

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего профессионального образования

«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

Кредитно-экономический факультет

Кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»

_____ Б.Б. Рубцов

«___» _____ 2014 года

Выпускная квалификационная (бакалаврская) работа

Бацулина Кирилла Алексеевича

на тему:

**«Фундаментальный анализ акций российских металлургических
компаний»**

Направление 080100.62 – «Экономика»

Профиль подготовки – «Финансы и кредит»

Научный руководитель:

к.э.н., ст. преп. Малышев П.Ю.

(подпись)

(подпись автора работы)

Москва – 2014

Содержание

Введение.....	3
1 Введение в фундаментальный анализ.....	6
1.1 Понятие и отличительные черты фундаментального анализа	8
1.2 Информационное обеспечение анализа ценных бумаг.....	10
1.3 Концепция фундаментального анализа компании	15
2 Фундаментальный анализ акций крупнейших российских металлургических компаний.....	38
2.1 Краткое знакомство с компаниями металлургической отрасли	38
2.2 Ситуационный анализ.....	42
2.3 Анализ корпоративного управления и финансовой отчетности.....	50
2.3.1 Высший руководящий состав и корпоративная этика.....	50
2.3.2 Финансовое положение	52
2.4 Оценка стоимости металлургических компаний.....	58
Заключение	67
Список использованной литературы.....	70
Приложение А	74
Приложение Б.....	77
Приложение В.....	79
Приложение Г	80
Приложение Д.....	82
Приложение Е.....	83
Приложение Ж.....	84
Приложение З	1

Введение

Фундаментальный анализ – это краеугольный камень инвестирования. Он помогает инвестору определить, является ли инвестиция в компанию хорошим или плохим решением, основываясь на результатах изучения основных показателей её деятельности. Акции компаний с устойчивыми фундаментальными показателями проявляют тенденции к росту в течение продолжительного времени, и наоборот. Это делает фундаментальный анализ чрезвычайно полезным инструментом, особенно для долгосрочных инвесторов.

В последнее время активно обсуждаются проблемы развития российского фондового рынка, в том числе в рамках «Стратегии-2020». На наш взгляд, наряду с улучшением инвестиционного климата и стремлением к соответствию мировым стандартам, важнейшим фактором развития должно стать привлечение на российский фондовый рынок средств как населения, так и институциональных инвесторов. Потенциал роста среди населения огромен: во-первых, в операциях на фондовом рынке участвует всего около 1,5 миллиона российских граждан (для сравнения, в США – более половины домохозяйств), во-вторых, уровень валового сбережения в России равен около 30% ВВП¹.

Несомненно, вырастет и популярность фундаментального анализа в стране: вопрос выбора подходящих для инвестирования ценных бумаг будет подталкивать потенциальных инвесторов к использованию услуг профессиональных аналитиков.

Цель работы состоит в практическом применении инструментов фундаментального анализа акций российских металлургических компаний.

Для достижения поставленной цели необходимо решить следующие **задачи**:

¹ Совещание по развитию фондового рынка 25 января 2013 г. [Электронный ресурс]. – Сайт Президента России, 2013. – Режим доступа: www.kremlin.ru/news/17370

1. Рассмотреть понятие и отличительные черты фундаментального анализа;
2. Охарактеризовать информационную базу, необходимую для проведения анализа ценных бумаг;
3. Изучить каждый этап выполнения «нисходящего» фундаментального анализа, их особенности и инструментарий;
4. Выбрать компании для фундаментального анализа;
5. Дать характеристику выбранным металлургическим компаниям с точки зрения текущей макроэкономической ситуации, их положения в отрасли, качества корпоративного управления и финансового благополучия;
6. Определить внутреннюю стоимость обыкновенных акций выбранных компаний методами дисконтирования денежных потоков и дисконтирования дивидендов;
7. Выработать рекомендации по принятию инвестиционных решений на основе полученных результатов фундаментального анализа.

Предметом исследования являются теоретические предпосылки и практические особенности применения фундаментального анализа акций российских металлургических компаний.

Объектом исследования выступают ведущие российские компании цветной металлургии.

Теоретической и методологической основой исследования в данной бакалаврской работе являются труды преимущественно зарубежных авторов, в особенности Б. Грэма и Д. Додда – основоположников и популяризаторов анализа ценных бумаг. Большое место фундаментальному анализу и инвестиционной оценке было уделено в монографиях А. Дамодарана, У. Шарпа, Дж. Розенбаума и Дж. Перла, У. Баффетта. Отдельные вопросы, посвященные анализу ценных бумаг, рассматриваются такими отечественными авторами, как Я.М. Миркин, А.Г. Грязнова и М.А. Федотова.

Помимо классической литературы, в качестве источников актуальной информации по вопросам применения фундаментального анализа в работе были использованы статьи периодических финансовых изданий и различных Интернет-ресурсов, актуальные статистические данные.

Бакалаврская работа состоит из двух глав и построена таким образом, чтобы последовательно изучить предмет исследования и решить соответствующие задачи в рамках поставленной цели.

В первой главе работы рассмотрены сущность и отличительные особенности фундаментального анализа в сравнении с техническим анализом. Дана характеристика информации, необходимой для проведения анализа. Рассмотрены структурные элементы, составляющие основу концепции анализа «сверху-вниз».

Вторая глава дипломной работы посвящена фундаментальному анализу двух самых прибыльных российских компаний, занятых в цветной металлургии. В рамках исследования были изучены текущая экономическая ситуация в стране и её влияние на условия ведения бизнеса, дана оценка перспективам развития рынка цветных металлов и мировой отрасли цветной металлургии. Также были проанализированы финансовое положение и качество менеджмента металлургических компаний. На заключительном этапе проведена оценка внутренней (справедливой) стоимости акций выбранных компаний, на основании результатов которой были даны рекомендации по принятию инвестиционного решения.

1 Введение в фундаментальный анализ

Большинство инвесторов судят о компании, полагаясь на сведения о её финансовом положении. Стоимостные показатели в отчётности дают оценку текущим успехам, предсказывают будущие достижения и определяют, кто из них проявил себя лучше в конкурентной борьбе. Фундаментальный анализ – предпочтительный метод, который обеспечивает инвестора достоверной и сопоставимой информацией.

Что можно ожидать от фундаментального, т.е. углубленного исследования и зачем вообще проводить анализ? Эти вопросы – наши отправные точки в установлении необходимости проведения анализа. Как известно, всё познаётся в сравнении, а фундаментальное исследование как раз обеспечивает возможность для такого сравнения. Мы можем давать оценку, противопоставляя одно другому: мы не узнаем, что для нас предпочтительнее, пока не рассмотрим два или более варианта. Проводя последовательный анализ нескольких компаний, мы надеемся, что результаты этого исследования укажут нам верный ответ на вопрос о том, какой актив предпочтительнее, и что с ним делать – покупать, держать или продавать.

Но зачем нужно анализировать? Почему бы не выбрать произвольно компанию из котировального списка биржи? Некоторые приводят довод, что случайный выбор инвестиционных активов так же эффективен, как и остальные. Теория случайных блужданий² (random walk theory), например, гласит, что цены на акции и биржевые товары изменяются случайным и непредсказуемым образом, а влияние информации на рыночные цены не может быть предсказано с определенной долей вероятности.

Тем не менее, любому, кто серьёзно подходит к инвестированию, приходится усомниться в применимости теории случайных блужданий.

² Financial Concepts: Random Walk Theory [Электронный ресурс] / Investopedia US, 2014. – Режим доступа: <http://www.investopedia.com/university/concepts/concepts5.asp>

Логично, что изучение фундаментальных, объективных сведений о компании ведёт к разумному выбору актива, в то время как невыполнение исследования может привести к неудачному выбору, а следовательно, к потере денег. Большинство инвесторов соглашаются, что проведение анализа лучше, чем отказ от него.

Вторая теория – теория эффективности рынка – указывает на то, что текущая цена актива отражает всю известную информацию о предприятии. Она также утверждает, что как только появляется новая информация, она немедленно влияет на рыночную цену³. Эта теория подразумевает, что, получив новую информацию, все участники рынка немедленно начинают покупать/продавать ценную бумагу, тем самым влияя на ее рыночную цену. Но поскольку все участники рынка трактуют новую информацию одинаково, то и изменение цены будет предопределено. Однако, эффективный рынок – это идеальная модель, не существующая в реальности: во-первых, потому что участникам рынка требуется определенное время на восприятие новой информации, во-вторых, потому что существует инсайдерская информация, и, наконец, в-третьих, потому что портфельные инвесторы строят свои стратегии на основании определенных трендов и хеджируют свои позиции, поэтому новая информация не всегда будет сигналом для того, чтобы немедленно менять структуру портфеля.

Если бы была возможность точно узнать, как работает рынок, не составило бы труда разузнать, как отобрать акции для инвестирования. Поскольку цена часто колеблется без явных причин и следствий, инвестирование на рынке ценных бумаг сопряжено с волнением. Из-за волнения инвестор может легко попасть под воздействие теорий, которые не имеют под собой никаких оснований. И всё же важно помнить, что курсы ценных бумаг отражают восприятие их стоимости, нежели реакцию на любую закономерную или фундаментальную информацию.

³ Efficient Market Hypothesis [Электронный ресурс] / Investopedia US, 2014. – Режим доступа: <http://www.investopedia.com/university/concepts/concepts6.asp>

1.1 Понятие и отличительные черты фундаментального анализа

Впервые понятие фундаментального анализа ввели Бенджамин Грэм и Дэвид Додд в первом издании своей легендарной книги «Анализ ценных бумаг» (“Security Analysis”), опубликованной в 1934 году. Современная трактовка известного британского автора Майкла Томсетта гласит, что фундаментальный анализ – это метод исследования финансовой информации для прогнозирования прибылей, предложения и спроса, устойчивости отрасли, компетентности менеджмента и других неотъемлемых причин, влияющих на рыночную стоимость актива и потенциал его роста⁴. Иное определение сформулировал приверженец технического анализа Кейт Роджерс: «Фундаментальный анализ – это метод предсказания будущих движений котировок ценных бумаг на основе экономических, политических и других значимых факторов и показателей, которые окажут влияние на спрос и предложение ценных бумаг»⁵.

Аналитические показатели – подлинные факты о компании, которые могут быть использованы в прогнозировании результатов финансовой деятельности и, в некоторой степени, движении рыночного курса акций. Исходя из этих данных, инвестор оценивает внутреннюю стоимость, сравнивает её с текущей ценой и решает, будут ли цены снижаться или повышаться. Внутренняя стоимость есть «разумная стоимость, которую бы инвестор заплатил за актив, если бы он обладал всей полнотой сведений о нем»⁶. Выявлять и приобретать недооцененные активы – суть комплексного анализа ценных бумаг по Грэму и Додду. Идея состоит в том, что если цена бумаг ниже внутренней стоимости, то следует ожидать её роста, и наоборот. Таким образом, цель фундаментального анализа – дать ответ на вопросы:

⁴ Thomsett, Michael C. Mastering fundamental analysis: how to spot trends and pick winning stocks using fundamental analysis / Michael C. Thomsett. – Dearborn Financial Publishing, Inc., 1998 – p. 234

⁵ Технический анализ для начинающих (Серия “Reuters для финансистов”) / Пер. с англ. – М.: Альпина Паблишер, 2001. – 184 с.

⁶ SchweserNotes 2013 CFA Level I Book 4: Corporate Finance, Portfolio Management, and Equity Investments // Kaplan, Inc., 2012. – p. 337

«Какие ценные бумаги следует купить для достижения конкретной цели?» и «Что делать с ценными бумагами: покупать, продавать или держать?»

Инвесторы охотнее используют метод фундаментальных показателей, чем другие методы. Убеждённый технический аналитик избегает фундаментального анализа, основываясь на предпосылке, что финансовая отчётность относится к прошлому периоду, это «вчерашняя» информация, и, по сути, она бесполезна⁷. Следовательно, в данных сведениях нет ни слова о том, как рыночный курс акций поведёт себя завтра.

Сущность фундаментального анализа лучше раскрывается через его функции. Основоположники анализа ценных бумаг Б. Грэм и Д. Додд выделили три функции: описательную, выборочную и критическую⁸. Наиболее очевидная составляющая описательной функции заключается в приведении в определенный порядок существенных фактов, имеющих отношение к той или иной ценной бумаге, и их логическом представлении. Углубленная составляющая функции стремится обнаружить сильные и слабые стороны объекта анализа, сравнить его с существующими аналогами и дать оценку факторам, которые способны оказать влияние на будущие показатели.

Благодаря своей селективной (выборочной) функции анализ ценных бумаг помогает определиться с выбором: продать, купить или придержать конкретную ценную бумагу. В этой связи аналитику приходится иметь дело с внутренней стоимостью ценной бумаги, точнее, с выявлением расхождений между внутренней стоимостью и рыночной ценой.

Наконец, фундаментальный анализ является достаточным подкреплением критических суждений, указывающих на ошибки, некомпетентное управление и злоупотребления, что, в конечном счете,

⁷ Thomsett, Michael C. *Mastering fundamental analysis: how to spot trends and pick winning stocks using fundamental analysis* / Michael C. Thomsett. – Dearborn Financial Publishing, Inc., 1998 – p. 234

⁸ Graham, B., Dodd, D. *Security Analysis Prior Editions* / Benjamin Graham, David L. Dodd. – McGraw-Hill; 6th edition. – September 2008. – p. 700

обеспечивает лучшую защиту имущественных прав владельцев ценных бумаг.

Для того чтобы понять, в чем заключаются особенные черты фундаментального анализа, его, как правило, противопоставляют техническому анализу. Фундаментальный анализ фокусируется на том, что должно случиться на рынке, технический – на том, что сейчас происходит на рынке. И фундаментальный, и технический анализ используют тренды, но делают это по-разному. Фундаментальный подход опирается на ретроспективную информацию (ставка дивиденда, размер прибыли или, например, тенденция роста выручки) для прогнозирования финансового результата. Технические специалисты используют наглядную линию тренда. Предыдущие ценовые тренды, графически отображаемые на диаграммах, как говорят аналитики, определяют будущие движения цен. Ключевой в теории графического анализа является концепция уровня поддержки и уровня сопротивления. Когда рыночная цена опускается ниже уровня поддержки (самого низкого ожидаемого уровня цены) или поднимается выше уровня сопротивления (самого высокого ожидаемого уровня цены), происходит так называемое «преломление» тренда.

Технический анализ и индикаторы краткосрочны по своей природе. Фундаментальный анализ может быть полезным инструментом в долгосрочной перспективе.

Фундаментальный анализ основан на убеждении, что рынок неэффективен и что высококачественное исследование позволит обнаружить те ценные бумаги, чья внутренняя стоимость отличается от рыночной котировки. Технический анализ, напротив, основан на том представлении, что, распознавая циклические и предсказуемые графические фигуры, можно идентифицировать и с выгодой торговать неправильно оцененной ценной бумагой.

1.2 Информационное обеспечение анализа ценных бумаг

Самые распространенные источники финансовой информации компании – это документы, которые подлежат раскрытию в соответствии с национальным законодательством, а также презентации для инвесторов, консенсус-прогнозы, пресс-релизы и данные финансовых информационных сервисов. Согласно «Положению о раскрытии эмитентами эмиссионных ценных бумаг»⁹, открытое акционерное общество, а также закрытое акционерное общество, осуществившее выпуск облигаций, обязаны публиковать:

- годовой отчет акционерного общества;
- годовую бухгалтерскую отчетность;
- устав и документы, регулирующие деятельность внутренних органов;
- сведения об аффилированных лицах общества;
- решение о выпуске ценных бумаг общества.

Годовой отчет, в соответствии с требованиями законодательства, включает сведения о положении предприятия в отрасли, направлениях деятельности и перспективах развития, факторах риска, а также перечень совершенных крупных сделок и многое другое. Помимо информации, подлежащей обязательному раскрытию, отчет, как правило, содержит управленческий анализ (MD&A – Management's Discussion and Analysis), финансовую отчетность с аудиторским заключением, характеристику выпущенных предприятием акций и опционов.

Отчет менеджмента компании (MD&A) – важнейший раздел годового отчета. В этом разделе руководство комментирует текущие тенденции бизнеса, рассматривает события и факторы неопределенности, влияющие на ликвидность предприятия, финансовый потенциал и результаты от операционной деятельности. В отчете руководства также затрагиваются такие моменты, как влияние инфляции и изменения цен на сырье, прогнозируемые капиталовложения или распродажа активов.

⁹ Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 4 октября 2011 г. № 11-46/пз-н «Об утверждении Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг», гл. VIII, п. 8.1, пп. 8.1.1

Годовые отчеты полезны в поиске информации об отрасли или отраслях, в пределах которых функционирует предприятие, а также о спектре производимых товаров или услуг. Он дает полное представление о предприятии и его результатах за прошедший год. Но, скорее всего, сложно найти годовой отчет, содержащий плохие новости. Годовые отчеты обычно разрабатываются собственным департаментом по связям с общественностью или сторонним агентством. Поэтому даже плохие новости могут быть представлены в положительном свете.

Бухгалтерская отчетность в соответствии с МСФО включает в себя следующие документы: 1) бухгалтерский баланс; 2) отчет о прибылях и убытках (отчет о совокупном доходе); 3) отчет о движении денежных средств; 4) отчет об изменениях в собственном капитале; 5) пояснительные записки¹⁰.

Бухгалтерский баланс отражает финансовое положение компании на конкретную дату. Он состоит из трёх разделов: активы, капитал и обязательства. Его используют для того, чтобы оценить ликвидность, платежеспособность компании, а также способность выплачивать дивиденды собственникам.

В отчете о прибылях и убытках главным образом обращают внимание на выручку и затраты. Валовая прибыль – это сумма, которая остается после вычета из валовой выручки прямых производственных издержек. Уменьшая валовую прибыль на операционные затраты – административно-хозяйственные расходы (SG&A), получаем операционную прибыль. В отчете также можно встретить показатель прибыли на акцию (EPS) – наиболее распространенный показатель прибыльности для котируемых на бирже компаний. В некоторых случаях в отчете о прибылях уместно выражать затраты не в абсолютных значениях, а в процентах к валовой выручке предприятия. Такой формат представления дает возможность без труда

¹⁰ International Accounting Standards (IAS) №1 [Электронный ресурс] / IFRS Foundation, 2014. – Режим доступа: <http://www.ifrs.org/Documents/IAS1.pdf>

определить маржу валовой, операционной и чистой прибыли. Исключение составляет налог, уплачиваемый с прибыли. Выражая расходы по налогу как часть прибыли до налогообложения, можно найти эффективную налоговую ставку.

Отчет о совокупном доходе показывает все изменения в капитале компании, за исключением таких операций, как дополнительная эмиссия акций, выкуп компанией собственных акций или выплата дивидендов. Совокупный доход – это сумма чистой прибыли и прочего совокупного дохода, полученного в результате операций, не учитываемых в отчете о прибылях.

Отчет о движении денежных средств позволяет отследить денежные притоки и оттоки от операционной, инвестиционной и финансовой деятельности. В частности, такие статьи отчета, как износ и амортизация, обесценение основных средств, затраты на приобретение долгосрочных активов и изменения в оборотном капитале необходимы для расчета свободных денежных потоков предприятия – основного параметра в модели оценки внутренней стоимости обыкновенных акций.

Дополнительная информация, раскрывающая подробные детали соответствующих счетов, находится во вспомогательных таблицах, в аудиторских заключениях, в примечаниях к финансовым отчетам. Важность пояснительных записок (примечаний) к бухгалтерским отчетам состоит в подробном изложении фактов, которые требуют пояснения. К таким, например, относятся факты поглощения или отчуждения, судебные иски, информация о значимых покупателях, о структуре выручки по сегментам бизнеса¹¹. Когда руководители высшего звена получают вознаграждения в виде акций или опционов на их приобретение или когда осведомленное лицо (инсайдер) осуществляет куплю-продажу существенного количества акций, то требуется специальное разъяснение. Аналогично этому, само предприятие может выкупить собственные акции, что, кстати, является свидетельством

¹¹ SchweserNotes 2013 CFA Level I Book 3: Financial reporting and analysis // Kaplan, Inc., 2012. – p. 343

того, что руководство считает сделку по текущей рыночной цене выгодным предложением.

Если независимая аудиторская фирма опубликовала аудиторское заключение с оговорками (противоположное ему – заключение без оговорок, то есть «чистое» заключение), важно обратить внимание и на оговорки.

В ряде случаев, определенных законом, размещение выпусков ценных бумаг акционерного общества по подписке должно сопровождаться публикацией проспекта. Проспект ценных бумаг предназначается для раскрытия всей информации, которую необходимо знать инвестору при принятии решения о приобретении эмиссионных ценных бумаг. Он включает в себя финансовые отчеты, комментарии по поводу инвестиционных рисков, сферы деятельности бизнеса и его менеджмента¹².

Исследуя компании металлургической отрасли, отдельное внимание стоит обратить на производственные отчеты. Благодаря планам и прогнозам, содержащимся в них, можно с высокой точностью прогнозировать будущие финансовые результаты предприятий.

