 9) Фундаментальный и технический анализ рынка ценных бумаг / Хаецфельдер М., Лозовская Е., Хануш Е. / СПб, Питер. 2005. - 352 с.
- 10) Хитчнер Дж. Три подхода к оценке стоимости бизнеса / под ред. Рутгайзера В.М. – М.: Маросейка, 2008. – 306 с.

III. Периодические издания (газеты, журналы, бюллетени, продолжающиеся сборники и др.)

- 11) Володин С.Н. Эффективность методов фундаментального и технического анализа для совершения инвестиционных операций // Вестник

института стратегических исследований / Издательство Пятигорского государственного лингвистического университета. - 2012. - №4 - С. 34-43.

12) Дмитриева Е.В., Бережная Е.В. Технический анализ рынка ценных бумаг: учеб. пос. / Е.В.Дмитриева, Е.В. Бережная. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, - 2012. – 84 с.

13) Дмитриева О.В. Методические аспекты определения справедливой стоимости акций российских эмитентов // Бухгалтерский учет в издательстве и полиграфии / Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ. - 2014. - №1 (169) - С. 24-29.

14) Жданова О.А. Основы фундаментального анализа // Universum: экономика и юриспруденция. - 2014. - №5 (6). - С.6.

15) Коровина М.А. Оценка справедливой стоимости коров основного стада молочного животноводства в рамках доходного подхода // Научный журнал КубГАУ. - 2013. - №91. - С.1249-1258.

16) Ревуцкий Л.Д. Акции предприятия: экономически справедливая стоимость // Аудиторские ведомости. - 2009. - №10. - С. 91-95.

17) Тришин В.Н. Оценка предприятий финансовыми аналитиками и независимыми оценщиками: разница в подходах и результатах // Вопросы оценки. - 2008. - №4. - С. 19 – 37.

18) Федорова Т. А. Обзор современных подходов к оценке стоимости предприятий // Известия ТулГУ. Экономические и юридические науки. - 2013. - №2-1. - С. 144-159.

19) Хромов, Е.А. Фундаментальный анализ акций/ Е.А. Хромов //Финансы и кредит. - 2010. - № 28. - С. 49–54.

20) Чижик В.П. Сравнительная характеристика методов фундаментального и технического анализа финансовых активов // Сибирский торгово-экономический журнал. - 2013. - №1 (17). - С.49.

IV. Электронные ресурсы:

21) Андреев, В. Е. Многоуровневый анализ взаимосвязей индикаторов фондового рынка российской федерации [Электронный ресурс]. – Режим

доступа: URL: http://gu-unpk.ru/public/file/defence/Andreev_Vladimir_Evgenevich_01.10.2014.pdf (Дата обращения 01.04.2016)

22) Информационная система Bloomberg (Дата обращения 06.05.2016)

23) Информационная система СПАРК (Дата обращения 06.05.2016)

24) Конрюшин В. Инвестиции в недооцененные активы: value investing [Электронный ресурс] – URL: <http://www.swiftrade.ru/analytics/aktualnoe/investitsii-v-nedootsenennye-aktivy-value-investing> (Дата обращения 27.02.2016)

25) Материалы официального сайта компании «Металлоинвест» [Электронный ресурс]. – URL: <http://metalloinvest.com/rus/> – (Дата обращения 19.06.2015.)

26) Официальный сайт Deloitte [Электронный ресурс] - URL: <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ru/Documents/manufacturing/russian/ru-iron-and-steel-industry-report-ru.pdf> (Дата обращения 06.05.2016)

27) Официальный сайт Tradingview [Электронный ресурс] - URL: <https://ru.tradingview.com/chart/?symbol=MOEX%3ATRМК> (Дата обращения 05.05.2016)

28) Официальный сайт WorldSteel Association [Электронный ресурс] - URL: <http://www.worldsteel.org> (Дата обращения 25.04.2016)

29) Официальный сайт информационного агентства «БКС Экспресс» - [Электронный ресурс] – URL: <http://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/ubytok-tmk-v-4-kvartale-velichilsia-v-piat-raz> (Дата обращения 04.05.2015)

30) Официальный сайт Минэкономразвития России [Электронный ресурс] - URL: <http://economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/prognoz/201505272> (Дата обращения 06.05.2016)

31) Официальный сайт ПАО «ТМК» [Электронный ресурс] – URL: <http://ir.tmk-group.ru/akcii/kotirovki-akcii/> (Дата обращения 29.04.2016)

- 32) Официальный сайт ПАО «ТМК» [Электронный ресурс] – URL: <https://www.tmk-group.ru/PressReleases/show/2287> (Дата обращения 29.04.2016)
- 33) Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики [Электронный ресурс] URL: <http://www.gks.ru> - (Дата обращения 06.05.2016)
- 34) Официальный сайт Центра раскрытия корпоративной информации [Электронный ресурс] - URL <http://www.e-disclosure.ru/poisk-po-soobshheniyam> (Дата обращения 05.05.2016)
- 35) Официальный сайт ЭКСПЕРТ ONLINE [Электронный ресурс] - URL: <http://expert.ru/ural/2015/17/napryazhennoe-ozhidanie/> (Дата обращения 05.05.2016)
- 36) Тришин В.Н. «Метод экспресс-оценки для крупного предприятия» [Электронный ресурс] - URL: <http://www.okp-okp.ru/viewpub.php?id=1201409580> (Дата обращения 28.03.2016)