Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего профессионального образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

Факультет «Финансы и кредит»
Кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»
_____ Б.Б. Рубцов

«__» _____ 2011 года

Выпускная квалификационная работа

Батышкиной Анастасии Юрьевны

на тему:
«Фундаментальный анализ и его роль в принятии инвестиционных решений»

Специальность «Финансы и кредит»

Специализация «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

Научный руководитель:
Кандидат экономических наук, доцент кафедры, Вилкова Т.Б. _____
(подпись)

_____
(подпись автора работы)

Дипломная работа опубликована на сайте www.mirkin.ru 13.09.2011

Москва – 2011

Содержание

Введение 4
1 Теоретические основы фундаментального анализа 8
1.1 Понятие, достоинства и недостатки фундаментального анализа, возможности его применения различными инвесторами 8
1.2 Инструментарий фундаментального анализа 15
2 Детализация и особенности схемы проведения фундаментального анализа 26
2.1 Основные различия составления отчетности по российским стандартам бухгалтерского учета (РСБУ) и международным стандартам отчетности (МСФО) 26
2.2 Специфика фундаментального анализа в российских условиях и особенности его проведения на уровне фирмы 32
2.3 Подходы к оценке справедливой стоимости компании 48
3 Применение современных методов и инструментов фундаментального анализа на примере компании ОАО «ММК» 54
3.1 Анализ макроэкономической ситуации в Российской Федерации 55
3.2 Фундаментальный анализ отрасли черной металлургии 61
3.3 Фундаментальный анализ компании Открытое акционерное общество «Магнитогорский металлургический комбинат» (ОАО «ММК») 67
Заключение 95
Список использованной литературы 99
Приложение А 106
Приложение Б 110
Приложение В 112
Приложение Г 115
Приложение Д 117
Приложение Е 118
Приложение Ж 120

Приложение З 121
Приложение И 123
Приложение К..... 125
Приложение Л..... 127

Введение

Неотъемлемой частью мировой экономики в целом и экономики каждой страны в частности является фондовый рынок. Основной его функцией признана функция перераспределения денежных средств и капиталов от одних экономических субъектов, имеющих излишние денежные средства, к другим, нуждающимся в финансировании, с целью создания оптимальной структуры использования ресурсов. При этом под экономическими субъектами понимаются индивидуальные и институциональные инвесторы, принимающие решения о вложении своих средств на основе личных предпочтений, а также с учетом сложившейся конъюнктуры рынка и прогнозов относительно возможного движения цен акций.

Одним из способов прогнозирования цен на акции является фундаментальный анализ, который отталкивается от определения «справедливой», «внутренней» стоимости акции компании на основе рассмотрения конкретного предприятия с особенностями его деятельности и развития, анализа его сильных и слабых сторон.

Актуальность данной темы определяется развитием глобального и российского фондового рынка, существованием потенциала его дальнейшего расширения, выхода новых компаний на рынок, и, в связи с этим, необходимостью использования серьезного и научно обоснованного подхода, годного для принятия стратегических решений в отношении этих компаний. Актуальность также определяется признанием инвесторами этого подхода, что проявляется в создании в инвестиционных компаниях исследовательских отделов, занимающихся фундаментальным анализом, популярностью аналитических отчетов, составленных данными компаниями для инвесторов.

Целью данной дипломной работы является исследование теоретических основ, современной методологии фундаментально анализа и практики его проведения в российских условиях.

Для достижения поставленной цели решаются следующие задачи:

- изучается понятие фундаментального анализа, сравниваются его достоинства и недостатки, рассматриваются возможности применения его различными группами инвесторов;
- проводится анализ инструментария фундаментального анализа;
- выявляются основные различия в составлении отчетности в России и в мировой практике для целей её последующего анализа;
- определяется специфика проведения фундаментального анализа в российских условиях;
- рассматриваются дополнительные методы фундаментального анализа;
- изучается макроэкономическая ситуация в России для целей фундаментального анализа компании ОАО «ММК»;
- изучается состояние отрасли черной металлургии для целей фундаментального анализа компании ОАО «ММК»;
- анализируется финансовое состояние и определяется «справедливая» цена акций компании ОАО «ММК» на 01.01.2011 г.

Предметом исследования является схема применения и современные методы фундаментального анализа конкретной компании, позволяющие определить ее «справедливую» стоимость.

Объектом исследования в работе выступает фундаментальный анализ, то есть анализ, основанный на оценке реального и потенциального экономического положения компании, и ее места в отрасли.

В качестве теоретической и методологической основы исследования были использованы подходы, предложенные как зарубежными, так и отечественными авторами. При этом основная проблема заключается в обилии исследований и монографий зарубежных авторов, которые, естественно, рассматривают проблематику фундаментального анализа с позиций зарубежных рынков. В тоже время, среди работ отечественных авторов практически отсутствует целостный подход к теории, практике и

проблематике фундаментального анализа. Большинство авторов концентрируется на отдельных аспектах, связанных либо с макроэкономическим анализом, либо с финансовым анализом, либо с оценкой бизнеса, как таковыми. С одной стороны, это затрудняет восприятие классической схемы проведения фундаментального анализа. С другой стороны, это позволяет рассмотреть каждый аспект анализа более подробно, с точки зрения специалиста узкого профиля, и открывает возможности для дальнейших научных исследований.

В качестве информационной базы были использованы монографии таких зарубежных авторов, как Сидни Коттл, Роджер Ф. Мюррей, Франк Е. Блок («Анализ ценных бумаг Грэма и Додда»), А. Дамодаран («Инвестиционная оценка»), Т. Коллер («Стоимость компаний. Оценка и управление»), Л. Гитман и М. Джонк («Основы инвестирования»), Харрисон Марк («Искусный инвестор. Управляйте своими инвестициями профессионально»), Уоррен Баффет («Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями»).

Среди монографий отечественных авторов основное внимание было уделено работам А.Г. Грязновой и М.А. Федотовой («Оценка стоимости предприятия (бизнеса)»), О. В. Ефимовой («Финансовый анализ: современный инструментарий для принятия экономических решений»), Хаертфельдер М. (Фундаментальный и технический анализ рынка ценных бумаг).

При написании работы помимо фундаментальных монографий российских и зарубежных авторов также использовалась финансовая и прочая информация с электронного сайта исследуемой компании, обзоры, аналитические материалы и доклады крупных международных и российских инвестиционных банков и компаний (Дойче Банк, Тройка Диалог, ЮниКредит Секьюритиз и т.д.), периодические издания («Российская газета», «Ведомости», «Рынок ценных бумаг»), данные информационного агентства Блумберг, Федеральной службы государственной статистики и пр.

Структура работы представлена следующим образом: в первой главе рассматриваются теоретические основы фундаментального анализа, его особенности, возможности применения и инструментарий.

Во второй главе рассматриваются особенности российской практики проведения фундаментального анализа, детализируется методика анализа конкретной компании.

В третьей главе проводится анализ конкретной компании, ее положения в отрасли, финансового состояния и оценки ее справедливой стоимости.

1 Теоретические основы фундаментального анализа

1.1 Понятие, достоинства и недостатки фундаментального анализа, возможности его применения различными инвесторами

Термин фундаментальный анализ (Fundamental analysis, англ.) используется при обозначении определенных методов, при помощи которых проводится прогнозирование биржевой (рыночной) стоимости компании путем анализа производственных и финансовых показателей её деятельности[1].