Информационная база макроэкономического анализа представлена широким набором сводных показателей и прогнозов, составлением которых в национальном масштабе занимаются службы государственной статистики, профильные министерства, регулирующие органы, а в мировом – аналитические департаменты международных организаций, среди которых Всемирный банк и Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР).

Множество сводных отраслевых показателей публикуется в различных финансовых изданиях, аналитическими фирмами, отраслевыми союзами. В этих публикациях детально описывается текущая картина происходящего, а также перспективная ситуация в отрасли.

Фундаментальная оценка должна базироваться на беспристрастной, неискаженной информации. Несмотря на это, информационные ресурсы

¹² Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (ред. от 28.12.2013), ст. 22

могут быть необъективны. В меньшей степени это относится к статистической информации в отчетах (она проверяется независимыми аудиторами), в большей степени – к характеристическим и оценочным данным.

1.3 Концепция фундаментального анализа компании

В анализе ценных бумаг известны два подхода – «сверху-вниз» (top-down) и противоположный ему «снизу-вверх» (bottom-up). Суть концепции «нисходящего» анализа заключается в движении от общего к частному – начиная с анализа общеэкономической ситуации в регионе и мире и переходя к подробному рассмотрению мелких компонентов – отраслей и компаний, занятых в них.

Детальная оценка компании – завершающий этап анализа – проводится с точки зрения её количественных и качественных элементов. Количественный подход делает акцент на соизмеримых соотношениях между рыночной ценой и прибылью, активами, дивидендами и так далее. Качественный подход, с другой стороны, имеет дело с такими факторами, как сфера деятельности, положение отдельной компании в отрасли, её физические, географические и операционные характеристики, качество менеджмента, и, наконец, перспективы компании, отрасли и бизнеса в целом.

Подход «снизу-вверх», приуменьшающий роль макроэкономической обстановки и положения индустрии, фокусируется преимущественно на анализе показателей компании. Однако в разгар мирового финансового кризиса инвесторы, использовавшие стратегию стоимости в рамках данного подхода, потерпели неудачу, не оценив общую ситуацию. В феврале 2007 года – период, когда кризис только начал разгораться, – некая инвестиционная фирма с Уолл-стрит давала инвесторам рекомендации о покупке акций Ambac Financial Group, котировавшихся в то время по \$90 за штуку, подкрепляя эти советы проведенным «нисходящим» анализом. В

итоге, в конце 2007 года курс акций опустился до \$25,77, а в 2010 году стала банкротом.¹³

Макроэкономический и отраслевой обзор, именуемый контекстным анализом, призван устранить пробелы количественного и качественного подходов, описанных выше. Рассмотрим их подробнее.

Фаза делового цикла – отправной пункт «нисходящего» фундаментального анализа. Цикл деловой активности характеризуется изменениями состояния экономики. Валовый внутренний продукт (ВВП) и уровень безработицы являются ключевыми переменными, при помощи которых определяют текущую стадию. Всего их четыре.

Характерными чертами фазы подъема являются рост большинства секторов экономики, увеличение занятости, потребительских расходов, инвестиций предприятий. Когда подъем достигает своего максимума, темпы роста расходов, инвестиций и занятости замедляются, но по-прежнему остаются положительными, в то время как инфляция ускоряется. Рецессия – снижение деловой активности – сопряжена с упадком во многих отраслях экономики и запоздалым снижением инфляции. Экономические циклы имеют свойство повторяться, поэтому, когда спад достигает своей низшей точки, начинается новый цикл выхода экономики из кризиса. Вот только сложно точно определить тот момент, когда заканчивается одна фаза цикла и начинается другая.

Металлургия – как черная, так и цветная, – исторически являлась очень цикличной отраслью и была восприимчива к изменению общеэкономических условий. Причина тому, в частности, – цикличная природа главных заказчиков отрасли: автомобилестроение, машиностроение, строительная промышленность. Черная металлургия считается своеобразным экономическим индикатором, поскольку она играет решающую роль в

¹³ Crescenzi, A. Investing from the Top Down: A Macro Approach to Capital Markets // McGraw-Hill; 1 edition, 2009. – 304 p.

инфраструктурных проектах и экономическом развитии в целом. Также известно, что роль опережающего циклического индикатора играет медь.

Индекс потребительских цен (CPI) – общеизвестный индикатор инфляции, используемый во многих странах. В базе расчета индекса лежит потребительская корзина – набор продуктов питания, непродовольственных товаров и услуг, обеспечивающих комфортное и полноценное проживание человека на протяжении года и удовлетворяющих его минимальные потребности. Индекс цен производителей (PPI) отслеживает динамику цен на незавершенную продукцию (сырье, материалы, полуфабрикаты). Расчетом данных индексов в России занимается Федеральная служба государственной статистики. Чем выше уровень инфляции, тем больше она воспринимается как негативный фактор для предприятий. Высокая инфляция свидетельствует о высоких процентных ставках и ценах, влекущих за собой снижение потребительских расходов хозяйствующих субъектов. Последствия – низкий уровень продаж и прибыли у компании.

Макроэкономические индикаторы делятся на три большие группы:

- опережающие (их динамика предшествует изменениям в деловой активности);
- совпадающие (их динамика совпадает с изменениями в экономике);
- запаздывающие (их динамика отстает от динамики экономической активности).

Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) составляет сложные индексы данных групп индикаторов по ключевым странам мировой экономики. Важнейшим является сводный индекс ведущих индикаторов (Composite Leading Indicators, CLI), предназначение которого – подавать заблаговременные сигналы (за 6-9 месяцев) о возникновении поворотных точек экономического цикла, основываясь на разрывах между фактическим и потенциальным объемом производства. В состав российского индекса CLI входят индексы изменения портфеля производственных заказов,

курса акций (индекс РТС), мировых цен на нефть, уровня производства и новых экспортных заказов¹⁴.

Изменения обменных курсов валют влияют на стоимость экспорта и импорта. Например, повышение валютного курса российской валюты – рубля – удешевляет импорт товаров и услуг, но повышает стоимость экспортных товаров для иностранных контрагентов, что является негативным фактором для ориентированной на экспорт экономики.

В то же время хорошо известно, что обесценение национальной валюты в развивающихся странах в краткосрочном периоде чаще приводит к спаду выпуска, чем к оживлению. Это происходит, как правило, из-за того, что положительный отклик экспорта на девальвацию происходит с задержкой (нужно наладить производство конкурентоспособной продукции, перестроить производство), а негативные последствия для внутреннего рынка – сжатие внутреннего потребления на фоне растущей инфляции и утяжеления выплат по валютным долгам – происходят немедленно.

Платежный баланс оказывает существенное влияние на обменный курс. Счет текущих операций, который включает торговый баланс, баланс услуг и текущие трансферты, может быть дефицитным, и чем больше разрыв между притоком и оттоком средств, тем скорее обесценивается национальная валюта. С другой стороны, приток капитала повышает спрос на валюту страны-объекта инвестирования, укрепляя её курс. Прилив капитала компенсирует нехватку внутренних сбережений, необходимых для инвестиций во благо экономического роста, но и здесь есть подводные камни, как то: чрезмерное повышение валютного курса, угроза финансовой пирамиды и пузыря на рынке недвижимости, рост внешнего долга бизнеса и государства. Страны с развивающейся рыночной экономикой препятствуют излишним инвестициям, проводя валютные интервенции или вводя контроль над движением капитала.

¹⁴ OECD Composite Leading Indicators: Turning Points of Reference Series and Component Series // OECD, March 2014, p. 48

Разработанная в начале 1960-х гг. модель Манделла-Флеминга оценивает влияние монетарной и бюджетно-налоговой политики на процентные ставки и, следовательно, на валютные курсы. Например, в условиях свободно плавающего валютного курса, постепенный переход к которому сейчас осуществляет Банк России, а также отсутствия ограничений на ввоз и вывоз капитала, экспансионистские монетарная и фискальная политики оказывают обратный эффект на обменные курсы и ставки процента. Политика денежно-кредитной экспансии снизит процентные ставки, но обесценит национальную валюту в результате замедления притока инвестиций. Экспансионистская бюджетно-налоговая политика – увеличение дефицита бюджета из-за низких налоговых поступлений и высоких бюджетных расходов – повысит уровень правительственных заимствований и реальные ставки, что привлечет иностранных инвесторов и укрепит валюту. Однако эти же действия ускорят экономическую активность и инфляцию, что ставит под сомнение конечный результат такой политики.

В упрощенном смысле, фондовый рынок отчасти отражает состояние экономики. «Бычий» рынок означает восходящий тренд, рост финансовых вложений; индексы идут вверх. Долгосрочный тренд обычно формируется на фоне укрепления национальной (мировой) экономики: низкая инфляция, безработица, нормальный внутренний спрос на товары и услуги. На «медвежьем» рынке преобладают пессимистичные настроения, он характеризуется падением курсов ценных бумаг. В то же время инвестору не следует забывать, что рыночный курс акций компании не есть то же, что и её финансовые показатели. Такие показатели, как прибыль, не подвергаются влиянию исключительно внутренних факторов. Внешние силы играют такую же роль.

Вслед за макроэкономическим анализом идет отраслевой обзор. Анализ привлекательности любой отрасли определяется взаимодействием пяти

конкурентных сил Майкла Портера, профессора Гарвардской школы бизнеса¹⁵:

1. Угроза появления новых игроков.
2. Угроза появления товаров-субститутов.
3. Рыночная власть потребителей.
4. Рыночная власть поставщиков.
5. Уровень конкурентной борьбы.

Угроза появления новых игроков на рынке во многом зависит от входных барьеров. Это могут быть большой объем первоначальных вложений, необходимых для создания производственных мощностей и инфраструктуры, доступ к каналам распределения продукции, экономия на масштабах производства, достичь которую новичкам будет весьма затруднительно. С точки зрения товаров-заменителей, стоит обратить внимание, во-первых, на ценовую динамику субститутов, а во-вторых, на возможные издержки потребителя, сопряженные с его переходом на товар-заменитель. Низкие издержки переключения на другой товар и доступность субститутов, вкупе с высокой чувствительностью к изменению цен укрепляют рыночную власть потребителей.

Сильное влияние поставщиков может заключаться в увеличении их доли в добавленной стоимости производимой продукции за счет повышения цен на ресурсы. Уровень конкуренции между участниками рынка, в первую очередь, зависит от количества конкурентов: чем их больше, тем сильнее конкуренция. Высокий уровень финансового рычага вынуждает компанию бороться, чтобы защитить свою рыночную долю и покрыть постоянные издержки.

Исследование отрасли включает в себя четыре этапа. Первый этап – дать характеристику отрасли с точки зрения видов продукции и географии её сбыта. Второй этап – установить круг конкурентов, поставщиков и покупателей, потенциальных новичков и товаров-заменителей, - то есть всех

¹⁵ Porter, M.E. The Five Competitive Forces that Shape Strategy // Harvard Business Review, January, 2008, p.86

участников отрасли. Третий этап – обозначить сильные и слабые стороны каждой из «пяти сил». Наконец, четвертый этап – определить, используя аналитические материалы, какие силы являются определяющим фактором рентабельности.

Тщательный анализ индустрии включает также установление взаимосвязи между макроэкономическими переменными и отраслевыми тенденциями, рассмотрение различных сценариев развития отрасли, оценку потенциального влияния политических, социальных и технологических факторов¹⁶.

На наш взгляд, горно-металлургическую отрасль также возможно охарактеризовать с точки зрения сопряженных с ней деловых рисков. Во-первых, это поддержание рентабельности. Снижение цен на сырьевые товары при высоких издержках уменьшают маржу, и это вынуждает предприятия закрывать месторождения и избавляться от непрофильных активов. В последние годы в металлургии наблюдается явление, известное как «ножницы цен» – снижение цен на продукцию черной и цветной металлургии (в том числе на руды) на фоне роста цен на топливно-энергетические ресурсы¹⁷. Во-вторых, это волатильность цен и валютных курсов. Спрос на большинство сырьевых товаров, подкрепляемый Китаем и другими быстрорастущими экономиками, опережал предложение на протяжении прошедшего десятилетия, стимулируя повышение цен и рост предложения¹⁸. Однако, в тот момент, когда спрос и предложение достигают равновесия, длительный период, необходимый для корректировки объемов выпуска, приводит к чрезмерной коррекции предложения и служит причиной существенного изменения цен. Первый сигнал грядущего роста цен – снижение биржевых и внебиржевых запасов металлов. Ценовой бум обычно

¹⁶ SchweserNotes 2013 CFA Level I Book 4: Corporate Finance, Portfolio Management, and Equity Investments // Kaplan, Inc., 2012. – p. 337

¹⁷ Комментарий о государстве и бизнесе №60, №68 / Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ. – М.: НИУ ВШЭ, 2013, 2014

¹⁸ Business risks facing mining and metals 2013–2014 // EY, 2013 – p. 64

прекращается с приходом новостей об обнаружении новых месторождений или снятии эмбарго.

Справедливо полагать, что у успешной компании эффективный руководящий состав. Конечно, можно сказать так: «Компания доказала компетентность своего менеджмента в предыдущем периоде. Значит, она покажет это и в ближайшие три года, и в более продолжительном периоде». Однако склонность экстраполировать одно самостоятельное оптимистичное соображение (успех руководства в прошлом) на довольно большой срок (успех того же руководства на предстоящие семь лет) может легко привести к чрезмерно завышенной оценке. Управленческий фактор, по мнению Б. Грэма, подходит для тех случаев, когда имела место недавняя смена руководства, пока ещё никак не отразившаяся на реальных цифрах¹⁹.

В качестве классического примера автор привел два показательных исторических события, связанных с корпорацией Chrysler Motor. Первое событие берет начало в 1921 году. Уолтер Крайслер принимает на себя руководство почти умирающего Maxwell Motors, а через несколько лет делает его большим и высокорентабельным предприятием. Множество автомобильных производителей того времени были вытеснены с рынка. Второе событие произошло в 1962 году, когда котировки Chrysler Motor были самыми низкими за многие годы. После этого руководить компанией стали новые деловые круги в лице Consolidation Coal. Прибыль в расчете на одну акцию (EPS) повысилась с \$1,24 в 1961 году до \$17 в 1963, а цена выросла с минимума в \$38,5 в 1962 году до почти \$200 в следующем году.

Большое место в анализе компании отводится корпоративной этике и управлению. Этика – это «система принципов, методов, процедур, четко выраженных обязательств и подотчетности»²⁰, цель которой – преодоление конфликтов интересов и управление активами компании в интересах инвесторов и прочих заинтересованных лиц. Отсутствие прочной

¹⁹ Graham, B. *The Intelligent Investor: The Definitive Book on Value Investing. A Book of Practical Counsel* // Collins Business; Revised edition (February 21, 2006). – p. 640

²⁰ McEnally R., Kim K. *Corporate Governance* // CFA Program Readings, Boston, Pearson, 2007. – p. 5-51

корпоративной этики – большой риск: нередки случаи банкротств компаний, причиной которых была неэффективная система корпоративного управления.

С одной стороны, акционеры требуют от менеджеров принятия таких решений, которые увеличат стоимость их доли, но с другой стороны, менеджеры, предоставленные сами себе, могут действовать таким образом, чтобы максимизировать свою прибыль. Предприятие, которое выплачивает своему главному управляющему в качестве вознаграждения 50 млн. долларов в год, должно иметь на то очень веские причины, в противном случае вывод однозначный: менеджеры работают исключительно в интересах своего благосостояния. Инвестирование в рискованные предприятия или увеличение размера компании – эти решения говорят о желании руководства увеличить размер своего вознаграждения без увеличения стоимости для владельцев. Данная ситуация получила название агентской проблемы (agency problem).

Совет директоров – ключевой элемент организационной структуры компании. Его главная характеристика – независимость. Сочетание представителей от самой компании и извне обеспечивает независимую оценку работы менеджмента и защиту интересов акционеров. Чтобы оценить, насколько эффективен совет директоров, инвестору следует определить, есть ли в его составе независимый председатель, каковы профессиональные навыки директоров, как избирается совет и многое другое.

Предприятие, желающее продемонстрировать свою заинтересованность в эффективном управлении, обычно публикует заявление о корпоративном управлении. Инвесторы и аналитики должны отметить, какие положения Кодекса корпоративного поведения²¹ соблюдаются компанией.

Руководители высшего звена предприятия должны подтверждать свои слова делом. Инвестору, прежде всего, стоит пролистать предыдущие

²¹ Кодекс корпоративного поведения ФКЦБ от 5 апреля 2002 г. [Электронный ресурс] / Банк России. – Режим доступа: http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfs/fkcb_ffms/catalog.asp@ob_no=1772.html

годовые отчеты, чтобы понять, какие прогнозы делали менеджеры, выполнили ли они их или потерпели неудачу. Руководители должны откровенно признавать свои провалы, а не винить в этом неопределенность или слабый спрос.

Важно, чтобы у компании имелись конкурентные преимущества. В своей книге «Warren Buffett and the Interpretation of Financial Statements» Мэри Баффетт пишет, что долговечность и стабильность конкурентного преимущества компании – это то, что создает богатство. Она приводит в пример The Coca-Cola Company, которая продает один и тот же продукт уже более века, и весьма вероятно, что будет это делать ещё столько же времени²². С помощью SWOT-анализа определяют сильные и слабые стороны оцениваемой компании.

Майкл Портер делает акцент на прочной стратегической позиции компании. Он, равно как и Баффетт, отмечает, что компания может осуществлять свою деятельность лучше, чем это делают конкуренты, благодаря наличию какого-либо конкурентного преимущества²³. К таким преимуществам можно отнести систему характерных особенностей бренда, уникальные нематериальные активы (патент, лицензия, ноу-хау), отсутствие субститутов и монополию на рынке.

Задача финансового аналитика – определить финансовое положение компании. На основе финансовых отчетов можно сделать вывод о сложившейся ситуации в компании.

Если компания растущая, надо удостовериться, что она растет в правильном направлении. Чем же хорош рост продаж, если доход от чистых продаж убывает? Также обязательно установить причину роста объема продаж. Если рост – результат исключительно приобретения новых активов, то это совсем не рост, а всего лишь реконфигурация базы. Повышение

²² Buffett, M., Clark, D. Warren Buffett and the Interpretation of Financial Statements: The Search for the Company with a Durable Competitive Advantage // Scribner; 1st edition, October 2008. – p. 224

²³ Porter, M.E. Strategic Positioning in a Challenging World: Creating Shared Value // Harvard Business School, September 2012. – p. 22 // <http://www.isc.hbs.edu/pdf/2012-0910--CSV.pdf>

объема продаж в результате активизации штучной продажи или повышения цен имеет совершенно другую интерпретацию. Кроме того, если продажи растут, в то время как процентное соотношение чистых продаж к валовым продажам (валовая маржа) остается примерно на одном уровне, то это – нормальный рост. Компании, стабильно показывающие маржу валовой прибыли не менее 40%, весьма конкурентоспособны²⁴.

Пристального внимания заслуживают операционные расходы предприятия. Чем ниже доля административно-хозяйственных расходов (SG&A) в валовой прибыли, тем лучше. Однако при низком уровне SG&A, но высоких затратах на НИКОР, капитальных вложениях или долговой нагрузке, уже нельзя говорить об устойчивом долгосрочном экономическом положении.

Для процентных расходов действует такое же правило, как и для операционных расходов. Доля расходов на обслуживание долга в операционной прибыли зависит от отрасли: в капиталоемких производственных отраслях, металлургии и банковской сфере она будет выше, чем в потребительском секторе.

Солидное финансовое положение характеризуется и положительной тенденцией роста чистой прибыли в ретроспективе. Уоррен Баффетт популяризовал концепцию свободного денежного потока (owner earnings): чистая прибыль плюс амортизация за вычетом капитальных вложений. Поскольку вносятся поправки на амортизацию, которая не влияет на остаток денежной наличности компании, этот показатель точнее, чем чистая прибыль. Если чистый денежный поток в расчете на акцию рос в среднем как минимум на 6-7% на протяжении последних 10 лет, то компания стабильно генерирует денежный поток, и её перспективы для роста обоснованы²⁵.

²⁴ Buffett, M., Clark, D. Warren Buffett and the Interpretation of Financial Statements: The Search for the Company with a Durable Competitive Advantage // Scribner; 1st edition, October 2008. – p. 224

²⁵ Buffett, Warren E. 1986 Letter to Shareholders (Feb. 27, 1987) [Электронный ресурс] / Berkshire Hathaway, Inc. – Режим доступа: <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1986.html>

Растущая компания аккумулирует больше прибыли, следовательно, она должна снижать долю заемного капитала, повышать стоимость своих активов и запас финансовой прочности. Если рост сопровождается уменьшением акционерного капитала, возможно, компания находится в слишком сильной зависимости от привлеченного капитала. Высокие прибыли ничего не стоят, если они ставят под угрозу дальнейшее финансовое положение бизнеса. Сюда же можно отнести сочетание источников капитала: привлекаются ли вложения акционеров или же бизнес занимает средства посредством привлечения кредитов или выпуска облигаций. Это важный критерий, показывающий, за счет чего достигается рост.

Можно обнаружить, что компания за год осуществляет два-три поглощения. Это тревожный знак. Почему она покупает активы других предприятий вместо того, чтобы вкладывать в свои собственные? Другие фирмы постоянно списывают имущество, доказывая тем самым, что они переплатили за прошлые поглощения. Это также плохой признак.

Один из самых убедительных критериев качества ценной бумаги и надежного финансового положения компании – данные о непрерывных дивидендных выплатах, берущие начало много лет назад. Непрерывные выплаты, скажем, за 10 лет – важный положительный показатель оценки качества бизнеса в России. В Соединенных штатах существует список под неформальным названием «Короли дивидендов»²⁶, включающий на данный момент 17 компаний, которым удавалось в течение как минимум 50-ти лет подряд повышать дивиденды. Это колоссальное достижение, показывающее, что данная бизнес-модель выдержала напор разрушительных сил нескольких рецессий, нефтяных шоков, войн, биржевых крахов и смены технологических укладов. Лидером списка является Diebold Inc., производитель систем самообслуживания и безопасности для банков и финансовых институтов. Компания начала выплачивать ежеквартальные дивиденды с 1954 года по

²⁶ 17 Companies on the Dividend Kings List for 2014 [Электронный ресурс] / Investorplace.com, Jan 21, 2014. – Режим доступа: <http://www.investorplace.com/2014/01/dividend-king-cl-pg-jnj-ndsn/#.U38IVb3Hncc>

\$0,0036 на акцию – это \$0,0143 в год, а в 2013 году выплата достигла \$0,285 за квартал или \$1,15 за год. В списке также присутствуют такие известные компании, как Coca-Cola, 3M, Procter & Gamble.

Большой плюс для предприятия, если у него на балансе числятся казначейские акции – собственные акции, выкупленные у акционеров. Прибегая к выкупу акций, компания хочет либо увеличить уровень долга, либо распределить излишек свободных денежных средств, который она не способна прибыльно инвестировать. Вне зависимости от причин, выкуп – положительный знак.

Наконец, большинство индивидуальных инвесторов, включая приверженцев технического анализа, оценивают положение компании, исходя из того, каким образом биржевой курс ценной бумаги повышается или, что тоже важно, как она поддерживает стоимость своих бумаг на фоне падающего рынка акций. Сила курсовой стоимости акции (слабая или сильная) отражает спрос и восприятие потенциального роста компании рынком.

В процессе своей деятельности компании порой терпят непредвиденные и чрезвычайные расходы. Таковыми являются списание убытков дочерних структур, весомые корректировки доходов или потерь от изменения обменных валютных курсов или изменения в методе ведения бухгалтерского учета²⁷. При проведении анализа действующего тренда эти статьи надо игнорировать, если, разумеется, они не возникают часто.

Если компания, которую рассматривает инвестор, имеет конкурентов внутри отрасли, то подходящий для этого прием – сравнение всех фундаментальных показателей компании с аналогичными показателями её конкурентов с позиции коэффициентного анализа. Оба подхода дают возможность выделить новых, активно развивающихся лидеров и аутсайдеров путем наблюдения за изменениями аналитических показателей – объема сбыта, рентабельности и других.

²⁷ SchweserNotes 2013 CFA Level I Book 3: Financial reporting and analysis // Kaplan, Inc., 2012. – p. 343

Финансовые коэффициенты служат базой в оценке финансовых результатов компании и достижений руководства. Они позволят инвестору, во-первых, привести сведения из финансовых отчетов за несколько лет в стандартизированный вид и сравнить их между компаниями, а во-вторых, соотнести издержки с прибылью и установить взаимосвязь.

Наибольшее внимание с точки зрения поиска конкурентных преимуществ конкретной компании в отрасли, по нашему мнению, следует уделить коэффициентам ликвидности и рентабельности. Показатели ликвидности отражают теоретическую возможность предприятия погасить краткосрочные обязательства за счет оборотных средств. К ним относятся:

$$k_{ТЛ} = \frac{Т\text{А}}{Т\text{О}}$$

- коэффициент текущей ликвидности: $k_{ТЛ}$, где ТА – текущие активы, ТО – текущие обязательства;

$$k_{БЛ} = \frac{Д\text{С}}{К\text{ФВ} + Д\text{З}}$$

- коэффициент быстрой ликвидности: $k_{БЛ}$, где ДС – денежные средства и их эквиваленты, КФВ – краткосрочные финансовые вложения, ДЗ – дебиторская задолженность.

$$k_{АЛ} = \frac{Д\text{С}}{К\text{ФВ}}$$

- коэффициент абсолютной ликвидности: $k_{АЛ}$.

Показатели рентабельности представляют собой сопоставление прибыли компании с капиталом или совокупными продажами. Рентабельность капитала характеризуют такие коэффициенты, как рентабельность активов (ROA), собственного капитала (ROE) и инвестиций (ROIC). Инвестициями в этом случае будет считаться совокупный капитал за

вычетом краткосрочных обязательств²⁸. В анализе показателей рентабельности уместно использовать уравнение Дюпона (DuPont). Оно «разбивает» коэффициент ROE на три компонента, чтобы лучше понять, в результате чего изменяется рентабельность капитала:

$$ROE = \left(\frac{\text{маржа чистой прибыли}}{\text{прибыли}} \right) \left(\frac{\text{оборачиваемость}}{\text{активов}} \right) \left(\frac{\text{коэффициент}}{\text{левереджа}} \right)$$

Кредитный профиль предприятия характеризуется коэффициентами долговой нагрузки (левереджа) и обычно измеряется мультипликаторами EBITDA (например, total debt-to-EBITDA). Возможность погашать процентные обязательства определяется соотношением того же показателя EBITDA к уплаченным процентам. Также надо обратить внимание на кредитные рейтинги независимых агентств.

Привлекательность акций компании с позиции рынка характеризуется соответствующими показателями:

- a) прибыль на акцию (earnings per share – EPS);
- b) рыночная оценка прибыли (price to earnings – P/E);
- c) рыночная оценка акции (price-to-book value – P/B).

Аналитики рассчитывают показатель «разводненной» прибыли на акцию для компаний, чья структура капитала характеризуется наличием не только обыкновенных и привилегированных акций, но и «разводняющих» ценных бумаг, как то: опционы, варранты, конвертируемые в обыкновенные акции облигации или привилегированные акции. Соответственно, для предприятий, не выпускавших «разводняющих» ценных бумаг, достаточно рассчитать показатель базовой прибыли на акцию – отношение чистой прибыли за вычетом дивидендов по привилегированным акциям и количества выпущенных обществом акций.

Коэффициент P/E популярен в инвестиционном сообществе, но у него есть ряд недостатков. Например, прибыль может быть отрицательной, и коэффициент в таком случае теряет смысл. А колебания размера прибыли и

²⁸ Ковалев В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика. / В.В. Ковалев. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Проспект, 2011. – 1024 с.

значения коэффициента в результате влияния каких-то временных факторов трудно интерпретировать.

Стоимость чистых активов компании – обычно положительная величина, даже если компания по итогам года получает убыток и EPS отрицательный. Поэтому там, где не работает коэффициент P/E, используют показатель «прибыль/балансовая стоимость чистых активов» (P/B). Стоимость чистых активов – это разница между совокупными активами и обязательствами.

Наконец, анализ финансового положения также можно дополнить аналитическими коэффициентами финансовой устойчивости и деловой активности.

Заключительным этапом фундаментального анализа является применение моделей оценки. Задача – определить внутреннюю стоимость акций и сравнить её с рыночным курсом, чтобы сделать вывод об их переоцененности или, наоборот, недооцененности.

Элементы, задействованные в оценке стоимости обыкновенных акций компании, можно классифицировать на три подгруппы:

1. Норма дивиденда и история выплат;
2. Фактор прибыли (прибыльность);
3. Балансовый фактор (номинальная стоимость активов).

Согласно этой классификации, А. Дамодаран приводит три основных метода оценки. Первый из них – метод дисконтирования денежных потоков (DCF). Вторым методом – выведение стоимости актива путем сравнения мультипликаторов сопоставимых компаний. Наконец, третий подход – модель дисконтирования дивидендов (DDM)²⁹.

Сфера применения анализа денежных потоков включает оценку стоимости компаний для сделок слияния и поглощения, выхода на IPO, реструктуризации, а также для принятия инвестиционных решений. В основе

²⁹ Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Асват Дамодаран; Пер. с англ. – 5-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 1340 с.

метода DCF лежит правило приведенной стоимости: стоимость любого актива соответствует приведенной стоимости ожидаемых денежных потоков, приходящихся на него. В оценке акций мы будем использовать модель свободных денежных потоков фирмы (free cash flow to firm – FCFF). Свободные денежные потоки фирмы представляют собой денежные потоки всех требований со стороны инвесторов: акционеров, держателей облигаций, владельцев привилегированных акций. Один из способов измерения свободного денежного потока предусматривает суммирование денежных потоков на собственный капитал, потоков, полагающихся кредиторам и держателям привилегированных акций. Таким образом, чистую прибыль мы преобразовываем в денежный поток, вычитая из нее потребности в реинвестировании и:

- плюс амортизация, ведь она относится к неденежным издержкам;
- минус капитальные затраты, поскольку это отток наличности;
- минус прирост оборотного капитала, поскольку это дополнительные издержки;
- плюс уменьшение оборотного капитала, поскольку это увеличивает денежный поток;
- плюс расходы на выплату процентов, скорректированные на ставку налога на прибыль;
- плюс дивиденды по привилегированным акциям (если выплачиваются).

Если предприятие поддерживает уровень задолженности на желаемом уровне, финансирует свои капитальные затраты и потребности в оборотном капитале за счет данной комбинации долга и собственного капитала и использует долговые обязательства для выплаты основных платежей, целесообразней использовать денежные потоки фирмы (FCFF), нежели потоки на собственный капитал, не учитывающие долг³⁰. Второе название FCFF – свободные денежные средства до уплаты процентов (Unlevered FCF).

³⁰ Rosenbaum, J., Pearl, J. Investment banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers & acquisitions / John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2009. – p. 332

Первым шагом в применении данного метода будет выделение ключевых факторов роста финансовых показателей, в частности, роста выручки, рентабельности, и генерации денежных потоков. Факторы могут быть как внутренними (введение дополнительных производственных мощностей, разработка нового продукта, рост производительности), так и внешними (новые приобретения, тенденции рынка сбыта, макроэкономические предпосылки или законодательные изменения).

Второй шаг – прогнозирование свободного денежного потока (FCF). В доходном подходе свободный денежный поток компании проецируется, как правило, на пять лет вперед, но этот срок может варьироваться в зависимости от сектора экономики, в котором функционирует предприятие, стадии его развития и, разумеется, от возможности прогнозирования самого потока. Выводы, полученные из анализа исторической динамики финансовых показателей о темпах роста выручки, маржи прибыли и т.д., служат научным обоснованием прогноза будущих денежных потоков. Цель этого этапа – спрогнозировать FCF до той временной границы в будущем, когда компания и её показатели достигнут устойчивого развития. Только тогда эти показатели будут выступать базой расчета постпрогнозной стоимости.

Третий шаг требует расчета средневзвешенной стоимости капитала (WACC) – ставки, которая применяется при дисконтировании прогнозного и постпрогнозного денежных потоков оцениваемой компании. Она представляет собой взвешенную среднюю требуемой доходности на инвестированный капитал (долг и собственные средства) и зависит от структуры капитала компании. Под WACC также понимают вмененные потери от вложения капитала в более выгодные инвестиционные активы. Общая формула средневзвешенной стоимости капитала выглядит следующим образом:

$$WACC = (r_d \times (1 - t)) \times \frac{D}{D + E} + r_e \times \frac{E}{D + E}$$

Целевая структура капитала представлена отношениями рыночных стоимостей долга ($\frac{D}{D+E}$) и собственного капитала ($\frac{E}{D+E}$) к совокупной стоимости компании. Ставки – доходность заемного капитала (r_d) и рентабельность капитала (r_e) – это, соответственно, стоимость привлечения заемных средств и акционерного капитала. Стоимость заемных ресурсов – это ставка доходности по непогашенным долговым обязательствам, которые могут сочетать в себе обращающиеся на рынке облигации и возобновляемые или долгосрочные банковские кредиты. Привлеченные ресурсы снижают средневзвешенную стоимость капитала за счет «налогового щита» ($1-t$), где t – эффективная налоговая ставка, потому что процентные платежи не облагаются налогами.

Стоимость акционерного капитала есть не что иное как требуемая годовая норма доходности на вложенный капитал, которую акционер ожидает получить, включая дивидендные выплаты. В отличие от цены долговых обязательств, стоимость привлечения собственного капитала компании – величина, не поддающаяся наблюдению на рынке: для её расчета используют формулу, более известную как модель оценки стоимости активов (capital asset pricing model – CAPM). Она имеет вид:

$$r_e = r_f + \beta_L \times (r_m - r_f),$$

где: r_f – безрисковая ставка, r_m – ожидаемая рыночная доходность, β_L – бета коэффициент с леввереджем³¹. CAPM базируется на предположении, что инвестор, приобретая рисковый актив и тем самым принимая на себя дополнительный систематический, т.е. недиверсифицируемый риск, нуждается в дополнительном вознаграждении сверх безрисковой ставки – в виде премии за риск ($r_m - r_f$).

В российской практике безрисковая доходность обеспечивается инвестированием в облигации федерального займа, поскольку они подкреплены государственной гарантией исполнения обязательства.

³¹ Буренин А.Н. Управление портфелем ценных бумаг / А.Н. Буренин. – М.: НТО им. ак. С.И. Вавилова, 2008. – 440 с.

Бета коэффициент – это мера ковариации курса акции с движением всего рынка (систематический риск), отражением которого являются индексы РТС и ММВБ. Так как бета индекса равна единице, то акции предприятия с бетой ниже единицы теоретически должны иметь более низкую доходность, но и меньший систематический риск. Аналитики советуют использовать скорректированную величину бета:

$$\beta_a = \left(\frac{2}{3} \times \beta\right) + \left(\frac{1}{3} \times 1\right).$$

Поскольку спрогнозировать свободный денежный поток компании на неопределенно долгий срок не представляется возможным, аналитики используют такой термин, как постпрогнозная стоимость, чтобы отразить стоимость компании уже за рамками прогнозного периода³². Широко распространенный метод расчета постпрогнозной стоимости – модель «выходного» мультипликатора:

$$\text{Постпрогнозная стоимость} = EBITDA_n \times LTM \frac{EV}{EBITDA},$$

где: n – последний год прогнозного периода, LTM – последние 12 месяцев. Темп роста получается в пределах от 2% до 4%, как и рост ВВП, исходя из ожидаемого долгосрочного роста отрасли, в которой занято предприятие.

Заключительный этап метода DCF заключается в приведении к текущей стоимости денежных потоков и остаточной стоимости компании и определении теоретической (внутренней) стоимости одной акции. Объясняя тот факт, что свободный денежный поток формируется в течение года постепенно, а не в конце, используют среднегодовой коэффициент дисконтирования:

$$PV \text{ of } FCF_n = FCF_n \times \frac{1}{(1 + WACC)^{(n-0.5)}}$$

Конечная стоимость предприятия высчитывается следующим образом:

$$EV = \frac{FCF_n}{(1 + WACC)^{(n-0.5)}} + \frac{FCF_5 \times (1 + g) / (r - g)}{(1 + WACC)^5}$$

³² Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. Н. Барышниковой. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. – 1008 с.: ил.

Чтобы извлечь стоимость собственного капитала, чистый долг, привилегированные акции и стоимость неконтрольного пакета компании вычитаются из величины ее стоимости. Наконец, внутренняя стоимость одной акции получается делением стоимости собственного капитала на полностью «разбавленное» количество акций.

Несмотря на то, что ставка дивиденда – это фактический показатель, не требующий никакого анализа, его значимость сложно оценить. Модель дисконтирования дивидендов предполагает наличие стабильных темпов роста дивидендов в будущем, однако их трудно поддерживать, учитывая изменчивость прибыли. Кроме того, стабильные фирмы, как правило, платят стабильные дивиденды, и данная модель будет занижать стоимость их акций, поскольку они платят меньше, чем могут себе позволить, и аккумулируют денежные средства³³.

В середине 1950-х годов Джон Линтнер разработал модель прогнозирования размера дивидендов на основе четырех «типических фактов» о дивидендной политике:

1. «Фирмы придерживаются установленного на длительный срок нормативного коэффициента дивидендных выплат.
2. Менеджеры уделяют больше внимания изменению дивидендов, нежели их абсолютному уровню.
3. Изменение величины дивидендов является следствием долговременного и устойчивого изменения прибыли.
4. Менеджеры неохотно идут на изменение дивидендов, если существует вероятность возврата к прежнему уровню»³⁴.

Модель Линтнера зависит от текущей прибыли и от величины дивидендов в предыдущем году, которая, в свою очередь, зависит от прибыли предыдущего года, т.е. дивиденды можно спрогнозировать через величину

³³ Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Асват Дамодаран ; Пер. с англ. – 5-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 1340 с.

³⁴ Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. Н. Барышниковой. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. – с. 405-410

текущих и предыдущих прибылей, умножив коэффициент дивидендных выплат на показатель прибыли на акцию (EPS).

Помимо простой модели Гордона, аналитики используют двухфазную или трёхфазную модели DDM в зависимости от того, на каком этапе развития находится компания: быстрого роста, переходном периоде или в стабильной фазе. Двухфазная модель выглядит так:

$$P_0 = \sum \frac{DPS_t}{(1+r_e)^t} + \frac{P_n}{(1+r_e)^n}$$

Базовая информация включает данные о прибыли на акцию, дивидендах (DPS_t), доходе на собственный капитал и стоимости привлечения капитала (r_e) по модели CAPM. Ожидаемый темп роста прибыли в период исключительного роста рассчитывается как произведение коэффициента нераспределенной прибыли на показатель ROE. Конечная стоимость акции (P_n) – это приведенная стоимость дивидендов в фазе роста плюс приведенная стоимость заключительной (постпрогнозной) цены³⁵.

При сравнительной оценке стоимость акции можно вывести, отталкиваясь от ценообразования на сопоставимые акции, стандартизированные при помощи общей переменной, такой, как прибыль, денежные потоки, балансовая стоимость или выручка. Сопоставимый актив – это актив, у которого денежные потоки, потенциал роста и риск похожи на аналогичные показатели оцениваемого актива. Сравнительный анализ опирается на действующие рыночные условия и настроение рынка (рыночный сантимент), что в совокупности отражает именно текущую оценку. В некоторых случаях она более предпочтительна, чем внутренняя стоимость, полученная методом DCF (например, если при недостатке данных для оценки методом денежных потоков). Но та особенность, что модель отражает настроение рынка, означает, что, когда рынок переоценивает или недооценивает компании, сравнительный подход может привести к очень завышенным (заниженным) результатам.

³⁵ Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Асват Дамодаран; Пер. с англ. – 5-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 1340 с.

Частного инвестора интересует не столько быстрая, сколько точная оценка внутренней стоимости. Неформальное название сравнительной оценки – «быстрая и грязная» – говорит само за себя. Помимо этого, обычно возникают проблемы с подбором компаний-аналогов, что особенно характерно для предприятий цветной металлургии. Разная степень диверсификации, наличие непрофильных активов, корректировки для открытых и закрытых компаний – всё это ставит под сомнение справедливость полученных результатов, тем более если этим занимается неквалифицированный аналитик.

Обобщая вышеизложенное, фундаментальный анализ есть метод оценки внутренней стоимости ценной бумаги путем тщательного изучения связанных с ней экономических, финансовых и других качественных и количественных факторов. Аналитики исследуют всё, что может тем или иным образом повлиять на стоимость ценной бумаги, включая макроэкономические обстоятельства (ситуация в экономике и отрасли) и характерные, присущие конкретной компании особенности (финансовое положение и менеджмент).

Конечный результат проведения анализа – получение справедливой стоимости ценной бумаги, которую инвестор может сравнить с текущей рыночной ценой и на этом основании решить, какую позицию стоит принять по отношению к данному активу (недооцененная – покупать, переоцененная – продавать или осуществить короткую продажу).

Реальная ценность фундаментального анализа состоит в том, что:

- благодаря широкому и, главное, понятному набору инструментов, возможно определить список компаний конкретной отрасли, которые подходят для долгосрочного инвестирования;
- в результате сравнения компаний-аналогов определить лидера отрасли, а значит, и лучший объект вложения средств.

2 Фундаментальный анализ акций крупнейших российских металлургических компаний

Согласно теории инвестирования Б. Грэма и Д. Додда, обыкновенные акции представляют собой наиболее прибыльный, а потому наиболее желанный способ долгосрочного инвестирования средств. Один из принципов теории гласит, что хорошие акции непременно будут являться подтверждением надежной и выгодной инвестиции. Необходимо провести комплексное исследование, чтобы найти недооцененные бумаги и дать рекомендации по их приобретению. Этому и будет посвящена данная глава.

2.1 Краткое знакомство с компаниями металлургической отрасли

Российская металлургическая отрасль представлена множеством предприятий. Чтобы из этого множества выделить наиболее привлекательные с точки зрения инвестирования компании, надо выполнить два шага.