Основателями данного вида анализа ценных бумаг являются Бенджамин Грэхэм и Дэвид Додд. Он описан в их труде «Анализ ценных бумаг» (англ. «Security Analysis»), выпущенном в 1934 году. Бенджамин Грэхэм пользовался описанными методами на практике, что принесло ему славу довольно успешного инвестора. Одним из самых известных и успешных последователей фундаментального анализа традиционно считают Уоррена Баффета, состояние которого на 2010 год оценивается в 47 млрд. долл. США[2].

Фундаментальный анализ использует доходы и будущие дивиденды фирмы, ожидания будущих процентных ставок и оценку риска компании, чтобы наиболее точно определить цену акции компании. В конечном итоге, он отображает попытку определить текущую дисконтированную стоимость всех платежей, которые держатель акций получит на каждую акцию. Если эта стоимость превышает рыночную цену акции, фундаментальный аналитик посоветует купить её.

Первым шагом в фундаментальном анализе, как правило, является изучение прошлых доходов и анализ отчетности компании. Этот анализ дополняется детальным экономическим анализом, обычно включающим в

---

[1]Тертышный, С. А. Рынок ценных бумаг и методы его анализа. – СП-б. : Питер, 2004. – с. 161.

[2] Warren Baffet – Электронный ресурс – Режим доступа: http://billionaires.forbes.com/topic/Warren_Buffett , свободный. - Загл. с экрана.

себя оценку качества менеджмента фирмы, положение фирмы в отрасли, перспективы отрасли в целом и макроэкономический анализ страны, в которой действует предприятие. Делается это в надежде обнаружить информацию о состоянии фирмы в будущем, которая еще не доступна остальному рынку.

При этом гипотеза эффективного рынка утверждает, что большинство выводов фундаментальных аналитиков обречены на провал. Если аналитик полагается на публикуемые данные о доходах и информации об отрасли, его или ее оценка перспектив фирмы не может разительно отличаться от той, которую предполагают другие участники рынка. Существует множество хорошо проинформированных, хорошо финансируемых фирм, способных проводить исследования рынков, и конкурировать с ними очень трудно (если не невозможно) трудно найти информацию никому более неизвестную. Фундаментальный анализ намного сложнее, чем просто идентифицирование фирм с высококвалифицированным менеджментом и хорошими перспективами. Обнаружение таких фирм не принесет инвестору ничего хорошего, если остальной рынок тоже в курсе того, как «идут дела» у этой фирмы. Если данные уже известны рынку, инвестору придется заплатить высокую цену за эти фирмы и он не получит должной отдачи.

Поэтому секрет фундаментального анализа состоит не столько в том, чтобы понять, насколько хороша данная фирма, а насколько она недооценена. Например, акции некоторых фирм, покупка которых, на первый взгляд, может выглядеть нерентабельно, могут принести в будущем хорошую прибыль, если они недооценены рынком и их рыночная цена неверно отражает текущее состояние компании.

Таким образом, основной целью фундаментального анализа является поиск либо недооцененных, либо переоцененных рынком компаний с целью покупки или, соответственно, продажи её акций, в надежде на сокращение разрыва в будущем между реальной и рыночной стоимостью акций данной компании.

С помощью фундаментального анализа проводится исследование компаний с точки зрения их финансово-экономического состояния. При этом, как правило, решаются две задачи: первая – осуществление отбора эмитентов, акции которых способны принести в будущем наибольшую прибыль, вторая – определение "справедливой" или внутренней стоимости акций компании. В рамках проведения фундаментального анализа изучаются ретроспективные данные, информация о текущем состоянии и перспективах развития, материалы, публикуемые в открытом доступе (годовые отчеты, презентации), а также отчетность компании. При этом, делается поправка на некоторые макроэкономические показатели, такие как уровень деловой активности, значение процентной ставки, устанавливаемой Центральным Банком, уровень инфляции. Однако рыночные котировки акций не принимаются аналитиком во внимание. Следовательно, фундаментальный анализ в этом случае дополняет технический, который базируется на изучении объёмов торгов и динамики (изменении) рыночной цены. Таким образом, целесообразно комбинировать оба метода анализа, что позволит как составить наиболее точный прогноз направления изменения цен на акции, так и получить целостное представление о ситуации на рынке.

Отношение специалистов к фундаментальному анализу отличается от мнения по поводу повсеместной необходимости технического анализа. Существуют точки зрения, что фундаментальный анализ слишком затратный и сложный в проведении и интерпретации. С другой стороны, можно рассматривать большое количество приверженцев фундаментального анализа, которые выступают за его повсеместное использование. Однако наиболее разумным представляется объективный подход, позволяющие выявить как сильные, так и слабые стороны данного вида анализа.

К недостаткам фундаментального анализа относятся следующие его особенности.

Фундаментальный анализ иногда не может отразить реального состояния компании, так как зачастую используются искаженные

финансовые и производственные показатели. Исходная информация для анализа берется у самих компаний. Компании предоставляют новости о себе в том свете, в котором им это наиболее выгодно. Различные пресс-релизы, печатаемые на регулярной основе, склонны трактовать даже убытки с положительной стороны. Кроме того, не стоит забывать, что данные отчетности даже после аудита могут содержать некоторые искажения.

Еще один недостатком является то, что обработка информации для фундаментального анализа занимает много времени. Именно поэтому он не подходит для принятия быстрых решений. Кроме того, длительный анализ может в конечном итоге дать очень спорные результаты о цене акций. Есть риск того, что по окончании анализа информация уже будет неактуальной. В ситуациях, когда на рынке присутствует высокая волатильность, фундаментальный анализ мало чем может помочь при принятии решений.

Фундаментальная информация не носит четкого характера, она носит субъективный характер, так как зависит от личного мнения аналитика и его знаний. История знает некоторые случаи, когда фундаменталисты предрекали скорый рост акций, а рынок доказывал обратное.

Кроме того, проведение фундаментального анализа требует специальных знаний, профессионального образования и определенного опыта. Он недоступен «новичкам». Методология фундаментального анализа предполагает почти индивидуальный подход ко всем компаниям. Это также требует времени.

Наиболее частоупоминаемые коэффициенты фундаментального анализа были разработаны для отчетности зарубежных стандартов (Международные стандарты финансовой отчетности (МСФО), Общепринятые принципы бухгалтерского учета (ГААП)). В отечественной практике лишь небольшое количество компаний составляет отчеты по Международным стандартам. Это усложняет проведение фундаментального анализа в условиях российской действительности.

Теперь обратимся к сильным сторонам фундаментального анализа.

Наиболее эффективным фундаментальный анализ является при долгосрочном инвестировании, так как позволяет делать наиболее точные прогнозы об экономических, демографических, технологических и потребительских тенденциях.

Фундаментальный анализ ориентирован, прежде всего, на выявление недооцененных акций, то есть акций компаний, которые имеют потенциал, несмотря на негативное или недостаточное внимание к ним рынка. Инвесторы, целью которых не является получение спекулятивной прибыли, ориентированы именно на поиск таких акций, они могут подождать, пока компания займет достойное место на рынке. При применении же фундаментального анализа как раз выявляются компании с солидными активами, устойчивым балансом, стабильными доходами и растущей прибылью.

Следующее преимущество фундаментального анализа напрямую вытекает из предыдущего. Так как данный вид анализа помогает «увидеть» компанию изнутри и дать понимание возможностей и особенностей её развития, слабых и сильных сторон, то позволяет рассматривать бизнес в целом, то есть является приоритетным видом анализа для стратегических инвесторов. Опыт фундаментального анализа позволяет определить компании, которые являются потенциальными банкротами, а так же перспективные компании с вполне конкретными планами на работу и успешное развитие в ближайшем будущем. Анализируя эти группы, инвесторы смогут более ясно определить рисковые, надежные, растущие, ценные, цикличные, нецикличные и другие типы компаний.