Первый шаг – найти представителей российского металлургического сектора, прошедших листинг на Московской бирже (MOEX) и/или Лондонской фондовой бирже (LSE), в списках ценных бумаг, допущенных к торгам. Процедура включения акций в котировальные списки на ведущих европейских биржах – это «фильтр». Например, для различных котировальных списков на Московской бирже установлены разные требования к капитализации, финансовой отчетности и наличию убытков³⁶, что позволяет нам отсеивать компании по данным параметрам по своему усмотрению. Кроме того, для отслеживания динамики курса акций металлургических предприятий рассчитывается взвешенный «Индекс ММВБ – металлургия и горнодобыча», базой для расчета которого являются акции 15 эмитентов³⁷. Из него возьмем обыкновенные акции только тех

³⁶ Требования листинга для акций Московской биржи [Электронный ресурс] – ОАО Московская биржа, 2014. – Режим доступа: <http://moex.com/a42>

³⁷ Краткое описание отраслевых индексов Московской Биржи [Электронный ресурс] – ОАО Московская биржа, 2014. – Режим доступа: <http://moex.com/ru/index/sectoral-description.aspx>

металлургических компаний (горнодобывающие компании мы не включаем), чей удельный вес в индексе превышает 5%.³⁸

- ОАО «ГМК «Норильский никель» (GMKN) – 17,3%;
- ОАО «Северсталь» (CHMF) – 14,01%;
- Объединённая компания «РУСАЛ» (RUALR) – 7,67%;
- ОАО «НЛМК» (NLMK) – 10,93%;
- ОАО «Корпорация ВСМПО-АВИСМА» (VSMO) – 7,69%;
- ОАО «Трубная Metallургическая Компания» (TRMK) – 5,76%.

Три эмитента – ОАО «ГМК», «РУСАЛ» и «ГМК «Норильский никель» – входят в котировальный список «А» (первого и второго уровней). Это значит, что у таких компаний по итогам двух из трех последних лет отсутствуют убытки, ежемесячный объем сделок по бумагам составляет не менее 2,5 млн. рублей (25 млн. рублей для списка А1), а также имеется отчетность в соответствии с международными стандартами. Оставшиеся три компании присутствуют в котировальном списке «Б» Московской биржи: требования листинга к ним намного ниже.

Второй шаг – провести экспресс-анализ предприятий, сравнив капитализацию и основные статьи дохода из отчета о прибылях и убытках. В таблице 1 по каждой компании мы рассчитываем рыночную капитализацию (произведение курса акций на их количество), маржу операционной и чистой прибыли (отношение соответствующего показателя к валовой выручке).

Таблица 1 – Сравнительный анализ маржи прибыли за 2012 год³⁹

Тикер на бирже	Капитализация, млрд. руб.	Выручка, млн. \$	Чистая прибыль, млн. \$		Маржа операционной прибыли, %	Маржа чистой прибыли, %
			2012	2011		
GMKN	921,78	12 065	2143	4186	32	18
CHMF	244,78	14 104	820	2174	9	6
NLMK	312,13	12 157	596	1358	9	5
VSMO	91,95	1 415	200	112	21	14
TRMK	81,97	6 688	282	385	10	4
RUALR	190,16	10 891	(337)	237	0,55	(3)

³⁸ База расчета отраслевого индекса по состоянию на 24 апреля 2014 года

³⁹ По данным бухгалтерской отчетности компаний по состоянию на 31 декабря 2012 года

Очевидно, что наиболее привлекательными компаниями являются «ГМК «Норильский никель» и «ВСМПО-Ависма», показавшие по итогам 2012 года выдающиеся показатели операционной и чистой маржи относительно конкурентов в отрасли.

Горно-металлургическая компания «Норильский никель» – лидер российской горно-металлургической промышленности и крупнейший производитель никеля и палладия в мире. Она также является одним из крупнейших производителей платины и меди – 4-е и 12-е места в мире соответственно. Помимо этого «Норильский никель» производит множество сопутствующих металлов, среди которых золото и серебро.

«Норильский никель» – это вертикально интегрированная компания: она занимается геологоразведкой, добычей и переработкой полезных ископаемых, логистикой и реализацией цветных и драгоценных металлов.

История создания «Норильского никеля» берет начало в 1935 году, когда было принято решение о строительстве Норильского комбината. В 1989 году был создан концерн по производству цветных металлов на базе Норильского и других комбинатов. Акционерное общество пережило реорганизацию, в результате которой в 2001 году появилась нынешняя горно-металлургическая компания «Норильский никель». В том же году акции компании впервые стали торговаться на ММВБ, и начался выпуск американских депозитарных расписок первого уровня.

Как отмечал Уоррен Баффетт, высокий уровень маржи компании в сравнении с общеотраслевым показателем свидетельствует о наличии у нее определенных конкурентных преимуществ. «Норильский никель» обладает рядом таких преимуществ.

- Во-первых, это – наличие собственной сырьевой базы с высоким содержанием металлов.
- Во-вторых, наличие собственного транспортно-логистического комплекса, включая флот, и глобальной сбытовой сети, что позволяет

обеспечивать продукцией более 400 тысяч покупателей в 40 странах мира.

- В третьих, наличие собственного топливно-энергетического комплекса, вертикальной интеграции и низких производственных издержек.
- В-четвертых, высокие долгосрочные кредитные рейтинги: ВВВ- по оценке Standard & Poor's, такой же, как у Российской Федерации.

Группа «Норильского никеля» состоит из семи крупных подразделений, причем в двух из них присутствуют также иностранные активы: у горно-металлургического подразделения – в Австралии, Ботсване, ЮАР и Финляндии, у сбытового подразделения – в Швейцарии, Великобритании, Китае и США. Однако основные производственные активы компании расположены на территории России.

ОАО «Корпорация ВСМПО-Ависма» – крупнейший в мире вертикально интегрированный производитель титановой продукции. Также общество производит изделия из алюминиевых сплавов, полуфабрикаты из легированных сталей и жаропрочных сплавов на никелевой основе.

История развития корпорации началась в 1933 году с пуском перового завода – поставщика алюминиевых полуфабрикатов для развивающегося самолетостроения. Первый титановый слиток был выплавлен Верхнесалдинским металлургическим производственным объединением (ВСМПО) в 1957 году. В 1943 году на Березниковском титаномагниево-комбинате (Ависма) впервые был получен магний, а семнадцатью годами ранее – губчатый титан. С тех пор ВСМПО и Ависма стали развивать титановое производство, образовав сначала в 1998 году группу компаний, связанных единой технологической цепочкой, а затем, в 2005 году, единое юридическое лицо – ОАО «Корпорация ВСМПО-Ависма».

В 1992 году ВСМПО был взят курс на интеграцию в мировую экономику, результатом которого стали партнерские взаимоотношения с 300 фирмами в 49 странах мира, создание совместного предприятия с

корпорацией The Boeing Company (Ural Boeing Manufacturing), расширение сбытовой сети и сырьевой базы за пределами России.

Таким образом, сейчас основным потребителем продукции является авиакосмическая отрасль в лице мировых производителей самолетов – корпораций Boeing (США), Airbus (Европа) и Embraer (Бразилия), а также производителей авиационных двигателей и силовых энергетических установок – зарубежных Snecma (Франция), Pratt & Whitney (США), Rolls-Royce (Великобритания) и российских «Севмаш», ОАО «Силовые машины», ОАО НПО «Сатурн» и других.

2.2 Ситуационный анализ

Сейчас российская экономика переживает не лучшие времена. По данным Росстата, в 2013 году национальная экономика выросла всего на 1,3%, промышленное производство стагнировало (всего +0,4% к 2012 году), а инвестиции в основной капитал и вовсе упали (-0,3%). В начале 2014 года ситуация продолжила ухудшаться – объем промышленного производства снизился на 0,2%, а инвестиции в основной капитал – сразу на 7%.

В марте 2014 года российская промышленность показала нулевой рост. По данным Центра конъюнктурных исследований Института статистических исследований и экономики знаний НИУ ВШЭ, индекс предпринимательской уверенности⁴⁰ (ИПУ) в целом по промышленности, рассчитываемый как среднее арифметическое значение балансов по фактически сложившимся уровням спроса и запасам готовой продукции и ожидаемой тенденции выпуска продукции, продемонстрировал минимальное значение за последние четыре года (-4%) (см. *Приложение А*).

Одна из причин стагнации в промышленности – недоступность длинных дешевых денег. В России ставки по кредитам для бизнеса в 2-5 раз выше, чем в США и Еврозоне, и значительно превышают рентабельность многих отраслей экономики. Например, из таблицы 1 видно, что у большинства предприятий рентабельность операционной прибыли, из

⁴⁰ Деловой климат в промышленности в марте 2014 г. – М.: НИУ ВШЭ, 2014. – 21 с.

которой выплачиваются проценты по кредитам, не превышает 11,1% - средней ставки по кредитам свыше одного года. Всего 31% российских компаний обращаются за заемными средствами для финансирования инвестиций в производство. Это очень низкий показатель даже по сравнению с другими развивающимися странами. Для сравнения – в Бразилии этот показатель составляет 48%, в Турции – 52%. Ряд экспертов, в том числе Я. М. Миркин, считают, что для стимулирования экономического роста необходимо снизить процентные ставки по кредитам⁴¹. Но из-за монополизации банковского сектора добиться понижения высоких ставок можно лишь снижением ключевой ставки регулятора или введением административных ограничений. Но Банк России, напротив, в конце апреля повысил ключевую ставку на 0,5% – до 7,5%.

На данный момент монетарная политика Банка России не выполняет одну из своих основных задач – поддержание темпов экономического роста – и не прилагает достаточно усилий для инфляционного таргетирования и стабилизации валютного риска⁴². Корреляционный анализ и эконометрическое моделирование за период с 2003 по 2013 годы показывает, что изменения ставки рефинансирования является зеркальным отображением динамики темпов роста реального валового продукта (см. *Приложение А*). Следовательно, Банк России не учитывает параметры экономического роста в своей монетарной политике. Более того, в начале марта 2014 года Центральный банк резко повысил ключевую ставку с 5,5% до 7%, что, по мнению экспертов Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования, могло заставить банки повысить ставку по корпоративным кредитам на 1,5 – 2,3 пункта, ограничив доступ к заемным ресурсам для реального сектора экономики.

⁴¹ Сморщиков П. Ставки слишком высоки [Интернет-издание] / Газета.Ru, 28 февраля 2014. – Режим доступа: http://www.gazeta.ru/growth/2014/02/28_a_5930669.shtml

⁴² Sukhareva, I. Monetary policy vs. Economic growth [Электронный ресурс] / CMAF, March 2014. – Режим доступа: http://www.forecast.ru/ARCHIVE/Presentations/HSE/2014/ISukhareva_2014.pdf

Чистый отток капитала из России банками и предприятиями по итогам 2013 года достиг \$59,7 млрд – на 11% больше результата предшествующего периода. В то время как в начале года Банк России и МЭР прогнозировали чистый вывоз капитала из страны в 2014 году на уровне \$20 и \$25 млрд соответственно, только за январь отток составил \$17 млрд. По официальным данным⁴³, за I квартал 2014 года чистый отток капитала составил \$50,6 млрд – почти в 2 раза больше, чем за тот же период прошлого года (см. Приложение А). МЭР по итогам года ожидает отток в размере \$100 млрд, что может заметно отразиться на курсе рубля.

Однако текущее ослабление курса российской валюты по отношению к доллару и евро выгодно Министерству финансов и отечественным экспортерам. Федеральный бюджет на 2014 год составлен исходя из курса 33,4 рубля за доллар, в то время как уже в марте 2014 года средневзвешенный курс на Московской бирже достиг 36,5 рублей, что влечет за собой получение дополнительных доходов. Что касается экспортеров, к коим относятся ВСМПО (58% от общего объема производства титана идет на экспорт) и «Норильский никель» (на компанию приходится 4,3% российского экспорта), то девальвация увеличивает рублевый эквивалент их экспортной выручки.

Кризис на Украине действительно увеличивает давление на российскую экономику. В сообщении агентства Moody's говорится, что «неопределенность намерений России в отношении Украины ухудшает и без того негативные настроения инвесторов»⁴⁴, и это может привести также к увеличению оттока капитала.

Сводный индекс ведущих индикаторов (CLI), предупреждающий о возникновении переломных точек в деловой активности, указывает на снижение роста в наиболее значимых развивающихся странах, за

⁴³ Оценка платежного баланса РФ за I квартал 2014 года [Электронный ресурс] Центральный банк РФ, 2014. – Режим доступа: http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=svs&ch=PAR_7237#CheckedItem

⁴⁴ «Fitch: Кризис на Украине увеличивает давление на экономику России» [Интернет-издание]/ РБК, 2014. – Режим доступа: <http://www.top.rbc.ru/economics/06/03/2014/909638.shtml>

исключением Китая, где рост выровнялся по тренду. В Бразилии и Индии падение активности продолжается. Темп роста российской экономики, к сожалению, замедлится (см. *Приложение А*).

Тем временем в Еврозоне формируется фаза циклического подъема. Американский индекс PMI находится на уровне выше 50 пунктов, что говорит о продолжающемся росте экономики США. В целом, сводные опережающие индикаторы по странам-членам ОЭСР – это 34 государства – обращают внимание на стабилизацию роста мировой экономики в пределах тренда⁴⁵ (см. *Приложение А*).

Сегодня, не зная точно набор и уровень возможных экономических санкций, прогнозировать конкретные значения темпов роста промышленности весьма проблематично. Вместе с тем, можно предположить на ближайшие год-полтора развитие трех сценариев.

Относительно благоприятный сценарий заключается в том, что международные рейтинговые агентства понижают суверенный рейтинг России.⁴⁶ Для крупных корпоративных заемщиков, коими являются «ГМК «Норильский никель» и корпорация «ВСМПО-Ависма», растет цена заимствования внутри страны, уменьшаются возможности предприятий по привлечению длинных инвестиционных средств. Закупаемое импортное оборудование и автоматика дорожают вследствие снижения курса рубля. Иностранные и отечественные инвесторы поставят под сомнение свой выход на российский рынок с новыми проектами. С другой стороны, частичная девальвация рубля относительно улучшает позиции российского бюджета и стимулирует ориентированные на экспорт предприятия добывающих отраслей. В результате действия негативных и позитивных факторов их баланс обнуляется. Промышленность продолжает свое стагнационное развитие без каких-либо заметных провалов, а в конце текущего года даже появляются признаки оживления.

⁴⁵ OECD Composite Leading Indicators. News Release / OECD, Paris, 8 April 2014

⁴⁶ 28 апреля 2014 г. агентство S&P понизило рейтинг России с ВВВ до ВВВ-, днём позже изменило прогноз по «Норильскому никелю» со «стабильного» на «негативный»

Пессимистичный сценарий связан со значительным ростом оттока капитала из страны и резким сокращением инвестиций в реальный сектор, усилением финансового давления на экономику страны в виде ужесточения условий размещения крупными российскими компаниями своего капитала, новых IPO. Меры со стороны инициаторов санкций по решению проблем энергозависимости Европы от России никак не должны сказаться на металлургическом секторе. Перечисленные процессы могут, хотя и незначительно, но повлиять на падение объемов производства российской промышленности. Отрасль может уже в ближайшее время перейти из стагнации в фазу рецессии.

Самый негативный сценарий предусматривает добавление к мерам, описанным в первых двух вариантах: замораживание счетов российских госкомпаний в иностранных банках; прекращение кредитования российских банков и предприятий со стороны западных кредитных организаций; рекомендации западных правительств предпринимателям не инвестировать в российскую экономику; замораживание действующих инвестиционных проектов, особенно связанных с ВПК; приостановка поставок импортной продукции для предприятий из высокотехнологичных видов промышленной деятельности; резкое удорожание импортного оборудования; сохранение темпов реформирования экономики на сегодняшнем уровне. Все перечисленные возможные и невозможные последствия приведут не просто к отрицательным темпам роста промышленности, но и разгону инфляции издержек производства, а также ухудшению ситуации на рынке труда.

Однако, даже развитие очень плохого сценария не приведет к полному коллапсу отечественной промышленности. «Норильский никель» имеет производственные активы за рубежом, «ВСМПО-Ависма» – строгие договоренности и совместные предприятия с европейскими и американскими партнерами, поэтому наложение каких бы то ни было ограничений на эти компании обернется серьезными проблемами для западных стран. Можно с осторожностью предположить, что промышленность ждет первый

относительно благоприятный сценарий развития. При замедлении проведения экономических преобразований, возможно, он дополнится сюжетами из плохого сценария.

Специфика горно-металлургической отрасли – её чрезвычайная зависимость от поведения цен на сырьевые товары и цикла деловой активности. Производители сырьевых товаров являются большей частью ценополучателями, за исключением производителей никеля и железорудных предприятий. Такие компании как Норильский никель, BHP Billiton и Vale, могут устанавливать цены на сырье, изменяя объем собственного производства. Вследствие высокой волатильности цен на свою продукцию, горно-металлургические предприятия подвергаются большому риску получения нестабильных прибылей и выручки. Компания EY, изучив отчеты крупных диверсифицированных горнодобывающих предприятий в декабре 2012 года⁴⁷, пришла к неутешительному выводу: \$79 из каждых \$100 недополученной прибыли были обусловлены снижением цен на минеральное сырье в течение 2012 года и только \$2 – изменением курсов валют.

Рассмотрим металлургическую отрасль через «призму пяти сил» Майкла Портера. Первым фактором является угроза со стороны товаров-заменителей. С одной стороны, для компаний – производителей одного сырья – или предприятий, у которых один вид продукта составляет большую долю в прибыли, наличие субститутов – реальная угроза. Использование палладия вместо платины в автомобилестроении – металлов, получаемых из одного рудника при одинаковых затратах на переработку – типичный пример замещения, диктуемого разницей в цене металлов. С другой стороны, для «Норильского никеля» перспективы полной замены основного продукта компании субститутом (молибденом) туманны, поскольку рынок молибдена намного меньше рынка никеля, и меньше новых потенциальных источников его поставок. Та же ситуация обстоит и с титаном, получаемым ВСПМО, – заменителей, аналогичных этому металлу по свойствам, не существует.

⁴⁷ Price and currency volatility: Mining and Metals / EY, June 2013. – p. 6

Ещё одна особенность характерная как для горнодобывающей, так и для вертикально интегрированной металлургической отрасли, – высокие постоянные издержки, которые вынуждены нести сырьевые производители, чтобы поддерживать деятельность разрабатываемых месторождений (рудников, карьеров) даже в условиях падения цен на их продукцию. Причина кроется в непомерно высоких затратах на консервирование и повторное открытие месторождений. Это служит одновременно и входным барьером для компаний, желающих впервые вступить в отрасль, и естественной защитой существующих участников от новичков. Основными помехами для новых компаний служат огромные капитальные инвестиции в строительство и оборудование. Затраты на инфраструктуру – водо- и энергоснабжение, транспорт – сейчас составляют до 80% объема инвестиций в новые проекты. Кроме того, широкое распространение приобрел «ресурсный национализм» – использование природных ресурсов страны в национальных интересах⁴⁸. Он проявляется в форме государственной собственности ресурсов (ЮАР, Индонезия, Канада), ограничения экспорта и различных предписаний (Индонезия), арендной платы за разработку недр и налогов (Австралия, Чили, Россия).

Благодаря возможности диктовать свои условия, позиции «Норильского никеля» и Верхнесалдинского объединения как крупнейших поставщиков никеля и титана весьма выгодные. В первую очередь дело в более высокой рентабельности по сравнению со среднеотраслевым уровнем на национальном и глобальном рынке: например, себестоимость российского никеля – \$6 885 за тонну – самая низкая в мировой никелевой индустрии. Позиции подкрепляются отсутствием полноценных товаров-субститутов, а также крайней необходимостью выпускаемой продукции для других отраслей, чья доля в общей выручке составляет свыше 80%. Преимущество «ВСМПО-Ависма» заключается в наличии диверсифицированного производства, которое позволяет перебрасывать ресурсы из титанового

⁴⁸ Resource nationalism: Mining and Metals / EY, March 2014. – p. 4

сектора в производство других видов продукции: алюминий, сталь, ферротитан, товары широкого потребления.

Рыночная власть покупателей тесно связана с факторами, имеющими отношение к другим «силам» модели Портера. В частности это касается низких издержек переключения от одного поставщика к другому благодаря наличию сразу нескольких крупных конкурирующих между собой компаний с развитой транспортно-логистической сетью. Стоит отметить, что поставщики косвенно зависят от объема потребления их сырья. Если темпы роста производства опережают темпы роста потребления, то на биржевом и внебиржевом рынках скапливаются излишки сырья, что незамедлительно отражается на цене товара и, как следствие, на выручке поставщиков.

Ключевой тенденцией последних лет в горно-металлургическом секторе была консолидация международных активов. В прошлом году в мировом масштабе были совершены 703 трансграничные сделки слияний и поглощений на общую сумму \$124,7 млрд. Совершение сделок M&A обусловлено стремлением производителей усилить свою конкурентоспособность и диверсифицировать продуктовую линейку.

Уровень конкуренции – пятая «сила» модели Портера – для обоих производителей обстоит по-разному. В более мягких условиях сейчас находится ВСМПО. В авиакосмическом секторе мирового титанового рынка корпорация занимает долю около 30%, конкурируя преимущественно с американскими предприятиями, среди которых есть мировой лидер – Timet, подразделение Precision Castparts Corp. На внутреннем рынке конкурентов практически нет. В производстве основного продукта доля, которую занимает «Норильский никель», приблизилась к 29%. Ближайшие конкуренты – бразильская Vale S.A. (26%), британская ВНР Billiton (16%), англо-швейцарская Glencore Xstrata (10%)⁴⁹. Доля рынка компании – 17% - говорит об ужесточении конкуренции.

⁴⁹ Источник: Bloomberg, 2014

Перспективы титановой индустрии напрямую зависят от будущего смежных с нею отраслей. По мнению руководителей ВСМПО⁵⁰, авиационная промышленность вступила в фазу длительного роста. Внушительный портфель заказов авиастроителей, разработка и серийное производство новых моделей, а также реализация программы развития авиационной промышленности и перевооружения армии на внутреннем рынке позитивно отразятся на спросе на титановую продукцию. Химическая промышленность, атомная энергетика, добыча энергоносителей и медицина являются стабильными и перспективными потребителями данных материалов, и уровень их использования в отраслях постоянно увеличивается.

Основным двигателем никелевой индустрии по-прежнему остается Китайская народная республика, обеспечивающая половину мирового потребления этого металла⁵¹. Ожидается, что накопленные в 2013 году избыточные биржевые и внебиржевые запасы никеля, следствием появления которых стало снижение котировок сырья, будут израсходованы в течение этого года. Запрет на вывоз индонезийской руды, вероятно, сдвинет равновесие в сторону дефицита запасов, что, несомненно, станет положительным фактором для «Норильского никеля». Негативный эффект от снижения спроса и, соответственно, цены на медь компенсируется уменьшением дисконта между металлами платиновой группы – палладий недооценен по сравнению с платиной, но этот разрыв сокращается при неизменном уровне потребления. В целом позитивные изменения в мировой цветной металлургии произойдут не ранее 2015 года.

2.3 Анализ корпоративного управления и финансовой отчетности

2.3.1 Высший руководящий состав и корпоративная этика

Крупнейшими акционерами ОАО «Корпорация ВСМПО-АВИСМА» являются «Ростехнологии» (блокирующий 25-процентный пакет) и два

⁵⁰ Источник: годовой отчет ОАО «Корпорация «ВСМПО-АВИСМА» 2012. – Режим доступа: www.vsmo.ru/files/user-groupes/Admonistrator/Section/235/Godovoi_12.pdf

⁵¹ 2013 IFRS Financial Results (Presentation) / Norilsk Nickel, 7 April 2014, Moscow. – Режим доступа: www.nornik.ru/assets/files/2200-NN-IFRS-Consolidated-FS-2013-Rus-USD-04_04_2014_FINAL.pdf

кипрских офшора с суммарной долей 60% от уставного капитала. Кипрскими компаниями владеет ООО «Промышленные инвестиции», созданное «Ростехнологиями» для управления рядом её активов.

Совет директоров «ВСМПО-Ависма» состоит из 7 членов, четверо из которых – представители государственной корпорации «Ростехнологии», остальные – представители высшего руководства общества. Возглавляет Совет директоров Сергей Чемезов – генеральный директор «Ростеха», высшим исполнительным лицом ВСМПО является Михаил Воеводин, по совместительству глава дочерней организации государственной корпорации. Компания имеет собственный орган контроля за финансово-хозяйственной деятельностью – Ревизионную комиссию. В отличие от совета директоров «ГМК «Норильский никель», в составе высшего исполнительного органа ВСМПО, а также комитета по аудиту нет ни одного независимого члена. Кроме того, не соблюдается Кодекс корпоративного поведения в части наличия процедуры управления рисками в акционерном обществе.

Показателен тот факт, что вместе с появлением в 2008 году государства в капитале общества, рынок вскоре потерял интерес к активу – ведущие инвестиционные банки перестали анализировать ВСМПО с точки зрения привлекательности для частных инвесторов. В обзоре от 2010 года аналитики Банка Москвы писали, что компания фундаментально очень привлекательна, но постепенно становится «черным ящиком», предоставляя о себе мало информации⁵².

Корпоративное управление в «ГМК «Норильский никель» отличается более высоким качеством в сравнении с ВСМПО. Такой вывод был сделан на основе анализа открытости компании для заинтересованных лиц. Количественный состав Совета директоров «Норильского никеля» – 13 человек. Опыт и профессиональные навыки членов высшего органа компании не оставляют сомнений в надежности данной команды. Следуя

⁵² Иваницкая Н., Седоков П. Как друг Путина взял под контроль и приватизировал титанового монополиста [Электронный ресурс]. – Forbes, 20 мая 2013. – Режим доступа: <http://www.forbes.ru/kompanii/tyazhelaya-promyshlennost/239263-zavhoz-iz-drezdena-kak-chemezov-vzval-pod-kontrol-i-privat>

мировой практике, компания с 2002 года также привлекает независимых директоров. Некоторую степень недоверия вызывает коллегиальный орган – Правление. Ещё в 2012 году половина из членов Правления не имели должного опыта работы в горно-металлургической отрасли. Представить себе подобное в крупных иностранных корпорациях невозможно. Для сравнения топ-менеджмент прямого конкурента австрало-британской ВНР Billiton: у всех руководителей компании или блистательное профильное образование, или длительное время работы в отрасли, а чаще и то, и другое.

В общем и целом стоит отметить низкую корпоративную культуру управления в «ВСМПО-Ависма». Руководство «Норильского никеля», напротив, заботится об имидже компании и строже соблюдает корпоративную этику. Безусловно, в вопросе корпоративного управления нашим металлургам нужно двигаться вперед, не останавливаясь на формальном принятии кодексов деловой этики и корпоративного поведения.

2.3.2 Финансовое положение

Финансовый анализ компаний цветной металлургии начинаем с изучения отчета о прибылях и убытках за 2013 год, который сообщает инвесторам о результатах хозяйственной деятельности компании за отчетный период.

В 2013 году выручка «ГМК «Норильский никель» уменьшилась на 7% по сравнению с прошлогодним результатом и составила \$11 498 млрд. Это стало следствием ухудшения мировой конъюнктуры рынка цветных металлов. Корреляционный анализ выявил прямую зависимость между выручкой компании и ценами на цветные и драгоценные металлы (см. *Приложение Д*). Следовательно, о будущих финансовых результатах деятельности можно будет судить исходя из прогноза мировых цен на сырьевые товары.

Бурный рост продаж «ВСМПО-Ависма» никак не связан с динамикой цен на металлы. Титан специфичен тем, что не котируется на бирже, а поставляется по прямым контрактам. Объектами торговли являются

титановые минералы. Именно поэтому год мирового финансового кризиса прошел без убытков, в отличие от «Норильского никеля».

Один из великих секретов увеличения прибылей – это сокращение расходов. По состоянию на конец 2013 года, в структуре денежных операционных расходов, относящихся к себестоимости реализованной продукции, преобладают расходы на заработную плату, материалы и запасные части. Менеджмент успешно справляется с задачей экономии на первоочередных издержках. Однако, основная угроза исходит от неподконтрольного руководству фактора – инфляции, которая вынуждает ежегодно корректировать сумму рублевых выплат на оплату труда.

Операционные расходы, несмотря на заметное падение выручки за последние два года, растут: их доля в выручке возросла с 10% в 2010 году до 22% в 2013 году. Такой скачок вызван прежде всего трехкратным убытком от обесценения нефинансовых активов компании: производственного актива – «Кольской ГМК» – и рудников в Африке и Австралии, причем последние пришлось законсервировать.

Доля коммерческих и административных (SG&A) расходов в объеме валовой прибыли на фоне снижающейся выручки росла на протяжении трех лет, несмотря на заметную экономию в абсолютном выражении. Сейчас эта доля составляет 28%. У компаний, не обладающих устойчивым конкурентным преимуществом, доля коммерческих и общехозяйственных расходов в общем объеме прибыли год от года может резко колебаться, отражая жестокую конкурентную борьбу. Стоит отметить, что в мире бизнеса доля SG&A расходов в объеме валовой прибыли менее 30% считается фантастической. У Верхнесалдинского объединения этот показатель стабильно не превосходит 13%.

Расходы «ГМК «Норильский никель» по процентам, начисляемым за пользование заемными средствами, до прошлого года не превышали 6% операционной прибыли. В связи с началом выплат купонов по облигациям показатель возрос в два раза. Долг «ВСМПО-Ависма» состоит

исключительно из кредитов банков с иностранным участием. Объем её расходов по обязательствам – 8% прибыли от продаж. В прошлом обе компании продемонстрировали способность получать прибыль, величина которой значительно превышает ее процентные выплаты. Наглядный показатель – коэффициент покрытия процентных платежей (см. *Приложение Г*). Это создает своего рода маржу безопасности, которую можно рассматривать в качестве защиты инвестора от потерь или разочарований в случае возможного снижения чистой прибыли компании в будущем.

Особое внимание надо обратить на убытки от выбытия вложений в дочерние предприятия «ГМК «Норильский никель» в составе убытков от инвестиционной деятельности. В декабре 2013 года компания приняла решение о продаже долгосрочных активов, находящихся на территории России и Австралии, а также Южно-африканского горнодобывающего предприятия. Помимо этого, на продажу выставлены непрофильные активы – две дочерние авиакомпания. Надо заметить, что в планах компании – полностью избавиться от непрофильных активов и производственных активов за рубежом.

Уоррен Баффетт обнаружил, что компании, имеющие стабильно превосходные фундаментальные экономические характеристики, как правило, стабильно имеют и более высокую валовую маржу. Среднее значение валовой маржи «Норильского никеля» составляет 53%, однако в последнем отчетном году этот показатель опустился до значения кризисного 2008 года (см. *Приложение А*). Этот же показатель маржи для «ВСМПО-Ависма» составляет 37%. В течение семи лет он не опускался ниже 30%.

Динамика маржи чистой прибыли наглядна представлена в *Приложении А*. Существует простое правило (из которого, конечно же, есть исключения): «если компания в исторической перспективе показывает чистую прибыль в размере не менее 20% валового дохода, велика

вероятность, что мы имеем дело с какого-то рода долгосрочным конкурентным преимуществом»⁵³.

Анализ бухгалтерского баланса начинаем с оценки ликвидности и платежеспособности компаний. Первая группа – показатели ликвидности. Динамика показателей с течением времени (см. *Приложение А*). Пик ликвидности «Норильского никеля» пришелся на бум цен на цветные металлы. Последующее снижение цен и высокие – свыше \$2,2 млрд – капитальные затраты стали следствием ухудшения показателей ликвидности. С точки зрения аналитиков старой школы, это означает, что названным компаниям должно быть тяжело рассчитываться по текущим обязательствам. В реальности же они зарабатывают так много, что легко погашают все свои долги. Кроме того, эти компании пользуются полным доверием кредиторов, и им не составляет труда получить дешевые краткосрочные кредиты, если вдруг возникает потребность в дополнительных оборотных средствах⁵⁴. В 2013 году менеджменту удалось заметно подправить позиции предприятия, уменьшив оборотный капитал, капитальные инвестиции, и накопить \$1,6 млрд наличными. «ВСМПО-Ависма» успешно решает задачи эффективного управления оборотными средствами, за три года заметно усилив свою способность погашать краткосрочные обязательства (см. *Приложение А*).

Следующая группа – коэффициенты платежеспособности. Лучше всего рассматривать их в сравнении с конкурентами.

Таблица 2 – «ГМК «Норильский никель» в сравнении с глобальными конкурентами

Показатель	Norilsk Nickel	Vale S.A.	Anglo American	Rio Tinto	BHP Billiton
Long-term debt-to-equity	0,53x	0,43x	0,42x	0,46x	0,41x
Total debt-to-equity	0,64x	0,46x	0,48x	0,53x	0,49x
Total debt-to-total assets	0,33x	0,24x	0,25x	0,26x	0,25x
Net debt-to-EBITDA	1,09x	3,68x	1,15x	0,87x	1,00x
Total assets-to-total equity	1,93x	1,92x	1,90x	2,08x	1,92x

⁵³ Buffett, M., Clark, D. Warren Buffett and the Interpretation of Financial Statements: The Search for the Company with a Durable Competitive Advantage // Scribner; 1st edition, October 2008. – p. 224

⁵⁴ «Норильский никель» заключил два двусторонних соглашения о предоставлении 5-летних необеспеченных кредитных линий / Новости и пресс-релизы, 10 апреля 2014 // www.nornik.ru

Несмотря на неблагоприятные рыночные условия, «Норильский никель» поддерживает комфортный для себя уровень финансового рычага – отношение чистого долга к EBITDA – 1,1x. Ожидается, что в текущем году предприятие не превысит этот уровень. При благоприятной конъюнктуре рынка чистый долг компании принимал отрицательное значение. Динамика основных показателей представлена на графике (см. Приложение А).

Показатели платежеспособности «ВСМПО-Ависма» – одни из лучших среди ближайших конкурентов. Это следствие положительных тенденций – темпы роста прибыли и активов с 2010 года опережают рост совокупного и чистого долга.

Таблица 3 – Платежеспособность «ВСМПО-Ависма» в сравнении с конкурентами

Показатель	VSMPO- Avisma	ATI	Precision Castparts	RTI
Long-term debt-to-equity	0,33x	0,51x	0,37x	0,56x
Total debt-to-equity	0,49x	0,65x	0,39x	0,56x
Total debt-to-total assets	0,25x	0,28x	0,23x	0,29x
Net debt-to-EBITDA	1,35x	9,34x	1,48x	0,84x

Рентабельность на инвестированный капитал (ROIC) – ключевой индикатор результатов деятельности на всех корпоративных уровнях.

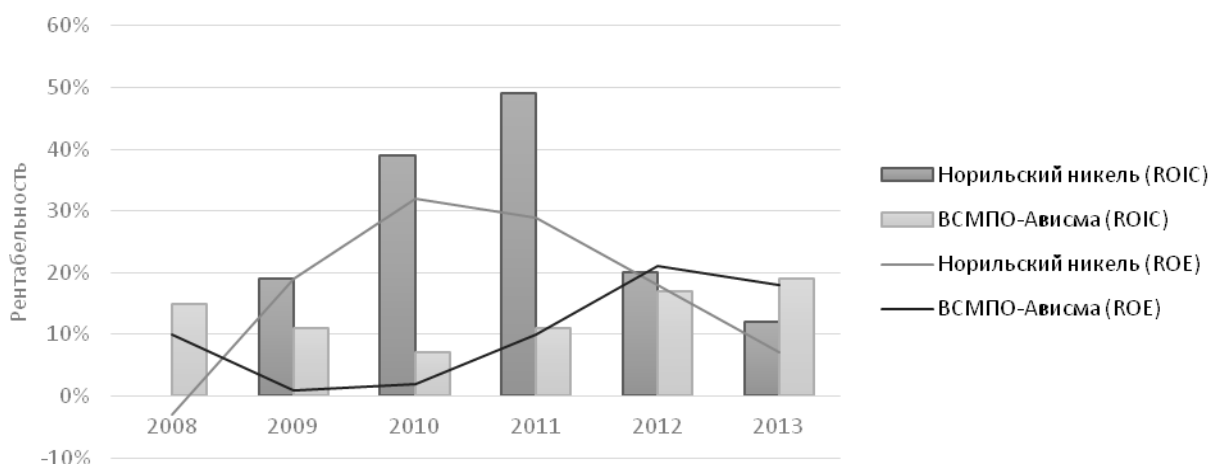


Рисунок 1 – Динамика показателей ROIC и ROE металлургических компаний

Факторами роста рентабельности капитала «ВСМПО-Ависма» являются снижение налогового бремени, рост прибыльности продаж и

положительный эффект от финансового рычага. У горно-металлургической компании совсем противоположная ситуация.

Таблица 4 – Модель Дюпона для «ВСМПО-Ависма»

Показатель	2010	2011	2012	2013
Рентабельность продаж	2,4%	10,1%	18,0%	16,1%
× Оборачиваемость активов	0,50	0,50	0,57	0,54
× Левередж	1,76	1,93	1,87	2,01
Рентабельность капитала (ROE)	2,1%	9,8%	19,2%	17,6%

Структура общего долга «Норильского никеля» претерпела существенные изменения (см. Приложение Г). Теперь доля долгосрочных заимствований – 83% против 50% в предшествующем периоде. С одной стороны, были погашены краткосрочные обеспеченные долларовые кредиты на сумму 2 260 млн. Одновременно в два раза был увеличен необеспеченный кредит с 5-летним сроком погашения, а также выпущены три серии биржевых облигаций на сумму 35 млрд рублей с погашением в 2016 году и две серии еврооблигаций на сумму 1,75 млрд долларов с погашением в 2018 и 2020 годах. Данные заимствования позволяют удлинить средний срок и снизить среднюю процентную ставку долгового портфеля компании. ВСМПО также увеличивает долю долгосрочных кредитов от банков с иностранным участием. Предприятие ни разу не привлекало облигационный заем. Менеджмент компании ранее привлекал синдицированный кредит, чтобы выкупить у бывших акционеров доли в компании. Этим обусловлено двукратное увеличение долга в 2011 году. Компания была вынуждена повысить дивиденды за 2012 год в 11 раз, выплатив 43% от чистой прибыли.

Дивидендная история предприятий насчитывает 10 лет. Стабильные темпы роста были продемонстрированы в докризисный период. Собственники и управляющие пытаются найти компромисс между объемами реинвестирования и дивидендных выплат, но скачкообразные изменения являются свидетельством того, что общее решение ещё не найдено. Из этого следует, что дивидендные выплаты оцениваемых компаний пока не могут служить объективным критерием финансового благополучия.

Заключительный этап финансового анализа – рыночная оценка привлекательности акций. Статистика BI Nickel Ore Mining Competitive Peers⁵⁵ по компаниям никелевой индустрии гласит, что мультипликатор P/B – 1,5, а P/S – 2,0. Аналогичные показатели «ГМК «Норильский никель»»: цена/балансовая стоимость – 2,94, цена/выручка – 2,67, то есть на данный момент рынок переоценивает фундаментальные показатели компании. В ближайшей перспективе эти мультипликаторы, наряду с рыночной оценкой прибыли P/E, равной 14,4, снизятся на фоне снижения котировок, а в дальнейшем – в результате роста прибыли и выручки. В 2012 году оценка прибыли «ВСМПО-Ависма» рынком была равна 8,2 – ниже среднерыночной отметки Bloomberg в 15,1. Мультипликаторы балансовой стоимости и выручки находятся в пределах среднеотраслевых значений, а их динамика справедливо подтверждает изменения фундаментальных показателей.

«Норильский никель» переживает не самые лучшие времена, но тем не менее, запас финансовой прочности компании по-прежнему велик. «ВСМПО-Ависма» третий год подряд демонстрирует отличные показатели, сохраняя потенциал для дальнейшего развития.

2.4 Оценка стоимости металлургических компаний

Прогнозирование свободного денежного потока (FCF) мы начинаем с разложения отчета о прибылях и убытках на составляющие за текущий и предшествующий ему трехлетний период. Проектируем выручку на основании консенсус-прогноза Bloomberg по росту продаж.

Таблица 5 – Прогнозирование выручки «ГМК «Норильский никель»⁵⁶

	Прогнозный период					Медиана
(in million USD)	2014	2015	2016	2017	2018	(`14 – `18)
Revenue	11283,3	12103,6	12422,0	12680,3	13048,1	
% growth	-2%	7%	3%	2%	3%	2,6%

Как мы выяснили ранее, выручка «Норильского никеля» находится в прямой зависимости от цены на металлы, поэтому также целесообразно

⁵⁵ Источник: Bloomberg

⁵⁶ Источник: отчетность компаний, аналитика Bloomberg, собственные расчеты

строить собственный прогноз исходя из темпов роста цен на никель, медь и металлы платиновой группы. Подробный расчет см. в *Приложении Е*.

«ВСМПО-Ависма», на наш взгляд, только миновал фазу быстрого роста (игнорируя рецессию и восстановительный период после 2008 года, темпы прироста продаж колебались от 20% до 70%). Переходный период вкупе с перспективами отраслей-потребителей продукции должны обеспечить прирост выручки около 10% в 2015 году с последующей понижающей тенденцией.

Таблица 6 – Прогнозирование D&A и Capex «ГМК «Норильский никель»»

	Прогнозный период				
(in million USD)	2014	2015	2016	2017	2018
Depreciation & Amor.	1 015	1 089	1 118	1 141	1 174
% sales	9%	9%	9%	9%	9%
Capital expenditures	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
% sales	17%	17%	17%	17%	17%

В соответствии с прогнозами топ-менеджмента компании, в прогнозном периоде капитальные вложения не должны превысить ежегодную планку в \$2 млрд. Амортизационные отчисления, как правило, имеют фиксированное отношение к выручке (см. *Приложение Ж*).

Исторически темпы прироста выручки не совпадали с темпами прироста операционной прибыли и EBITDA, поэтому прогнозирование EBITDA будет базироваться на отличном от предыдущего консенсус-прогнозе Bloomberg.