Фундаментальный анализ также позволяет определить возможности работы и перспективы не только одной компании, но и отрасли, индустрии, в которой она работает. Следовательно, зная, чем занимается компания, инвестор может провести сравнительный анализ группы компаний конкретной индустрии и сделать соответствующие выводы.

Таким образом, можно сделать вывод о необходимости применения фундаментального анализа при инвестировании, особенно при выборе стратегии инвестирования и при долгосрочном вложении средств.

Роль фундаментального анализа скорее оценят инвесторы, занимающие активную позицию на рынке ценных бумаг. Для них важна не только линия тренда, отражающая поведение рынка в целом, но и внутренняя («справедливая») стоимость акций. Фундаментальный анализ для таких инвесторов – способ найти акции, цена которых достигнет в будущем своего «справедливого» значения.

Основных приверженцев фундаментального анализа можно поделить на несколько групп[3] в зависимости от того, на каких моментах, показателях при анализе они концентрируют особое внимание. К первой группе относятся так называемые «стоимостные инвесторы». Задачей таких инвесторов является покупка акций компании с наибольшей скидкой по сравнению с их внутренней стоимостью (стоимостью акций компании в случае моментальной продажи). На первый взгляд может показаться, что речь идет о ликвидационной стоимости. Однако это не совсем так. Под справедливой стоимостью понимается рыночная стоимость акций в данный момент времени, то есть при продаже данного актива соблюдаются следующие условия[4]:

1. «одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;
2. стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;
3. объект оценки представлен на открытый рынок в форме публичной оферты;

[3]Анализ акций – Электронный ресурс – Режим доступа: http://old.k2kapital.com/training/learning/analyz/92802.html , свободный. - Загл. с экрана.

[4] Об оценочной деятельности в Российской Федерации: федер. закон : [от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ : в посл. ред. от 28 декабря 2010 г.] – Ст. 3.

4. цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки, и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было; платеж за объект оценки выражен в денежной форме».

При продаже объекта по ликвидационной стоимости нарушается первое условие, так как ликвидационная стоимость – это стоимость при вынужденной продаже и может нарушаться четвертое условие.

Сторонниками «стоимостного» подхода являлись Сэр Джон Темплетон[5] и Майкл Прайс, которые выработали основные ориентиры для фундаментальных аналитиков:

- индекс Цена/Прибыль (P/E ratio) должен устанавливаться ниже определенного предела;
- дивидендный доход должен устанавливаться выше определенного предела;
- бухгалтерская стоимость на акцию и цена акции должны быть соотнесены;
- общие продажи компании и рыночная капитализация компании (рыночная стоимость) должны быть соотнесены.

Ко второй группе приверженцев фундаментального анализа относятся «инвесторы роста». Для них важным представляется скорость роста бизнеса и его качество. Их целью является приобретение акций компаний, основные характеристики которых (уровень продаж, прибыль и т.д.) увеличиваются регулярно, пусть и на минимальную величину.

В третью группу можно отнести «инвесторов в прибыль». Здесь решающим фактом в пользу акций той или иной компании выступают высокие дивиденды. При этом темпы роста таких компаний не выступают главным фактором.

---

[5] Templeton, Lauren C. Investing The Templeton Way: The Market-Beating Strategies of Value Investing's Legendary Bargain Hunter / Lauren C. Templeton, Scott Phillips. – USA : The McGraw-Hill Companies, 2008. – p. 27.

И, наконец, в четвертую группу можно отнести инвесторов, которые используют все вышеописываемые технологии для определения наиболее выгодных акций. Они ищут высококачественные бизнесы, оцененные соответственно («по разумной цене»).

Вышеописанные группы инвесторов являются основными пользователями фундаментального анализа.

Таким образом, фундаментальный анализ является основным методом определения «справедливой» стоимости акций и выявления недооцененных акций. Основным преимуществом фундаментального анализа является его ориентированность на долгосрочное инвестирование и стратегических инвесторов. При этом фундаментальный анализ является достаточно сложным видом анализа, использующим специфический инструментарий.

1.2 Инструментарий фундаментального анализа

Традиционно фундаментальный анализ включает в себя три составляющие: анализ макроэкономической ситуации в стране в целом, анализ конкретной отрасли, в которой работает компания и, наконец, анализ самой компании[6]. Фундаментальный анализ только тогда считается полным, когда затронуты и должным образом рассмотрены все его составляющие.

Существует два подхода к фундаментальному анализу: «сверху-вниз» (top-down forecasting approach) и «снизу-вверх» (bottom-up forecasting)[7]. В первом случае аналитики идут от общего к частному (сначала анализ экономики в целом, страны, затем отрасли, затем компании), а во втором от частного к общему (сначала анализ компании и т.д.). При этом тому или иному этапу анализа может быть уделено большее внимание. Фундаментальный аналитик в определенной экономической ситуации или в силу некоторых факторов может сделать вывод о том, что для оценки акций данной конкретной компании следует в большей степени

[6] Некоторые исследователи рассматривают еще одну стадию: анализ мировой экономики.

[7] Шарп, У. Инвестиции : пер. с англ. / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. – М. : Инфра-М, 2010. – стр. 814.

сконцентрироваться на анализе инвестиционной привлекательности компании. В этом случае решающее воздействие на формирование его выводов окажет анализ её отчетности, коэффициентов, менеджмента и т. п., в то время как макроэкономический анализ окажет лишь корректирующее действие на окончательный решение по приобретению оцениваемых акций.

При использовании подхода «top-down forecasting»[8] первым этапом фундаментального анализа становится макроэкономический анализ. На данном этапе оценивается внутренняя ситуация в стране и ее положение в мировой экономике. При этом учитываются не только экономические, но и политические факторы.

Существует несколько показателей, которые традиционно рассматриваются на данном этапе:

- объем Внутреннего Валового Продукта (ВВП) и Валового Национального Дохода (ВНД);
- состояние рынка занятости;
- состояние потребительского спроса;
- базовая процентная ставка;
- уровень экономической активности;
- уровень инфляции;
- политические факторы.

Внутренний валовой продукт представляет собой конечную рыночную стоимость всех товаров и услуг, которые были произведены в течении года предприятиями всех отраслей экономики на территории конкретного государства при расчете его потребления, экспорта и накопления, вне зависимости от национальной принадлежности факторов производства и традиционно рассчитывается по формуле:

[8] Шарп, У. Инвестиции : пер. с англ. / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. – М. : Инфра-М, 2010. – стр. 814.

Формула 1[9]

$Y = C + I + G + (Ex – Im)$,

где

Y – ВВП,

C – конечное потребление,

I – валовое накопление капитала (инвестиции),

G – государственные расходы,

Ex – экспорт,

Im – импорт.

Валовый национальный продукт – в отличие от ВВП, включает в себя также суммарную стоимость всех товаров и услуг, произведенных вне страны:

Формула 2

ВНД = ВВП + Сальдо первичных доходов, полученных из-за границы или переданных за границу

Инвесторам интересен рост ВВП и ВНП, так как он означает рост объемов производства компаний и, следовательно, рост инвестиционной привлекательности рынка. При этом также следует учитывать размер инфляции в стране и корректировать на него данные показатели.

Вторым фактором, рассматриваемым при макроэкономическом анализе, является уровень безработицы:

Формула 3[10]

$Unemployment\ Rate = 100 * (LF – E)/ LF$,

где

LF – трудовые ресурсы

E – занятая рабочая сила.

Низкое значение данного показателя поддерживает рост акций на фондовом рынке.

---

[9] Levi, Maurice D. International Finance – UK : Taylor & Francis, 2010. –Part 7. – P. 161.
[10] Levi, Maurice D. International Finance – UK : Taylor & Francis, 2010. –Part 7. – P. 163.

Для оценки динамики потребительского спроса используется несколько показателей, например, уровень доходов населения (Personal income), уровень расходов населения (Personal spending), уровень потребительского доверия (Consumer confidence), уровень розничных продаж (Retail sales). Данные показатели оказывают непосредственное влияние на макроэкономическую ситуацию в стране и, следовательно, на капитализацию фондового рынка.

Базовая процентная ставка устанавливается и публикуется банками для определения базовой основы начисления процентов по различным видам кредитов[11]. Цена акций находится в обратной зависимости от базовой процентной ставки, то есть её снижение поддерживает рост акций, а повышение оказывает отрицательное воздействие.

Уровень экономической активности оценивается с помощью индексов деловой активности (делового оптимизма). Увеличение данных индексов повышает доверие к национальной экономике. Расчет происходит на основе опроса компаний, а именно менеджмента, о состоянии экономике. Фактически отражает ожидания участников рынка. Существуют следующие индексы деловой активности: ISM (NAPM), PMI, ISM Services Index, Chicago Purchasing Managers' Index, Atlanta Fed Index, CBI industrial trends, IFO, Tankan report и т.д.

Уровень инфляции с точки зрения экономической стабильности является неблагоприятным фактором. Основные показатели, позволяющие измерить уровень инфляции – индекс потребительских цен, индекс цен производителей. Один из них показывает увеличение (уменьшение) цен на определенные товары из фиксированной корзины на розничном уровне, другой – на оптовом. Ввиду того, что инфляция оказывает неблагоприятное воздействие на экономику и, соответственно, на развитие компаний, обычно,

[11]Базовая процентная ставка – Электронный ресурс – Режим доступа: http://www.mabico.ru/lib/127.html , свободный. - Загл. с экрана.

при повышении инфляции прибыльность компаний уменьшается и цены на акции падают.

Политические факторы также оказывают непосредственное влияние на фондовый рынок и цены на акции. Неблагоприятная политическая ситуация в стране, военные конфликты, нестабильное развитие приводит к обвалам рынка. Все это следует учитывать при проведении фундаментального анализа.

После проведения анализа на макроуровне аналитик переходит к мезоуровню, то есть анализу конкретной отрасли, где действует компания. Прежде всего, следует выяснить, в какой мере анализируемая отрасль зависит от спадов и роста всей экономики, то есть от так называемых экономических циклов. Акции компаний, продукты которых зависят от уровня цен на сырье на рынках (классический пример – нефтедобывающие компании), чувствительны к движениям рынка и экономики в целом. Соответственно, при анализе таких отраслей необходимо большее внимание уделять макроэкономическим тенденциям.

Еще один важный аспект, отражающий особенности компаний в той или иной отрасли - зависимость от постоянных и переменных затрат. Если вид деятельности компании предполагает большую долю постоянных затрат, то при кризисной ситуации такие компании не смогут без последствий урезать производство, как это могут сделать компании с большей долей переменных затрат. Высокий уровень постоянных затрат, которые не будут покрываться из доходов, сразу приведет к банкротству. К таким отраслям относятся: электроэнергетическая, нефтегазовая отрасли, сталелитейные, телефонные компании, а также отрасли с высокими затратами на НИОКР - автомобилестроение, производство компьютеров и проч.

Как и у экономики и компании, так и отрасли тоже существуют жизненные циклы. Выделяют следующие четыре основных этапа жизненного цикла:

1. Этап первоначальной разработки. Отрасль новая, неисследованная, риски инвесторов велики, но в случае удачи возможен стремительный рост доходов.
2. Этап стремительного расширения. Начинается стремительный рост продаж продукции отрасли, она становится привлекательной для инвесторов, несмотря на общее положение в экономике, поглощает большой объем инвестиционных ресурсов за счет других отраслей. Однако не всем отраслям дано переживать быстрый рост на протяжении длительного периода. Большинство из них в скором времени переходят к следующему этапу.
3. Этап зрелого роста. Динамика роста продаж на этом этапе замедляется, она теперь в большей мере определяется темпами экономического роста в стране. На этом этапе проявляется долгосрочный характер развития отрасли. К отраслям этой категории относятся те, которые принято называть «оборонительными», например пищевая, швейная промышленность, отрасли циклического производства, такие, как автомобилестроение и тяжелое машиностроение.
4. Этап упадка. В это время спрос на продукцию отрасли заметно снижается, капиталы начинают покидать отрасль. Инвесторы стремятся избавиться от акций предприятий, находящихся в последней фазе своего цикла.

Традиционно считается, что инвестиции следует вкладывать в развивающиеся отрасли или находящиеся на втором этапе жизненного цикла.

Кроме того, важно учитывать, что у каждой сферы бизнеса свои отличительные особенности и ключевые показатели. Ниже представлена таблица, описывающая взаимозависимость специфики отрасли и её ключевых показателей.

Таблица 1 – Анализ различных отраслей[12]

Отрасль	Особенности	Ключевые показатели
Средства массовой информации	Высокая концентрация собственности	Человеческий фактор: творческая личность, способная продавать новые идеи
Промышленность	Зрелые, стабильные и располагающие значительными активами компании основных отраслей экономики. Надежные результаты дает сравнение фирм, оперирующих в одной и той же подотрасли	Цена/прибыль, цена/балансовая стоимость, Дисконтированный Денежный Поток (DCF)
Коммунальное хозяйство	Большое влияние оказывает деятельность регулирующих органов: усиление/ ослабление контроля	Цена/прибыль, цена/балансовая стоимость, Дисконтированный Денежный Поток (DCF) + Деятельность регулирующих органов: усиление/ ослабление контроля
Банки и финансовые услуги	Зависимость от циклического изменения процентной ставки	Оценку коэффициентов цена/прибыль и DCF можно дополнить сравнением размеров безнадежной задолженности у компаний отрасли
Нефтяная промышленность	Ключевое влияние цены и спроса на нефть и права собственности на запасы и контроля над ними	Оценка запасов
Фармацевтика	Большие затраты на научные исследования; длительный процесс от начала работы до окупаемости проекта	Анализ расходов. Поскольку активы, связанные с исследованиями и разработками, обычно не отражаются в балансе, рентабельность капитала в отрасли нередко завышается.
Недвижимость	Активы слишком сконцентрированы и неликвидны, а их стоимость прямо зависит от качества управления	Основное значение имеет динамика стоимости активов, составляющих портфель
Высокотехнологичные отрасли	Быстрое получение доходов	Стоимость компаний определяется с помощью коэффициента цена/продажи
Добывающая промышленность	Зависимость от цен на полезные ископаемые, качества запасов и скорости их истощения	Выявление наиболее дешевых акций из группы, оцененной на одной и той же основе

[12] Харрисон, М. Искусный инвестор. Управляйте своими инвестициями профессионально : пер. с англ. – М. : Олимп-Бизнес, 2008. – стр. 64.

Наконец, перейдем к третьему этапу анализа, анализу самой компании.