Таблица 7 – Расчет Free Cash Flow «ГМК «Норильский никель»»

	Прогнозные период				
(in million USD)	2014	2015	2016	2017	2018
EBITDA	4 586	5 120	5 670	6 966	5 973
% growth	9%	12%	11%	23%	-14%
Less: D&A	1 015	1 089	1 118	1 141	1 174
EBIT	3 570	4 031	4 552	5 824	4 799
Less: Taxes	714	806	910	1 165	960
EBIAT	2 856	3 225	3 642	4 659,6	3 839
Plus: D&A	1 015	1 089	1 118	1 141	1 174
Less: Capex	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
Less: Inc. in NWC	48	277	87	71	101

Unlevered FCF	1729	1738	2050	2572	1806
----------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

В прогнозном периоде для выведение прибыли до уплаты процентов после вычета налогов берется не эффективная, а номинальная ставка налога на прибыль в размере 20%. Самый трудоемкий процесс – калькуляция изменений в чистом оборотном капитале. Расчетную таблицу см. в *Приложении Ж*.

Поскольку ни Bloomberg, ни другие известные аналитические агентства не дают никаких прогнозов насчет роста продаж ОАО «Корпорация ВСМПО-АВИСМА», расчет перспективного денежного потока будет базироваться исключительно на данных ретроспективной корпоративной отчетности и на собственных оценках роста.

Таблица 8 – Прогноз выручки и свободного денежного потока ОАО «Корпорация ВСМПО-АВИСМА»

Показатель (in million RUB)	Прогнозный период				
	2014	2015	2016	2017	2018
Выручка	49 822	54 804	59 188	62 740	66 504
% прирост	8%	10%	8%	6%	6%
ЕВИАТ	9 686	10 655	11 507	12 197	12 929
Амортизация	2 989	3 288	3 551	3 764	3 990
Капитальные затраты	3 986	4 384	4 735	5 019	5 320
Изменения в NWC	108	2 774	2 441	1 977	2 096
Free Cash Flow	8 582	6 784	7 882	8 965	9 503

На основании стабильных соотношений амортизации (6%) и расходов на приобретение основных средств (8%) к выручке, несложно рассчитать свободный денежный поток компании. Требуемая доходность на собственный капитал для обоих предприятий почти одинакова.

Таблица 9 – Стоимость собственного капитала по модели CAPM

Стоимость акционерного капитала	GMKN	VSMO
	12,86%	13,01%
Безрисковая ставка r_f	5,42%	5,42%
+ Премия за риск по акциям $\beta \times (r_m - r_f)$	7,43%	7,58%
Бета β	0,767	0,78
× Премия страны $r_m - r_f$	9,70%	9,70%
Ожидаемая рыночная доходность r_m	15,13%	15,13%
- Безрисковая ставка r_f	5,42%	5,42%

Таблица 10 – Стоимость заемного капитала⁵⁷

Стоимость долга	GMKN	VSMO
	3,65%	—
1 – Эффективная налоговая ставка	60,44%	70,33%
Эффективная налоговая ставка	39,56%	29,67%
× Доналоговая стоимость долга	4,09%	—
Ставка ноты × К/с долг ÷ Совокупный долг	0,08%	—
К/с долг ÷ Совокупный долг	0,18	0,22
× Ставка ноты	0,44%	—
+ Ставка облигаций × Д/с долг ÷ Совокупный долг	4,01%	—
Д/с долг ÷ Совокупный долг	0,82%	0,78
Ставка облигаций	4,91%	—
× Фактор коррекции долга	1,48	1,38

Таким образом, средневзвешенная стоимость капитала для горно-металлургической компании равняется **11,2%**. К сожалению, определить стоимость долга корпорации «ВСМПО-Ависма» не представляется возможным ввиду отсутствия соответствующих пояснений к финансовым отчетам. Тем не менее, на основе имеющихся у нас данных предположим, что ставка WACC для компании будет равняться **10,65%**. На примере «ГМК «Норильский никель» приводим денежные потоки к текущим значениям.

Таблица 11 – Приведенная стоимость свободных денежных потоков «ВСМПО-Ависма»

	Projection period				
	2014	2015	2016	2017	2018
Unlevered FCF	1823,7	2037,7	2672,8	3730,1	2912,6
Discount period	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5
Discount factor	0,95	0,85	0,77	0,69	0,62
Present value of FCF	1729,4	1737,8	2049,8	2572,5	1806,4

Стоимость горно-металлургической компании в постпрогнозном периоде определяется двумя показателями – EBTDA последнего прогнозного периода (\$5 973 млн) и мультипликатором EV/EBITDA в текущем периоде, равным 7,87 (см. Приложение В). Приведенная стоимость предприятия составляет \$27 647 млн. Суммируя полученные текущие стоимости, мы находим стоимость компании. Вычитая сумму чистого долга, получаем

⁵⁷ Источник: бухгалтерская отчетность компаний, Bloomberg, собственные расчеты

стоимость акционерного капитала, равную \$32 828 млн. Таким образом, внутренняя стоимость одной акций «Норильского никеля» равна **\$207,45** или **7 398 руб.** по курсу Банка России на 24 апреля 2014 г.⁵⁸

Аналогичным образом выводится стоимость собственного капитала «ВСМПО-Ависма» – почти 97,5 млрд. руб. При 11 530 тыс. размещенных акций теоретическая стоимость одной ценной бумаги составляет **8454 руб.**

Обоснованием для использования модели дисконтирования дивидендов (DDM) в оценке акций «ВСМПО-Ависма» являются переживаемый фирмой период стабильного роста и наличие стабильного финансового рычага. Однако, по уставу «ВСМПО-Ависма» может выплачивать в качестве дивидендов до 10% чистой прибыли, что, конечно, в разы меньше ее свободного денежного потока. Модель будет в несколько раз занижать внутреннюю стоимость акций, поэтому её использование нецелесообразно.

В оценке акций «ГМК «Норильский никель» мы применили двухпериодную модель дисконтирования дивидендов с расчетом на то, что в течение пяти лет, начиная с 2013 года, компания будет стремительно наращивать показатель прибыли на акцию, а с 2018 года войдет в фазу стабильного роста в пределах от 4% до 6%.



Рисунок 2 – Прогнозируемые дивиденды на одну акцию «ГМК «Норильский никель»

Согласно стратегии, компания планирует выплачивать до 50% от EBITDA, но не менее \$2 млрд на дивиденды, то есть не менее \$12,6 на акцию. В модель закладываются фактические показатели «ГМК «Норильский никель» за 2012 год (прибыль на акцию в размере \$13,71 и коэффициент

⁵⁸ Официальный курс доллара на 24 апреля 2014 года – 35,6625 рублей // www.cbr.ru

дивидендных выплат 94,35%), и предполагается, что исключительный рост составит 11% в год (средние темпы роста EPS по прогнозу Bloomberg), а стабильный – 6% (не выше номинального темпа роста национальной экономики). Таким образом, внутренняя стоимость акции будет равняться **\$253, или 9 022 руб.**, что выше среднерыночной цены.

Котировка одной обыкновенной акции ОАО «ГМК «Норильский никель» на Московской бирже по состоянию на 24 апреля 2014 года – 6 428 руб., на Лондонской бирже – \$180,3 (см. *Приложение В*). Таким образом, текущая стоимость ценной бумаги занижена на 13% и 25% соответственно. Бумага на данный момент является недооцененной. Стоит отметить интересный факт: в ноябре, феврале, мае 2008 года, а также с января по сентябрь 2011 года бумага котировалась выше отметки 7 398 руб., то есть немного выше её внутренней стоимости, но ни разу не достигала отметки в 8 000 руб.

Котировка одной обыкновенной акции ОАО «Корпорация ВСМПО-Ависма» на Московской бирже в тот же день – 7 350 руб. Её внутренняя стоимость на 13% выше. Акция также недооценена рынком. Исторический рыночный максимум для акции ВСМПО – 8 791 руб. – был достигнут в декабре этого года, в феврале 2007 года цена была на отметке 8 700 руб. Это подтверждает верность наших расчетов (несмотря на некоторую погрешность) внутренней стоимости ценной бумаги.

В этом случае, по определению, мы получаем благоприятную разницу между ценой, с одной стороны, и их истинной стоимостью – с другой. Эта разница и представляет собой маржу безопасности. Она предназначена для того, чтобы смягчить результат ошибочных расчетов или падения курса акции ниже среднерыночного уровня.

Таким образом, в процессе исследования фундаментальных факторов, оказывающих непосредственное влияние на стоимость металлургических компаний, мы пришли к следующим выводам.

Российская экономика плавно переходит в фазу стагнации. Подтверждение этому – ухудшение макроэкономических индикаторов и неутешительные прогнозы по росту валового продукта. Невозможно предугадать, как скоро экономика преодолет спад, учитывая влияние не столько рыночных факторов, сколько внутренних структурных проблем и таких нерыночных механизмов, как экономические санкции со стороны западных экономических партнеров. Потенциальные угрозы для анализируемых нами компаний – рост стоимости заимствований, снижение инвестиций во внеоборотные активы, проблемы с привлечением средств из-за рубежа. Перспективы исследуемых нами компаний зависят не только от состояния национальной экономики, но и от макроэкономического положения ведущих мировых держав – США, Евросоюза и Китая. Именно их уровень потребления как основных производителей определяет тенденции различных секторов экономики.

Оба предприятия обладают стабильными конкурентными преимуществами – обширной долей рынка, низкими издержками производства, уникальной сырьевой базой, возможностями диктовать свои условия. На внутреннем рынке они являются монополистами. Растущий спрос на продукцию «ВСМПО-Ависма» со стороны десятка отраслей обеспечит предприятие стабильными заказами на десятилетие вперед. Прогнозируемое восстановление цен на металлы, продажа которых генерирует основную часть выручки «Норильского никеля», позитивно отразится на деятельности компании. Даже на этом фоне снижение добычи и производства в меньшей степени затронет финансовые результаты.

В процессе анализа финансовой отчетности мы выявили положительную корреляцию биржевых котировок металлов и финансовых результатов «Норильского никеля». При наступлении очередного мирового кризиса это ставит под сомнение его финансовую устойчивость и повышает риск невыплаты дивидендов. «ВСМПО-Ависма» на протяжении трех лет демонстрирует неплохую динамику всех показателей. Вертикальная

интеграция предприятий позволяет им контролировать издержки на начальном производственном этапе, что не под силу многим конкурентам. Относительно небольшая налоговая нагрузка, низкая стоимость сырья и другие факторы обеспечивают стабильно высокую маржу прибылей. Большая стабильность возврата инвестированных в компанию средств присуща «ВСМПО-Ависма».

С точки зрения величины различий между внутренней и рыночной стоимостями, привлекательны в равной степени акции обоих предприятий цветной металлургии. Но с точки зрения фундаментальных показателей не всё так однозначно. Инвестор задаст себе закономерный вопрос: «В какое предприятие лучше инвестировать? В предприятие, которое пользуется доверием инвесторов и кредиторов, имеет четкую долгосрочную стратегию, но зависимое от мирового рынка, баланса спроса и предложения, с огромной разницей в показателях рентабельности в период спадов и подъемов и размытыми перспективами относительно рынка металлов? Или в предприятие, чья капитализация в 16 раз меньше, сомнительное в плане открытости информации и корпоративного управления, но с четкими и вполне реальными перспективами и стабильными показателями доходности?»

Лучшим вариантом будут инвестиции в акции обеих компаний. Цена акций достаточно хорошая для текущих перспектив, поэтому они оцениваются как удачное вложение с точки зрения долгосрочного периода. В долгосрочной перспективе некоторые операции являются цикличными, но достигнутая конкурентная позиция и диверсификация служат смягчающими факторами.

Выбрав объекты инвестирования, инвестору остается решить, в какой момент стоит вкладывать средства в покупку обыкновенных акций? Для этого надо обратиться к биржевым графикам соответствующих акций.

Для акции «Норильского никеля» отметка в 8 000 руб. – сильнейший уровень сопротивления, который ещё ни разу не был преодолен (см.

Приложение 3). Цена приближалась к этой отметке два раза за всю историю – в 2008 и 2011 годах, когда компания демонстрировала феноменальные фундаментальные показатели. Маловероятно, что предприятие сможет в ближайшие годы повторить достижения своих лучших времен. Инвестору следует ждать снижения операционных показателей и, соответственно, небольшого снижения цены, чтобы затем с большей выгодой инвестировать в акции. Во всяком случае, даже покупка по текущей цене 6 428 руб. есть приобретение недооцененной бумаги, что само по себе является выгодной инвестицией.

Пик котировок акций «ВСППО-Ависма» также совпадал с выдающимися операционными результатами компании. Отличительной особенностью акций предприятия является наличие сильного восходящего тренда, который берет начало в марте 2009 года. В том случае, если компания в текущем году превзойдет результаты предыдущего периода, не исключено, что цена установит новый исторический максимум, что будет являться сигналом к дальнейшему росту.

Заключение

Фундаментальный анализ как инструмент долгосрочного инвестирования имеет много преимуществ перед техническим анализом. Однако игнорирование технической стороны анализа неминуемо ведёт к одной из двух ловушек: покупке фундаментально сильных ценных бумаг либо в слабых секторах, либо на фоне снижающихся биржевых котировок, поэтому умные инвесторы используют комбинацию фундаментального и технического анализов.

Успешное выполнение анализа требует подробного рассмотрения основных источников информации: корпоративных документов, финансовой отчетности, макроэкономической и отраслевой статистики. Особый акцент был сделан на общедоступности данных видов информации. Однако, поиск необходимых сведений – трудоемкий и утомительный процесс, поэтому для экономии времени и сил профессиональные аналитики используют платные информационно-аналитические ресурсы.

«Нисходящий» фундаментальный анализ, в отличие от анализа «снизу-вверх», начинается с экономического и отраслевого обзоров, что помогает инвестору избежать ошибок при выборе инвестиционно-привлекательных отраслей и компаний на начальной стадии исследования.

Так, в теории макроэкономического анализа основной упор делался на изучении фаз делового цикла, тенденций изменения валютных курсов и платежного баланса, влияния денежно-кредитной, бюджетной и налоговой политик, а также важнейших макроэкономических индикаторов. Фундамент отраслевого обзора был заложен в модели конкурентных сил М. Портера. Анализ корпоративной этики и качества менеджмента планировался с изучения, с одной стороны, уставных документов, а с другой – состава высших органов управления и контроля. Оценка финансового положения предполагала «чтение» финансовой отчетности и расчета финансовых коэффициентов. Наконец, в рамках заключительного этапа анализа были

подробно рассмотрены два метода оценки внутренней стоимости акций – дисконтирование денежных потоков и дисконтирование дивидендов.

В целях закрепления теоретических знаний на практике был проведен поэтапный фундаментальный анализ двух крупнейших представителей российской цветной металлургии – ОАО «ГМК «Норильский никель» и ОАО «Корпорация ВСМПО-Ависма».

Негативное влияние различных сценариев развития российской экономики на предпринимательский сектор уравнивается запасом прочности изучаемых компаний благодаря надежным позициям в мировой индустрии цветной металлургии.

Несмотря на то, что компании оперируют в одной отрасли, являются монополистами на отечественном и лидерами на мировом рынках, по многим параметрам они противоположны друг другу.

Пример исследуемых нами компаний лишний раз показал, что веской причиной, по которой зарубежные инвесторы опасаются инвестировать в российские предприятия, остается их непрозрачность и низкий уровень корпоративного управления. Тем не менее, пока эти недостатки никак не сказываются на стабильности финансового положения обеих компаний.

Согласно нашим расчетам, компании недооценены. Обратившись к техническому анализу, мы пришли к заключению, что на данный момент ценные бумаги рассматриваемых нами компаний будут привлекательны с точки зрения осуществления краткосрочных операций до тех пор, пока котировки не достигнут целевого уровня. Долгосрочные инвестиции сейчас не имеют смысла из-за слишком высоких цен акций относительно их исторического максимума. В любом случае, рецессивные ожидания российской экономики и грядущая понижительная фаза в европейской экономике понизят котировки металлургических предприятий, что даст инвестору возможность с большей выгодой инвестировать свои средства.

Вопреки заблуждению, что рядовой инвестор может самостоятельно определить список компаний, которые подходят для долгосрочного

инвестирования, мы пришли к выводу, что только профессиональные аналитики, обладающие всей полнотой информации об эмитенте и соответствующим опытом, могут эффективно проводить фундаментальный анализ.

Ещё одна причина недоступности качественного фундаментального анализа для частных инвесторов – окупаемость затрат на его проведение. Прибыль с миллиардных операций инвестиционных корпораций легко покрывает затраты на содержание целого штата аналитиков.

Тем не менее, американские частные инвесторы для своевременного обнаружения фундаментально привлекательных компаний уже используют так называемые ресурсы отбора ценных бумаг (stock-screener), доступные в сети Интернет⁵⁹ за небольшую плату, что значительно экономит их время. Будем надеяться, что и для российских инвесторов фундаментальный анализ станет таким же доступным инструментом.

⁵⁹ Например, Investor's Business Daily. – Режим доступа: www.investors.com

Список использованной литературы

I. Нормативно-правовые акты

1. Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (ред. от 28.12.2013)
2. Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (ред. от 30.11.2011)
3. Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 4 октября 2011 г. № 11-46/пз-н «Об утверждении Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг»
4. Распоряжение Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 04 апреля 2002 г. № 421/р «О рекомендации к применению кодекса корпоративного поведения»

II. Монографии, учебники, учебные пособия

5. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс; Пер. с англ. Н. Барышниковой. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. – 1008 с.: ил.
6. Буренин А.Н. Управление портфелем ценных бумаг / А.Н. Буренин. – М.: НТО им. ак. С.И. Вавилова, 2008. – 440 с.
7. Грязнова, А.Г. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / А. Г. Грязнова, М. А. Федотова. – М.: Интерреклама, 2003. – 544 с.
8. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран; Пер. с англ. – 5-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 1340 с.
9. Ковалев В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика / В.В. Ковалев. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Проспект, 2011. – 1024 с.
10. Миркин, Я. М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски / Я.М. Миркин – М.: GELEOS Publishing House; Кэпитал Трэйд Компани, 2011. – 480 с. : ил.

11. Технический анализ для начинающих (Серия «Reuters для финансистов») / Пер. с англ. – М.: Альпина Паблишер, 2001. – 184 с.

III. Периодические издания

12. Деловой климат в промышленности в марте 2014 г. – М.: НИУ ВШЭ, 2014. – 21 с.
13. Комментарий о государстве и бизнесе / Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ. - №60 (30 ноября – 30 декабря 2013 г.) – М.: НИУ ВШЭ, 2013. – 47 с. – 1 раз в 2 недели
14. Комментарий о государстве и бизнесе / Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ. - №68 (5 – 18 апреля 2014 г.) – М.: НИУ ВШЭ, 2014. – 39 с. – 1 раз в 2 недели

IV. Электронные ресурсы

15. Иваницкая, Н. Седоков, П. Как друг Путина взял под контроль и приватизировал титанового монополиста / Н. Иваницкая, П. Седоков. – [Электронный ресурс] – Интернет-издание «Forbes», 20 мая 2013. – Режим доступа: <http://www.forbes.ru/kompanii/tyazhelyaya-promyshlennost/239263-zavhoz-iz-drezdena-kak-chemezov-vzyal-pod-kontrol-i-privat>, свободный.
16. Миркин, Я.М. Три дороги победителей / Я.М. Миркин. – [Электронный ресурс] – Интернет-издание «Газета.Ru», 20 марта 2014. – Режим доступа: http://www.gazeta.ru/comments/2014/03/19_x_5956005.shtml, свободный.
17. Официальный сайт Банка России – Режим доступа: <http://www.cbr.ru>, свободный.
18. Официальный сайт информационного агентства РосБизнесКонсалтинг – Режим доступа: <http://www.rbc.ru>, свободный.
19. Официальный сайт ОАО «Московская биржа» – Режим доступа: <http://moex.com>, свободный.
20. Сморщиков, П. Ставки слишком высоки / П. Сморщиков. – [Электронный ресурс] – Интернет-издание «Газета.Ru», 28 февраля

2014. – Режим доступа: http://www.gazeta.ru/growth/2014/02/28_a_5930669.shtml, свободный.
21. International Accounting Standards (IAS) №1 / IFRS Foundation, 2014. – Режим доступа: <http://www.ifrs.org/Documents/IAS1.pdf>
22. OECD Composite Leading Indicators: Turning Points of Reference Series and Component Series // OECD, March 2014, p. 48. – Режим доступа: <http://www.oecd.org/std/leading-indicators/CLI-components-and-turning-points.pdf>, свободный.
23. Porter, M. E. Strategic Positioning in a Challenging World: Creating Shared Value // Harvard Business School, Sep. 2012. – p. 22. – Режим доступа: <http://www.isc.hbs.edu/pdf/2012-0910---CSV.pdf>
24. Sukhareva, I. Monetary policy vs. Economic growth [Электронный ресурс] / СМАСФ, March 2014. – p. 35. – Режим доступа: http://www.forecast.ru/ARCHIVE/Presentations/HSE/2014/ISukhareva_2014.pdf, свободный.
25. The official site of Investopedia US, A Division of IAC. – Режим доступа: <http://www.investopedia.com>, свободный.
26. The official site of The Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) – Режим доступа: <http://www.oecd.org>, свободный.