Существует огромное количество подходов к фундаментальному анализу компаний: от традиционного финансового анализа с рассмотрением отчетности до оценки стоимости компаний с помощью затратного, доходного или сравнительного подхода.

Источниками информации для анализа являются официальная отчетность компании, публикации в прессе, данные рейтинговых или информационных агентств, баз данных, выступления руководителей компании, результаты исследований специализированных организаций (рейтинги компании-эмитента и конкурирующих компаний).

Однако первым шагом всегда является рассмотрение компании с точки зрения менеджмента и общей оценки позиции на рынке. Управление организацией должно осуществляться в соответствии с её целями. Цели компании зависят от особенностей конкретного бизнеса и от стадии жизненного цикла, которых (как уже было отмечено выше) четыре. Выявление соответствия текущего направления развития компании её целям на данной стадии развития является первой задачей фундаментального аналитика.

На стадии создания компании основная задача – закрепиться на рынке, найти покупателей на предлагаемые товары. Как правило, расходы при этом превышают доходы, выручка еще невелика, чистый денежный поток отрицателен. Основным контрольным показателем для аналитика является объем продаж при обязательном отслеживании расходования денежных средств.

Стадия роста характеризуется значительным увеличением объема продаж. Рост выручки требует постоянных инвестиций в основной и оборотный капитал. Это неизбежно приводит к росту потребности в дополнительных источниках финансирования и возникновению угрозы неплатежеспособности компании. Соответственно, аналитик будет выбирать

те компании, которые смогли обосновать такие темпы роста объема продаж, которые позволяют поддерживать платежеспособность.

Стадия стабилизации (зрелости) характеризуется снижением темпов роста продаж, и для получения прибыли необходим опережающий рост доходов над расходами. При анализе компаний, находящихся на этой стадии, важно рассмотреть показатели эффективности бизнеса, как то: показатели рентабельности вложения капитала, показатели создания стоимости.

Также следует обращать внимание на показатели оборачиваемости среди компаний, принадлежащих к одной отрасли. Например, для компаний отраслей торговли нормальным является высокий уровень оборачиваемости. Снижение оборачиваемости может быть вызвано избытком и неэффективным управлением денежными средствами, и привести к снижению рентабельности, и в целом эффективности бизнеса.

Стадия старения характеризуется снижением объема продаж, чистого денежного потока, ограниченностью доступных ресурсов, падением эффективности. Контролируемые показатели на данной стадии напрямую зависят от стратегического решения о дальнейшем развитии или ликвидации бизнеса. Но, как правило, компании на данном этапе мало интересуют инвесторов.

Важно отметить, что состав контролируемых показателей должен быть уточнен с учетом специфики деятельности компании. Анализ информации должен быть нацелен на выяснение таких вопросов, как[13]:

- ключевые направления деятельности компании и перечень основных продуктов (выполняемых работ, оказываемых услуг);
- стратегия развития компании (стратегия развития продаж, привлечения источников финансирования);
- изучение данных о натуральных показателях деятельности;
- масштабы инвестиционной деятельности.

[13] Ефимова, О. В. Финансовый анализ: современный инструментарий для принятия экономических решений – М. : Омега-Л, 2009. – с.25.

После проведения оценки общей информации о компании следует переходить к анализу финансового состояния, который включает четыре основных этапа[14].

Первым этапом является предварительная оценка. На данном этапе оценивается риск использования имеющейся информации, делаются выводы по относительным показателям, намечаются направления дальнейшего анализа.

На втором этапе проводится экспресс-анализ текущего финансового состояния организации путем вычисления основных коэффициентов и интерпретации полученных результатов. Расчет финансовых коэффициентов – самый популярный и часто применяемый метод финансового анализа. Обычно выделяют следующие группы коэффициентов, характеризующих:

- ликвидность и текущую платежеспособность;
- деловую активность и оборачиваемость;
- финансовую структуру и долгосрочную платежеспособность;
- эффективность бизнеса;
- активность на рыке ценных бумаг.

К каждой группе можно отнести множество коэффициентов, однако аналитик не рассчитывает их все. Выбираются несколько наиболее подходящих именно для анализа конкретной организации. Однако расчет коэффициентов не является «панацеей» для проведения успешного анализа. Во-первых, для того чтобы этот расчет не превратился в набор арифметических действий, аналитик должен обладать способностью понимать используемую информацию и умением интерпретировать полученные результаты. Во-вторых, расчет коэффициентов должен быть дополнен другими инструментами анализа.

При использовании финансовых коэффициентов следует обратить внимание на следующие проблемы:

[14] Ефимова, О. В. Финансовый анализ: современный инструментарий для принятия экономических решений – М. : Омега-Л, 2009. – с.26.

- надежности показателей финансовой отчетности;
- сопоставимости показателей отчетности;
- взаимозависимости показателей отчетности.

Ненадежность информации и сомнения в её подлинности должны быть учтены аналитиком, вследствие возможных искажений результатов анализа. Показатели должны быть сопоставимы с особенностями деятельности организации, выбранной учетной политикой и др. И, наконец, должен быть учтен тот факт, что показатели, которые используются в процессе анализа финансовой отчетности, зачастую оказывают друг на друга непосредственное влияние (например, завышенная рентабельность продаж может привести к падению оборачиваемости активов).

На третьем этапе проводится углубленный анализ с привлечением необходимой внутренней и внешней информации. Перед углубленным анализом стоит задача выяснить, за счет каких статей расходов, видов продукции, центров ответственности произошли выявленные негативные изменения, и будет ли менеджмент в состоянии их исправить и/или обернуть в свою пользу и пользу организации.

На четвертом этапе аналитик подводит итоги проведенного анализа и делает выводы о финансовом состоянии организации.

Таким образом, для проведения фундаментального анализа требуется комплексный подход, охватывающий рассмотрение ситуации на трех уровнях: страны, отрасли и фирмы. Приведенные выше стадии фундаментального анализа являются общепринятыми. Однако в практике их применения в России существуют некоторые особенности. Кроме этого, фундаментальный анализ включает в себя несколько подходов определения справедливой стоимости акций компании. Об этих аспектах и пойдет речь далее.

2 Детализация и особенности схемы проведения фундаментального анализа

2.1 Основные различия составления отчетности по российским стандартам бухгалтерского учета (РСБУ) и международным стандартам отчетности (МСФО)

В основе особенностей проведения фундаментального анализа в российских условиях на уровне фирмы лежат различия между Российской системой бухгалтерского учета и Международными стандартами финансовой отчетности.

У каждой национальной системы бухгалтерского учета есть свои особенности, связанные с различным уровнем развития стран, особенностями законодательства, положением страны на мировой политической и экономической арене.

Однако в условиях современной глобализации и интеграции для развития бизнеса стали необходимы унифицированные стандарты учета и отчетности, которые бы позволили проводить трансграничный сравнительный анализ компаний.

Международные стандарты финансовой отчетности действуют с 1973 г[15]. и приняты как обязательные в некоторых странах Европы. Для большинства стран Европы требование применения Международных стандартов является обязательным только для компаний, обращающихся на бирже.

Международные стандарты определяют основные общепризнанные правила отражения компанией финансовых операций и хозяйственных фактов в бухгалтерском учете и отчетности[16]. Причем имеется ввиду публичная отчетность, данные которой доступны внешним пользователям. Именно в этом состоит главное преимущество Международных стандартов

[15] Палий, В. Ф. Международные стандарты учета и финансовой отчетности: Учебник. – М.: Инфра-М, 2007. – с. 6.