V. Литература на иностранных языках

27. Buffett, M., Clark, D. Warren Buffett and the Interpretation of Financial Statements: The Search for the Company with a Durable Competitive Advantage // Scribner; 1st edition, October 2008. – p. 224
28. Business risks facing mining and metals 2013-2014 // EY, 2013 – p. 64
29. Crescenzi, A. Investing from the Top Down: A Macro Approach to Capital Markets // McGraw-Hill; 1st edition, 2009. – 304 p.
30. Graham, B., Dodd, D. Security Analysis Prior Editions / Benjamin Graham, David L. Dodd. – McGraw-Hill; 6th edition. – September 2008. – p. 700

31. Graham, B. *The Intelligent Investor: The Definitive Book on Value Investing. A Book of Practical Counsel* // Collins Business; Revised edition (February 21, 2006). – p. 640
32. McEnally, R., Kim K. *Corporate Governance / CFA Program Readings*, Boston, Pearson, 2007. – p. 5-51
33. Porter, M. E. *The Five Competitive Forces that Shape Strategy* // Harvard Business Review, January 2008. – p. 86
34. *Price and currency volatility: Mining and Metals / EY*, June 2013. – p. 6
35. *Resource nationalism: Mining and Metals / EY*, March 2014. – p. 4
36. Rosenbaum, J., Pearl, J. *Investment banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers & acquisitions / John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey*, 2009. – p. 332
37. SchweserNotes 2013 CFA Level I Book 3: *Financial reporting and analysis* // Kaplan, Inc., 2012. – p. 343
38. SchweserNotes 2013 CFA Level I Book 4: *Corporate Finance, Portfolio Management, and Equity Investments* // Kaplan, Inc., 2012. – p. 337
39. Thomsett, Michael C. *Mastering fundamental analysis: how to spot trends and pick winning stocks using fundamental analysis / Michael C. Thomsett.* – Dearborn Financial Publishing, Inc., 1998 – p. 234

Приложение А

Некоторые макроэкономические индикаторы⁶⁰

⁶⁰ Источники: Росстат, Банк России, Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования, Центр конъюнктурных исследований ИСИЭЗ НИУ ВШЭ, Организация экономического сотрудничества и развития (OECD), HSBC Holdings



Рисунок А.3 – Индекс предпринимательской уверенности в промышленности



Рисунок А.4 – Корреляционный анализ динамики реального ВВП и ставки рефинансирования ЦБ РФ

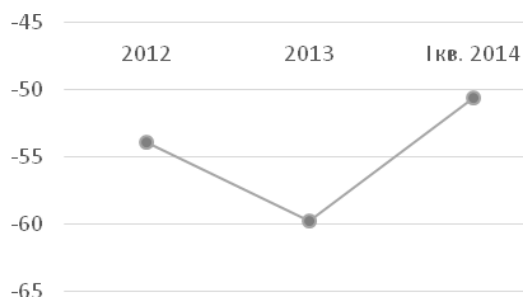


Рисунок А.5 – Чистый вывоз капитала банками и предприятиями, млрд. USD

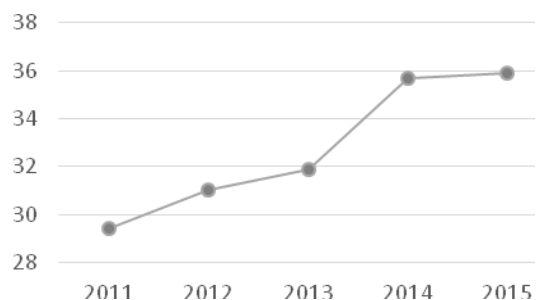


Рисунок А.6 – Обменный курс рубля к доллару США

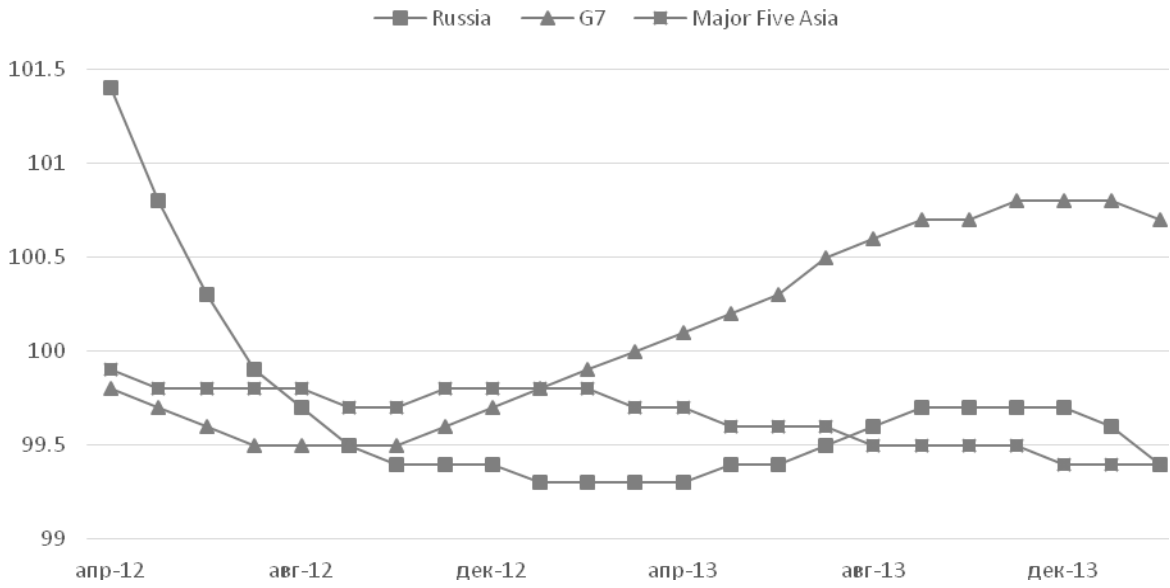


Рисунок А.7 – Сводный опережающий индикатор ОЭСР

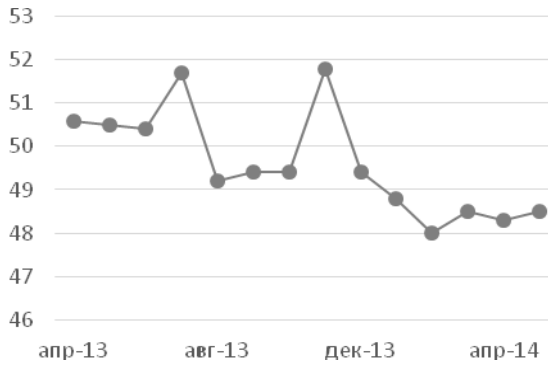


Рисунок А.8 – Индекс HSBC Russia PMI Manufacturing

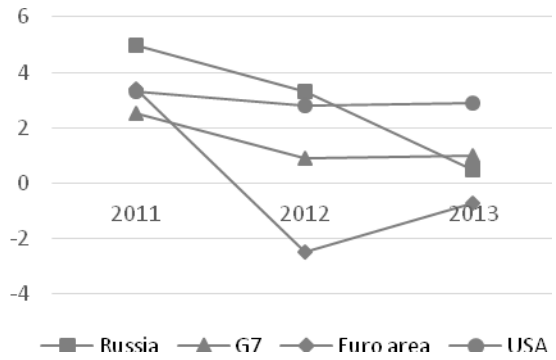


Рисунок А.9 – Индекс промышленного производства ОЭСР

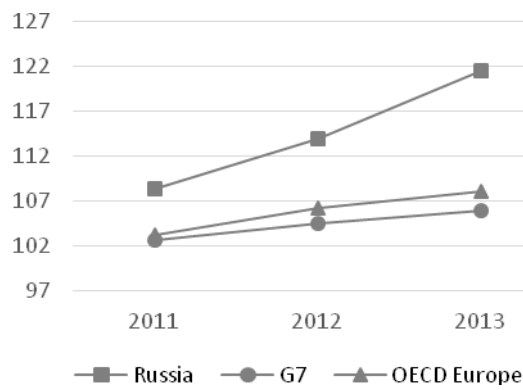


Рисунок А.10 – ИПЦ (инфляция) ОЭСР

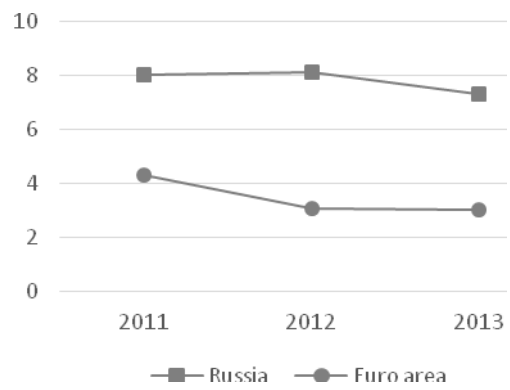


Рисунок А.11 – Долгосрочная процентная ставка

Приложение Б

Таблица Б.12 – Выборочные данные бухгалтерской отчетности ОАО «Корпорация ВСМПО-Ависма»

Показатель (тыс. руб.)	2010	2011	2012	2013
Выручка	24 748 173	30 386 404	40 774 659	46 321 329
Валовая прибыль	7 397 344	10 590 911	15 663 153	17 441 861
ЕБИТДА	5 312 041	7 943 770	12 883 687	14 553 387
Операционная прибыль	3 399 220	5 708 924	10 322 704	11 696 247
Чистая прибыль	587 898	3 058 175	7 332 580	7 451 202
Разводненный EPS				
Совокупные активы	49 686 799	60 251 185	71 479 606	85 182 665
Текущие активы	18 879 422	24 491 697	35 321 984	41 819 273
Запасы	8533 794	11 515 030	17 039 808	20 156 707
Денежные средства	282 581	621 431	965 717	1 233 275
Капитал и резервы	28 226 963	31 200 543	38 223 462	42 439 760
Совокупные обязательства	21 459 836	29 050 642	33 256 144	42 742 905
Текущие обязательства	8941702	14 214 313	18 829 116	16 205 463
Совокупный долг	15 554 639	32 354 894	24 419 637	20 929 320
Долгосрочный долг	12 058 514	25 131 591	13 266 737	14 016 898
Краткосрочный долг	3496 125	7223 303	11152 900	6912 422
Процентные платежи	933 930	581 530	726 665	995 704
Амортизация	1 912 821	2 234 846	2 560 983	2 857 140
Капитальные расходы	2788 630	3 035 362	2 963 503	3 519 013
Дивиденд на акцию (руб.)	5,4	26,52	279,83	--

Таблица Б.13 – Выборочные данные бухгалтерской отчетности ОАО «ГМК «Норильский никель»

Показатель (млн. долл.)	2010	2011	2012	2013
Выручка	12 775	14 122	12 065	11 498
Валовая прибыль	7 892	8 329	5 920	4 993
ЕВИТДА	7 209	7 240	4 932	4 198
Операционная прибыль	6 552	6 235	3 864	2 476
Чистая прибыль	5 234	4 186	2 143	765
Разводненный EPS	29,8	24,1	13,7	4,9
Запасы	2 246	2 623	3 197	2 955
Денежные средства	5 405	1 627	1 037	1 621
Текущие активы	12 974	6 569	6 814	6 492
Совокупные активы	23 909	18 912	20 974	18 781
Долгосрочный долг	1 561	2 401	2 497	5 173
Краткосрочный долг	1 236	2 754	2 526	1 032
Совокупный долг	2 797	5 155	5 023	6 205
Текущие обязательства	2 697	3 830	3 969	2 706
Совокупные обязательства	5 935	7 690	8 034	9 031
Капитал и резервы	17 974	11 222	12 940	9 750
Процентные платежи				
Амортизация				
Капитальные расходы	1 728	2 201	2 692	1 989
Дивиденд на акцию (долл.)	6,40	6,30	12,70	--

Приложение В

Выборочные рыночные данные

Таблица В.1 – Выборочные рыночные данные по металлургическим компаниями

	24.04.2014	ВСМПО-Ависма	Норильский никель
Current price	24.04.2014	\$206,1	\$180,25
% of 52-week high		84%	99%
52-week high price		\$246,5	\$182,2
52-week low price		\$154,5	\$114,0

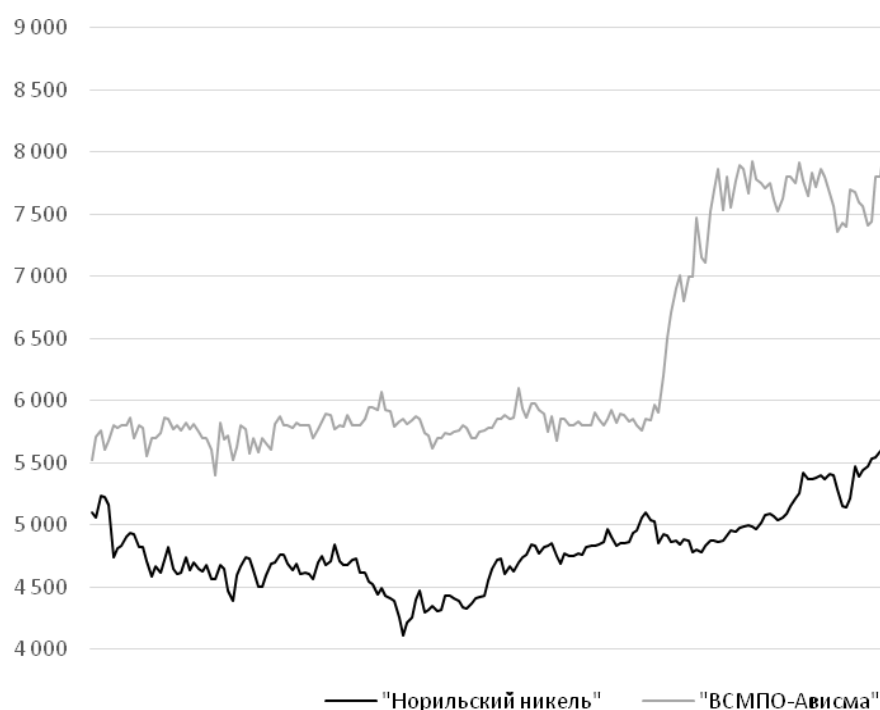


Рисунок В.1 – Котировки акций на Московской бирже в период с 24.04.2013 по 24.04.2014

Разводненное количество акций	11 529 538	158 242 211
Стоимость акционерного капитала	\$2 376 млн.	\$28 523 млн.
Плюс: Совокупный долг	\$587 млн.	\$6 205 млн.
Плюс: Неподконтрольная доля	—	\$131 млн.
Минус: Денежные средства	\$34 млн.	\$1 621 млн.
Стоимость компании (EV)	\$2 929 млн.	\$33 238 млн.
Рыночные мультипликаторы		
EV/Sales	2,3x	2,9x
EV/EBITDA	7,2x	7,9x
EV/EBIT	8,9x	13,4x
P/E	11,4x	36,8x

Приложение Г

Основные финансовые показатели ОАО «ГМК «Норильский никель» и ОАО «Корпорация ВСМПО-Ависма»

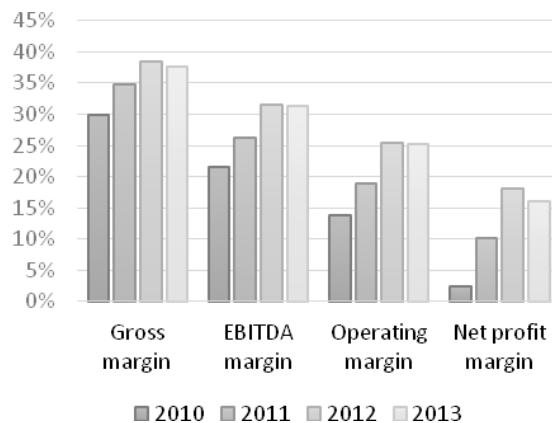


Рисунок Г.1 – Маржа прибыли «ВСМПО-Ависма»

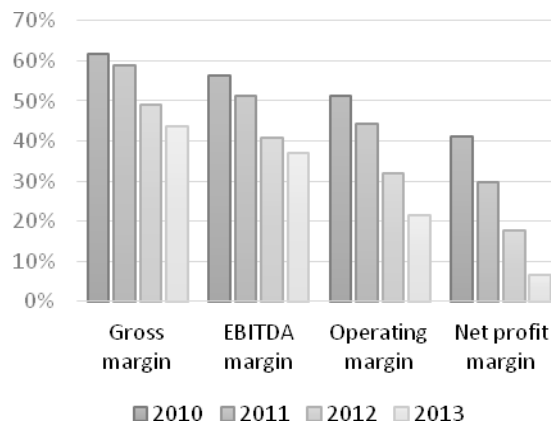


Рисунок Г.2 – Маржа прибыли «Норильского никеля»

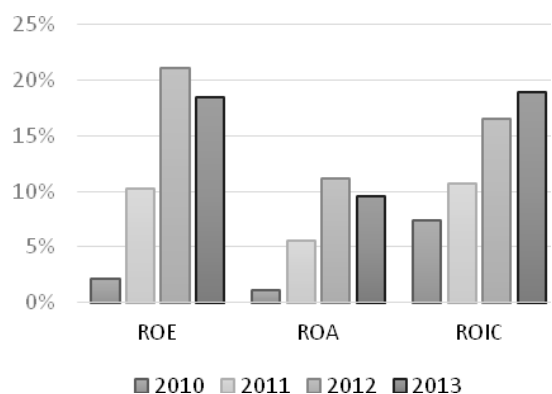


Рисунок Г.3 – Рентабельность «ВСМПО-Ависма»

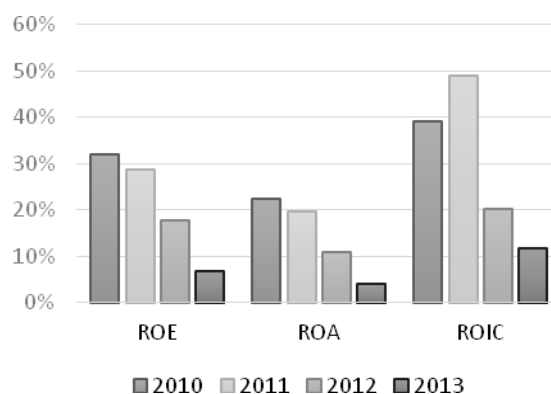


Рисунок Г.4 – Рентабельность «Норильского никеля»

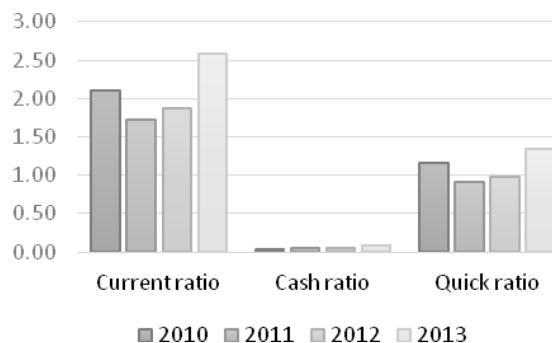


Рисунок Г.5 – Показатели ликвидности «ВСМПО-Ависма»

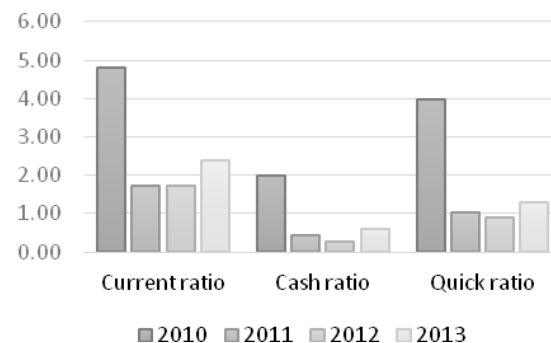


Рисунок Г.6 – Показатели ликвидности «Норильского никеля»

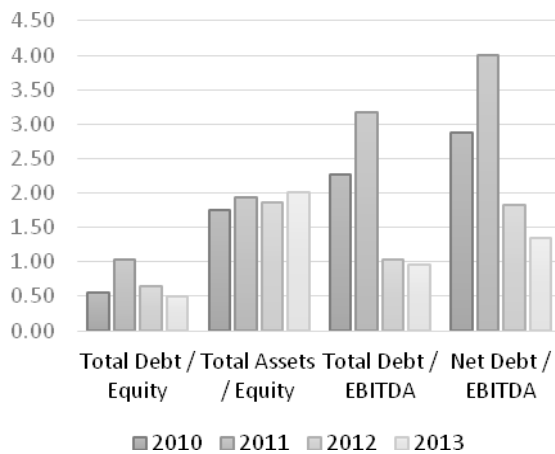


Рисунок Г.7 – Долговая нагрузка «ВСМПО-Ависма»

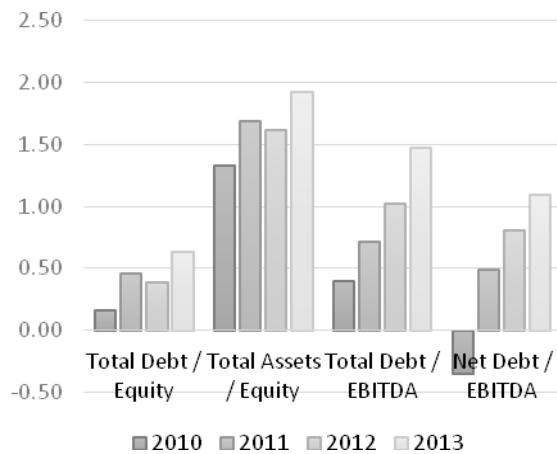


Рисунок Г.8 – Долговая нагрузка «Норильского никеля»

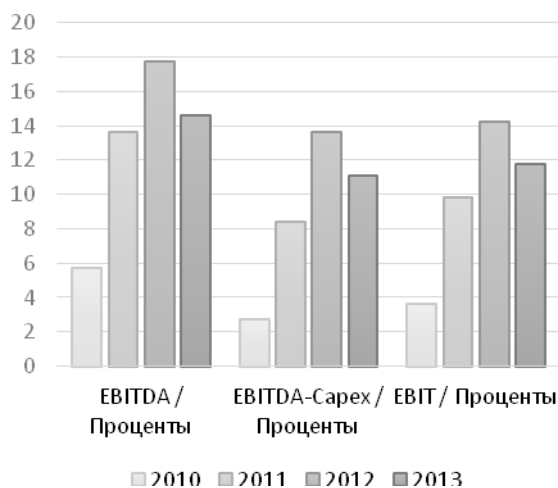


Рисунок Г.9 – Показатели покрытия процентов «ВСМПО-Ависма»

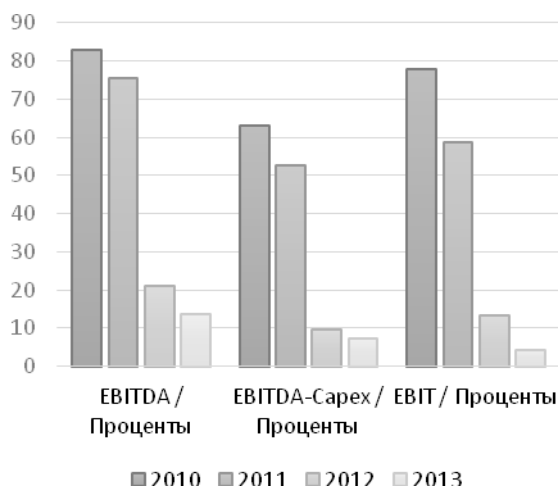


Рисунок Г.12 – Показатели покрытия процентов «Норильского никеля»

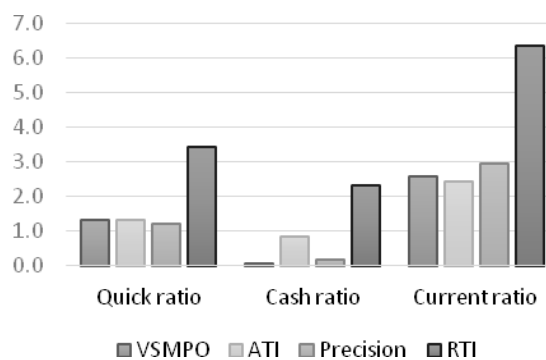


Рисунок Г.13 – Ликвидность «ВСМПО-Ависма» в сравнении с конкурентами



Рисунок Г.14 – Структура общего долга «Норильского никеля»

Приложение Д

Корреляционный анализ выручки и цен на цветные металлы

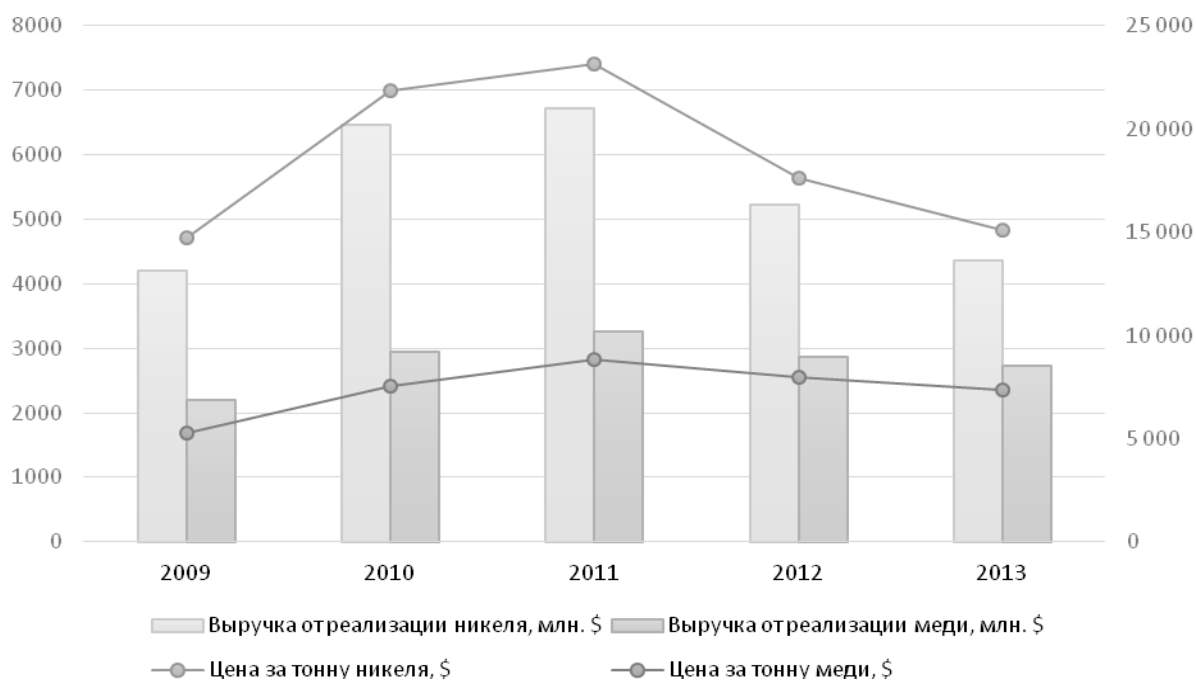


Рисунок Д.1 – Выручка от реализации никеля и меди и динамика цен на эти металлы

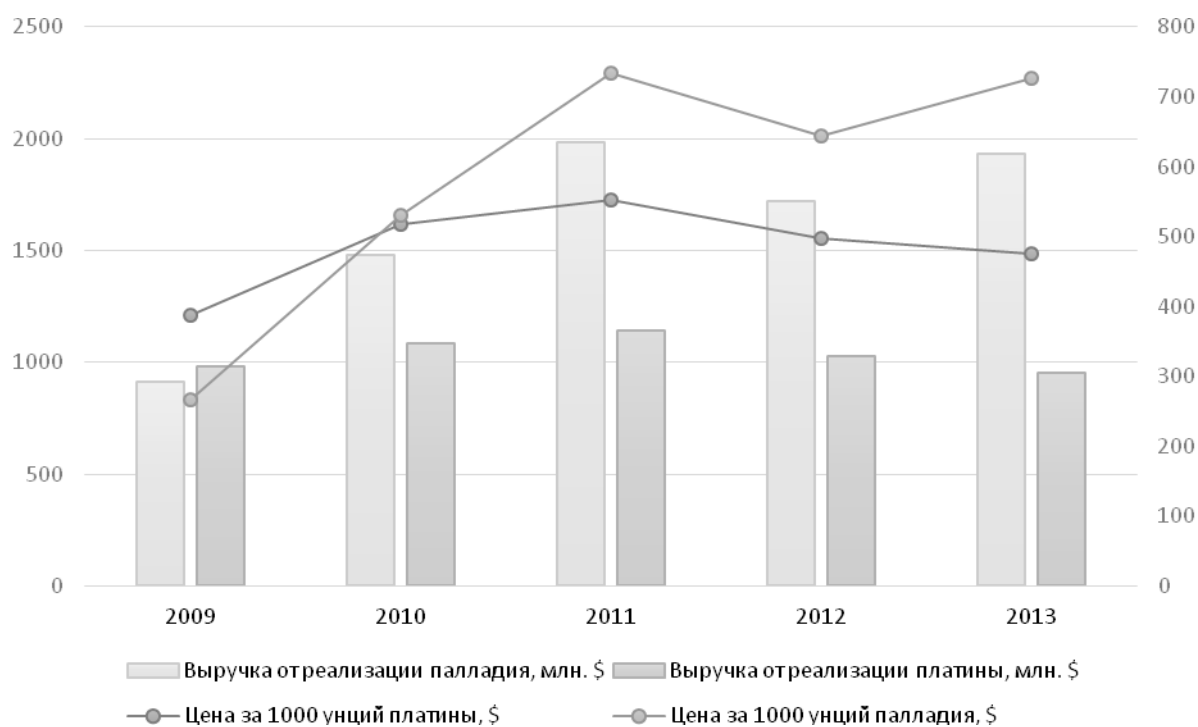


Рисунок Д.2 – Выручка от реализации металлов платиновой группы и динамика цен на них

Приложение Е

Прогноз выручки на основе прогноза цен на реализуемые металлы⁶¹

Таблица Е.1 – Альтернативный (собственный) прогноз выручки ОАО «ГМК «Норильский никель». Средняя доля выручки от реализации никеля в валовой выручке – 41,8%, меди – 26,1%, палладия – 18,6%, платины – 9,2%, прочих металлов – 4,3% (на 2013 год).

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Никель, т	\$15 032	\$14 731	\$15 512	\$15 962	\$16 281	\$16 525
Выпуск, т	285 000	285 000	285 000	285 000	285 000	285 000
Прогноз мировых цен на никель						
<i>World Bank</i>	<i>N/A</i>	<i>(3,5)</i>	<i>3,4</i>	<i>1,8</i>	<i>1,9</i>	<i>1,8</i>
<i>EIU</i>	<i>N/A</i>	<i>0</i>	<i>11,7</i>	<i>6,6</i>	<i>3,7</i>	<i>2,4</i>
<i>IMF</i>	<i>N/A</i>	<i>(2,6)</i>	<i>0,8</i>	<i>0,3</i>	<i>0,5</i>	<i>0,4</i>
<i>Консенсус</i>	<i>N/A</i>	<i>(2,0)</i>	<i>5,3</i>	<i>2,9</i>	<i>2,0</i>	<i>1,5</i>
Палладий	\$729	\$750	\$685	\$700	\$690	\$655
Выпуск, оз.	2 662 000	2 662 000	2 662 000	2 662 000	2 867 000	2 867 000
Прогноз мировых цен на палладий						
<i>EIU</i>	<i>N/A</i>	<i>2,9</i>	<i>(8,7)</i>	<i>2,2</i>	<i>(1,4)</i>	<i>(5,1)</i>
Платина	\$1 487	\$1 438	\$1 461	\$1 514	\$1 530	\$1 562
Выпуск, оз.	651 000	651 000	651 000	651 000	680 000	680 000
Прогноз мировых цен на платину						
<i>World Bank</i>	<i>N/A</i>	<i>(5,9)</i>	<i>(3,6)</i>	<i>(0,7)</i>	<i>(0,8)</i>	<i>(0,8)</i>
<i>EIU</i>	<i>N/A</i>	<i>(0,7)</i>	<i>6,7</i>	<i>7,9</i>	<i>3,0</i>	<i>2,9</i>
<i>Консенсус</i>	<i>N/A</i>	<i>(3,3)</i>	<i>1,6</i>	<i>3,6</i>	<i>1,1</i>	<i>2,1</i>
Медь	\$7 332	\$7 178	\$7 042	\$6 971	\$6 922	\$7 075
Выпуск, т	371 000	371 000	380 000	380 000	400 000 ⁶²	400 000
Прогноз мировых цен на медь						
<i>World Bank</i>	<i>N/A</i>	<i>(2,5)</i>	<i>(0,7)</i>	<i>(0,4)</i>	<i>(0,4)</i>	<i>(0,4)</i>
<i>EIU</i>	<i>N/A</i>	<i>0,5</i>	<i>(3,9)</i>	<i>(2,3)</i>	<i>(1,6)</i>	<i>7,1</i>
<i>IMF</i>	<i>N/A</i>	<i>(4,4)</i>	<i>(1,0)</i>	<i>(0,2)</i>	<i>(0,1)</i>	<i>(0,1)</i>
<i>Консенсус</i>	<i>N/A</i>	<i>(2,1)</i>	<i>(1,9)</i>	<i>(1,0)</i>	<i>(0,7)</i>	<i>2,2</i>
Итого выручка	11 498	10 917	11 002	11 198	11 623	11 681

⁶¹ Источники: World Bank, International Monetary Fund, Economist Intelligence Unit, производственные данные компании «Норильский никель», собственные расчеты

⁶² На фоне долгосрочного прогноза о снижении цен на медь маловероятно, что новый Быстринский проект, запуск которого планируется на 2017 год, будет выведен на полную производственную мощность

Приложение Ж

Расчет чистого оборотного капитала (Net Working Capital, NWC), амортизации

Таблица Ж.1 – Исторические данные «ОАО «ГМК «Норильский никель»

	Fiscal year ending 31 st December			Медиана	LTM
	2010	2011	2012	(`10 – `13)	2013
Sales	\$12 775	\$14 122	\$12 065		\$11 489
% growth	50%	11%	-15%	10%	-7%
COGS	\$4 883	\$5 793	\$6 145		\$6 496
% sales	38%	41%	51%	47%	56%
Gross profit	\$7 892	\$8 329	\$5 920		\$4 993
% margin	62%	59%	49%	54%	44%
SG&A	\$1 098	\$1 676	\$1 542		\$1 409
% sales	9%	12%	13%	12%	12%
EBITDA	\$7 209	\$7 240	\$4 932		\$4 198
% margin	56%	51%	41%	46%	37%
Depreciation	\$657	\$1 005	\$1 068		\$1 722
% sales	5,1%	7,1%	8,9%	9%	15%
Capex	\$1 728	\$2 201	\$2 692		\$1 989
% sales	14%	16%	22%	17%	17%

Таблица Ж.2 – Исходные данные для расчета чистого оборотного капитала

	Historical Period			
	2010	2011	2012	2013
Sales	\$12 775	\$14 122	\$12 065	\$11 489
COGS	\$4 883	\$5 793	\$6 145	\$6 496
Current Assets				
Accounts Receivable	1 175	1 032	1 063	633
Inventories	2 246	2 623	3 197	2 955
Prepaid expenses and other	96	71	90	93
Other taxes receivable	599	1 063	1 172	570
Total Current Assets	4 116	4 789	5 522	4 251
Current Liabilities				
Accounts Payable	607	546	737	647
Accrued Liabilities	367	373	498	415
Other Taxes Payable	255	155	243	199
Total Current Liabilities	1 229	1 074	1 478	1 261
Net Working Capital	2 887	3 715	4 044	2 990
% sales	23%	26%	33%	26%
(Increase)/Decrease in NWC	N/A	(828)	(329)	1 054

Таблица Ж.3 – Расчет прогнозного изменения чистого оборотного капитала для ОАО «ГМК «Норильский никель»

	Projection Period				
	2014	2015	2016	2017	2018
Sales	11 283	12 104	12 422	12 680	13 048
COGS	5 235	5 616	5 764	5 884	6 054
Current Assets					
Accounts Receivable	870	933	957	977	1 006
Inventories	2 471	2 651	2 720	2 777	2 857
Prepaid expenses and other	79	85	87	89	92
Other taxes receivable	759	814	835	852	877
Total Current Assets	4 178	4 482	4 600	4 696	4 832
Current Liabilities					
Accounts Payable	573	559	574	586	603
Accrued Liabilities	374	401	412	420	432
Other Taxes Payable	193	207	212	217	223
Total Current Liabilities	1 140	1 167	1 198	1 223	1 258
Net Working Capital	3 038	3 315	3 402	3 473	3 573
<i>% sales</i>	27%	27%	27%	27%	27%
(Increase)/Decrease in NWC	(48)	(277)	(87)	(71)	(101)
Assumptions					
Days Sales Outstanding	28,1	28,1	28,1	28,1	28,1
Days Inventory Held	172,3	172,3	172,3	172,3	172,3
Prepaid expenses and Other	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Other Taxes Receivable	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
Days Payable Outstanding	39,98	36,35	36,35	36,35	36,35
Accrued Liabilities (% sales)	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Other Taxes Payable (% sales)	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%

Таблица Ж.4 – Прогнозные данные для расчета FCF ОАО «Корпорация ВСМПО-Ависма»

	Projection period				
	2014	2015	2016	2017	2018
Depreciation	2 989	3 288	3 551	3 764	3 990
<i>% sales</i>	6%	6%	6%	6%	6%
Capex	3 986	4 384	4 735	5 019	5 320
<i>% sales</i>	8%	8%	8%	8%	8%
(Increase)/Decrease in NWC	(1 081)	(2 774)	(2 441)	(1 978)	(2 096)
Net Working Capital	27 743	30 518	32 959	34 937	37 033
<i>% sales</i>	56%	56%	56%	56%	56%
Days Sales Outstanding	136	136	136	136	136

Days Inventory Held	216	216	216	216	216
Days Payable Outstanding	108	108	108	108	108

Приложение 3

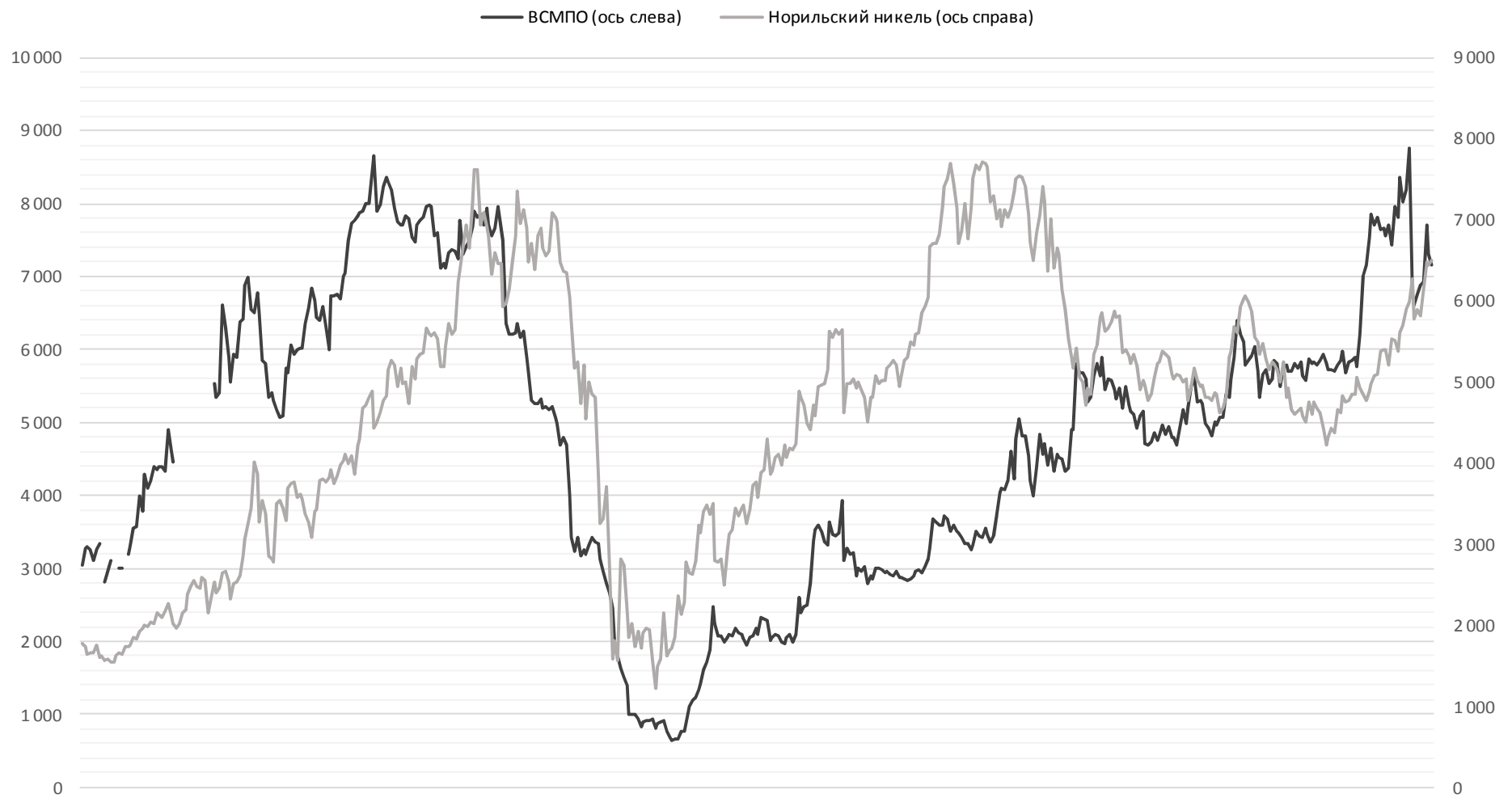


Рисунок 3.1 – График котировок «ВСМПО-Ависма» и «Норильского никеля» с 28 февраля 2005 г. по 24 апреля 2014 г.