[16] Палий, В. Ф. Международные стандарты учета и финансовой отчетности: Учебник. – М.: Инфра-М, 2007. – с. 3.

над национальными формами отчетности. Внешние пользователи по всему миру могут получать достоверную, составленную по унифицированным формам информацию об организации для ее анализа и принятия инвестиционных решений.

Особую значимость использование Международных стандартов финансовой отчетности приобретает для компаний и корпораций, которые выступают со своими финансовыми инструментами на фондовых рынках всего мира. Финансирование компаний за счет прямого привлечения инвестиций на рынках ценных бумаг имеет огромные размеры и значимость для крупнейших компаний любой страны. Объемы сделок, совершаемые на фондовых рынках, увеличиваются с каждым годом. В условиях проведения крупных финансовых операций их обоснование должно быть сделано только на основании однозначно идентифицируемой финансовой информации, которая отражена в отчетности, составленной соответственно нормам и принципам Международных стандартов.

После введения Международных стандартов все больше стран обязывают свои компании использовать их для составления отчетности. В России с 1998 г. выполняется программа реформирования бухгалтерского учета в соответствии с МСФО[17]. Уже с 2005 года к кредитным организациям применяется требование обязательной подготовки отчетности по международным стандартам. В 2011 году принято Положение о признании МСФО и их разъяснений для применения на территории Российской Федерации[18]. Планируется проведение экспертизы в отношении каждого стандарта МСФО на предмет его применимости в России, затем решением Министерства финансов Российской Федерации документ, касающийся Международных стандартов, вступит в силу.

---

[17]Палий, В. Ф. Международные стандарты учета и финансовой отчетности: Учебник. – М.: Инфра-М, 2007. – с. 8.

[18] Об утверждении положения о признании международных стандартов финансовой отчетности и разъяснений международных стандартов финансовой отчетности для применения на территории Российской федерации: постановление Правительства РФ : [от 25 февраля 2011 г. №107]

Однако это достаточно длительный процесс и до вступления в силу всех Международных стандартов финансовой отчетности и адаптации их к российской действительности все еще следует говорить о различиях между российской и международной системой учета.

Одним из первых различий является терминология. Во-первых, применяются различные термины. Например, в Международных стандартах существует такое понятие, как Goodwill – деловая репутация, которое фактически никаким образом не оценивается в Российских стандартах бухгалтерского учета. Во-вторых, имеет место различное использование одних и тех же терминов. Причем одно и то же понятие может по-разному толковаться даже в странах европейского сообщества. Для того чтобы исключить путаницу в использовании различных толкований, в международном учете используется термин «глоссарий»[19].

Второе различие касается плана счетов. В отличие от российской практики, в которой план счетов регламентирован Приказом Министерства Финансов Российской Федарации от 31.10.2000 г. № 94н, в Международных стандартах нет его жесткой регламентации, существуют лишь определенные принципы его построения.

Ведение счетов также имеет свои особенности. В Международных стандартах в отличие от Российских в процессе ведения счета не выводятся дебетовые и кредитовые обороты, а вычисляется только остаток. Также в международной системе отсутствуют активно-пассивные счета и существуют только два типа счетов – счета доходов и счета расходов, активные и пассивные соответственно.

Четвертое различие касается исправлений. Согласно Международным стандартам исправления проводятся с помощью черного сторно, увеличивающего обороты по счетам. В то время как в Российских стандартах используется красное сторно, уменьшающее их.

[19] Словарь, пер. с англ.

В отличие от ведения учета по российской системе, где существует понятие проводок, в международной системе при ведении учета используют только сальдо счетов (входящее и исходящее) и обороты, причем, обороты не делятся на дебетовый и кредитовый.

Шестым различием между Российскими стандартами бухгалтерского учета и Международными стандартами финансовой отчетности является ведение баланса. Согласно Международным стандартам баланс ведется постоянно, однако форма его ведения значительно отличается от формы в Российских стандартов. Во-первых, основное балансовое равенство в международной практике трактуется как «Активы = Обязательства + Капитал», в то время, как согласно российской специфике это «Актив = Пассив». Во-вторых, статьи баланса, составленного по Российским стандартам учета, имеют детализированную форму, баланс имеет обобщенный вид, детализируется же при этом отчет о прибылях и убытках. В-третьих, вторая часть баланса, составленного по Международным стандартам выглядит следующим образом: статьи обязательств расположены от краткосрочных к долгосрочным, а собственный капитал находится в последней части баланса.

Можно также говорить о различиях в ведении учета в техническом отношении. В Российских стандартах существует три формы ведения бухгалтерского учета: по мемориально-ордерной, журнально-ордерной, а также простой форме. В то же время согласно Международным стандартам разрешена к применению только мемориально-ордерная форма учета. Связано это с автоматизацией бухгалтерского учета. Только документы, составленные согласно мемориально-ордерной форме, удобны при компьютерной обработке. Данная особенность является причиной возникновения различного вида несоответствий между формами документов в российской и международной практике.

При расчете прибылей и убытков также возникают определенные особенности различных форм учета. Согласно Международным стандартам

финансовой отчетности финансовые результаты деятельности организации накопительным итогом собираются на определенных счетах (прибылей и убытков). Расчет текущих результатов деятельности делается на основании отчетов. Для составления баланса используется счет «Retained Earnings» («Текущая прибыль»), где суммируются все счета прибылей и убытков. Также имеется счет «Прибыли и убытки прошлых лет», используемый для накопления всех итогов, на который они переносятся в конце года.

Теперь обратимся к различиям в отчетности, составленной согласно Международным Стандартам Финансовой Отчетности (МСФО) и Российским Стандартам Бухгалтерского Учета (РСБУ). Она представлена в таблице ниже.

Таблица 2

Различия в отчетности, составленной по МСФО и РСБУ

	МСФО	**РСБУ**
Бухгалтерский баланс	Оценка статей бухгалтерского баланса происходит исходя из правила выбора наименьшего из двух имеющихся показателей, а именно первоначальной и рыночной стоимостей	Отсутствие оценочных резервов, как то: резерв на морально устаревшие товарно-материальные запасы, резерв на безнадежные долги, - а также капитализация расходов за период приводят к завышению стоимости отдельных активов в бухгалтерском балансе
Отчет о прибылях и убытках	Основанием для признания затрат и убытков фирмы расходами в отчете о прибылях и убытках является отнесение их к отчетному периоду	Законодательство Российской Федерации обязывает компании при определении финансового результата учитывать все фактические затраты с поправкой на лимиты, установленные для определения налогооблагаемой базы по налогу на прибыль. Однако в целях уменьшения капитала расходы учитываются многими компаниями сверх установленных лимитов, что приводит к искажению реальных финансовых результатов

Отчет о движении денежных средств	Отчет должен быть составлен таким образом, чтобы давать внешним и внутренним пользователям финансовой отчетности возможность оценить способность компании создавать денежные средства, а также потребность в их использовании. Для составления отчета используется как прямой, так и косвенный метод	В отчете, составленном по российским стандартам, денежные потоки разделены по источнику и использованию, а не по типу деятельности, что вызывает затруднения при проведении анализа деятельности компании. Для составления отчета о движении денежных средств используется только прямой метод. Отражению подлежат только денежные средства, в действительности переведенные на счет компании
Финансовая отчетность в условиях гиперинфляциооной экономики	Учтены особенности предприятий стран с гиперинфляционной экономикой. Отчетность должна быть скорректирована с учетом отражения изменений покупательной стоимости денег	Отсутствует требование по корректировке отчетности с поправками на инфляцию и выражения результатов в валюте со стабильной покупательной способностью. Как следствие, несопоставимость финансовых результатов на начало и конец периода
Консолидированная отчетность	Определены унифицированные правила по составлению консолидированной отчетности. Используются следующие способы консолидации: метод объединения активов, метод пропорциональной консолидации, метод полной консолидации, метод учета по долевому участию, метод учета по себестоимости	Существующие рекомендации по составлению консолидированной отчетности. Однако, так как следование им не обязательно, качество составленной отчетности, как правило, низкое
Раскрытие информации по аффилированным сторонам	Все сделки между аффилированными лицами подлежат раскрытию	Необходимо раскрывать сделки между аффилированными лицами, в случае возможности неверного представления этих сделок, которое может привести к искажениям в отчетности
Основные средства	Оценка основных средств по первоначальной стоимости. Возможность систематической переоценки до справедливой стоимости, причем разрешено признание любого долговременного падения справедливой стоимости	Оценка основных средств по первоначальной стоимости. Регулярная переоценка (не чаще одного раза в год) с помощью индексации или прямого пересчета по документально подтвержденным рыночным ценам
Износ (амортизация)	Начисление износа на основные средства и нематериальные	Выбор метода начисления амортизации на основные

	активы в течение всего срока полезного использования активов согласно учетной политике предприятия. Регулярный пересмотр оставшегося срока полезного использования	средства осуществляется в соответствие с методикой расчета налогооблагаемой базы, а не срока полезного использования. Нормы амортизации, как правило, ниже соответствующих норм Международных стандартов финансовой отчетности

Таким образом, составление отчетности по Российским стандартам бухгалтерской отчетности и Международным стандартам финансовой отчетности имеет существенные различия, что ведет за собой различия в проведении фундаментального анализа на уровне фирмы.

2.2 Специфика фундаментального анализа в российских условиях и особенности его проведения на уровне фирмы

При проведении фундаментального анализа российских компаний, необходимо, прежде всего, учитывать макроэкономическую ситуацию в стране. Российская Федерация относится к странам с формирующимися рынками, то есть с фондовыми рынками стран с развивающейся экономикой, которые характеризуются рядом особенностей: высоким риском в сочетании с высокой доходностью, высокой регулятивной нагрузкой и влиянием государства, низкой ликвидностью и информационной прозрачностью, недостатком полноценной диверсификации по отраслям и пр.

Одной из главных особенностей проведения анализа в таких условиях является анализ политической ситуации в стране и политических рисков. Так как именно высокой взаимозависимостью между состоянием фондового рынка и политической ситуацией в стране обуславливаются высокие риски, присущие формирующимся рынкам.

Помимо повышенных политических рисков на российском рынке существует проблема низкой ликвидности акций. Данная проблема состоит в существовании на рынке достаточно большого количества неликвидных или низколиквидных акций, по которым сделки совершаются крайне редко.

Федеральная служба по финансовым рынкам устанавливает критерии ликвидности для эмитентов[20], однако, что характерно для любой сферы деятельности в Российской Федерации, не все эмитенты, включенные в котировальные списки, им соответствуют.

Критериям ликвидности, утвержденным приказом Федеральной службы по финансовым рынкам, на начало второго квартала 2011 года удовлетворяли бумаги лишь 39 эмитентов[21] (при этом на десять эмитентов, входящих в этот список приходилось 91,7% биржевого оборота[22]). В то же время, на Московской межбанковской валютной бирже в котировальные списки на начало второго квартала 2011 года были включены акции 65 эмитентов[23].

Также в рамках классической схемы фундаментального анализа не учитывается такая особенность формирующихся рынков, как отсутствие полноценной диверсификации фондового рынка по отраслям и высокий уровень концентрации. Так, в России на начало 2010 года доля пяти отраслей – нефтегазовая, финансовые услуги, металлургия, электроэнергетика, связь – составила 90,8% в общей капитализации фондового рынка. При этом доля нефтегазвой отрасли – 50%[24].

Что касается фундаментального анализа на микроуровне в России, то он зачастую, к сожалению, сводится к расчету количественных показателей, а именно темпов изменения, значений финансовых коэффициентов, структурных соотношений. Это очень узкий подход, который не позволяет сделать глубоких выводов о состоянии компании, её финансовом положении и целесообразности инвестирования. Как правило, исследование при этом

---

[20] 1) http://www.micex.ru/markets/stock/emitents/listing

2) Об утверждении положения о критериях ликвидности ценных бумаг: приказ ФСФР РФ : [от 7 марта 2006 г. N 06-25/пз-н в ред. Приказов ФСФР РФ от 09.10.2007 N 07-102/пз-н, от 13.11.2008 N 08-52/пз-н]

[21] http://www.micex.ru/markets/stock/disclosure

[22] Медина, И.С. Характеристика российского рынка ценных бумаг // Лекции по курсу «Государство на рынке ценных бумаг», Финансовый Университет при Правительстве РФ, 2010.

[23] http://www.micex.ru/markets/stock/emitents/listing

[24] Медина, И.С. Характеристика российского рынка ценных бумаг // Лекции по курсу «Государство на рынке ценных бумаг», Финансовый Университет при Правительстве РФ, 2010.

сводится к сравнению показателей за текущий и предыдущий период и отслеживанию тенденций «ухудшения» или «улучшения».

Следующей особенностью можно назвать то, что исходной информацией для анализа может являться недостоверная отчетность. Искажения в отчетности могут быть вызваны как субъективными, так и объективными причинами. К субъективным факторам относится стремление менеджеров компании к занижению реальных значений доходов или, в худшем случае, их сокрытие. Это затрудняет проведение анализа, вынуждает прибегать к независимым заключениям аудиторов для получения объективного мнения и выявления преднамеренных и непреднамеренных ошибок. К объективным факторам относится тот факт, что согласно Российским стандартам бухгалтерского учета неденежные и денежные формы расчетов не разделены в отчетности (за исключением «Отчета о движении денежных средств», но данная форма не предоставляется за год). Между компаниями может установится система взаимозачетов, скрывающая реальные цены, по которым осуществляются расчеты между контрагентами. А, так как в отчетности будут указываться рыночные цены, то показатели выручки в отчете о прибылях и убытках, а также выплаты в государственный бюджет будут искажены.

К тому же нельзя забывать и об информационной ограниченности российского фондового рынка, связанной с неразвитостью его инфраструктуры. Что касается данной проблемы для компаний, то ее наличие может объясняться недостаточным уровнем развития корпоративной культуры. Кроме того, многие эмитенты сознательно не хотят становиться информационно открытыми в силу разных причин, например, из-за неготовности раскрывать реальную финансовую ситуацию на предприятии. В частности, поэтому не является повсеместным на формирующихся рынках использование Международных стандартов финансовой отчетности. Такая позиция во многом связана с особенностями корпоративной культуры на российском рынке. Ведь владельцами большинства крупных компаний

являются лица, так или иначе связанные с политической элитой страны, которые не считают нужным раскрывать необходимые данные.

Так, ярким примером является ситуация с российской компанией ОАО «Сургутнефтегаз», которая публикует отчетность только по российским стандартам, не отражающим реальной финансовой картины[25]. Кроме того, зачастую компании не публикуют иную, необходимую для аналитиков, информацию (например, операционные и производственные показатели), без которой трудно прогнозировать денежные потоки.

Третьей особенностью является стремление к детализации анализа. Используется слишком большое количество коэффициентов, хотя зачастую достаточно двух или трех показателей, характеризующих тот или иной аспект деятельности организации.

В-четвертых, фундаментальный анализ на микроуровне не будет эффективен, если на его основе не перейти к сравнительной характеристике компаний, находящихся в одной отрасли. Однако в России отсутствует практика расчета рейтинговыми агентствами среднеотраслевых показателей на регулярной основе и приемлемая нормативная база, на которой этот расчет мог бы проводится.

В-пятых, из-за различий в системе составления отчетности, показатели, которые используются при проведении анализа в России и за рубежом значительно отличаются. Поэтому трудно проводить сравнительный анализ зарубежных и российских компаний и применять успешную практику анализа, например, в США к российским реалиям.

В-шестых, искажению отчетности также способствуют инфляционные процессы, имеющие место в российской экономике. Для нивелирования их влияния необходимо проводить «расчет сопоставимых цен на основе применения официальных показателей-дефляторов»[26].

---

[25] http://www.surgutneftegas.ru/ru/investors/reports/

[26] Синягин, А. Специфика финансового анализа в российских условиях / А. Синягин // Финансовый портал www.cfin.ru.

При проведении фундаментального анализа и оценке инвестиционной привлекательности российских эмитентов оцениваются следующие показатели, характеризующие:

1. структуру акционеров предприятия;
2. дивидендную политику предприятия;
3. практику использования ресурсов на предприятии и сырьевую базу;
4. кадровый потенциал предприятия;
5. организационно-технический уровень предприятия, внедрение инновационных технологий;
6. конкурентоспособность и рыночное положение предприятия;
7. финансовое положение предприятия.

Так как фундаментальный анализ на микроуровне базируется на финансовом анализе, то именно последняя группа показателей заслуживает более пристального рассмотрения.

Анализ финансового положения компании проводится с помощью следующих групп показателей: рентабельности, долгосрочной финансовой устойчивости, ликвидности, деловой активности, структуры капитала, обслуживания долга. Также особое значение имеет рассмотрение динамики показателей активов, собственного капитала, выручки и прибыли. Описание данных показателей в сжатом виде представлено в Таблицах1-4 Приложения А. Подробное рассмотрение представлено ниже.

В качестве основных индикаторов деятельности предприятия можно назвать показатели рентабельности, являющиеся характеристикой эффективности деятельности компании, а, следовательно, доходности вложенных инвестиций. Инвесторы рассматривают, как относительные показатели рентабельности, так и наличие прибыли у компании. Это особенно актуально в то время, когда, несмотря на несущественное снижение доли убыточных предприятий за последний год (1,5%, см. Рисунок 1), удельный вес убыточных организаций в России с 2007 по 2010 г. вырос на

11,6% и составил 37,1%[27]. Таким образом, данный показатель играет все большее значение.

Кроме того, следует отметить, что темпы роста прибыли предприятия также имеют существенное значение для инвесторов. Консультантами из

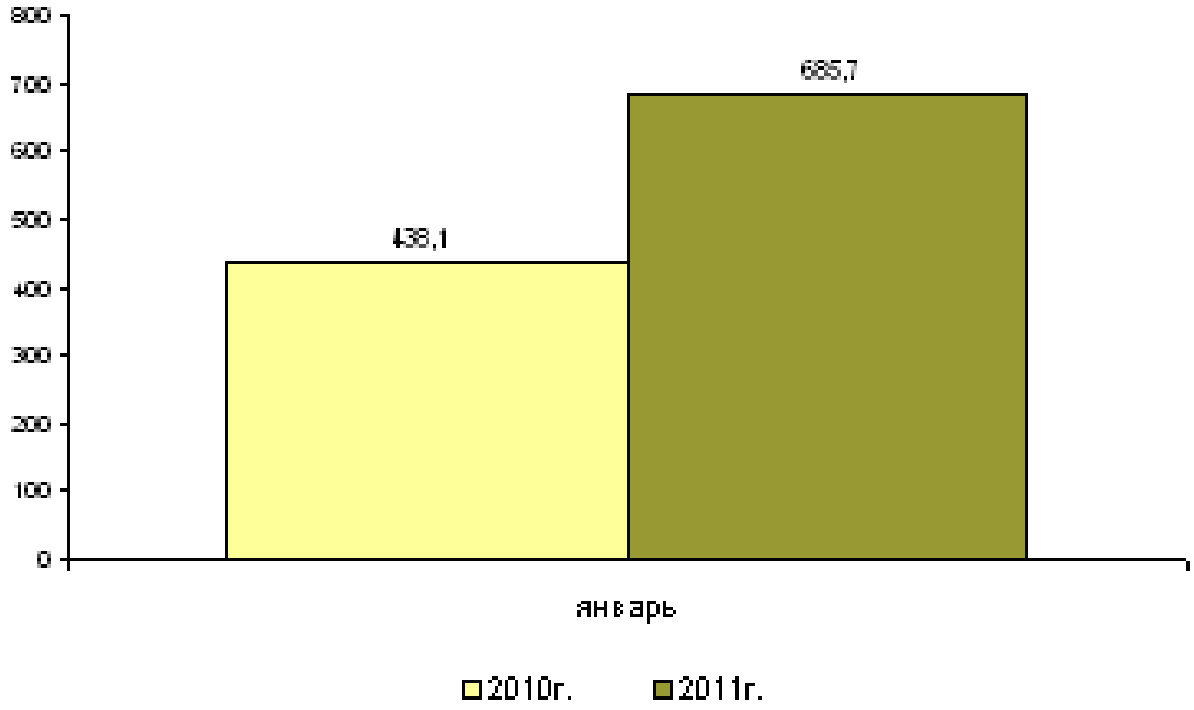


Рисунок 1 - Динамика сальдированного финансового результата организаций, не относящихся к субъектам малого предпринимательства, млрд. руб[28].

университетов Кэмбриджа и Массачусетса был проведен опрос акционеров тысячи крупнейших корпораций в Западной Европе и Соединенных Штатах Америки, который позволил выяснить, что предпочтения инвесторов находятся среди компаний, демонстрирующих наиболее быстрый рост прибыли. Кроме того, они также выбирают ценные бумаги предприятий, по которым наиболее высока степень прогнозируемости прибыли или наблюдается устойчивый характер ее роста[29]. По данным Росстата сальдированный финансовый результат предприятий (прибыль минус

[27] http://www.gks.ru/bgd/regl/b10_11/IssWWW.exe/Stg/d2/23-17.htm
[28] http://www.gks.ru/bgd/free/b04_03/IssWWW.exe/Stg/d01/60.htm
[29] Суверов, С. Фундаментальный анализ на российском рынке. Обобщение опыта / С. Суверов // Финансовый портал www.cfin.ru.

убыток) составил на январь 2011 г. 685,7 млрд руб[30]. (16,87 млрд. Евро[31]). Соответствующий показатель за январь 2010 г. равнялся 438,1[32] млрд руб. (10,32 млрд. Евро[33]). При этом возросли и темпы роста прибыли. Если за январь 2010 года прибыль выросла на 23%[34] по сравнению с январем 2009 года, то в январе 2011 года она выросла на 39,6%[35]. В январе 2011 года сокращение прибыли было зафиксировано в сфере строительства - на 9,5%[36] к аналогичному периоду 2010 года, в сфере операций с недвижимым имуществом, аренды и предоставления услуг - на 9%[37].

Теперь перейдем непосредственно к показателям рентабельности, которые, в свою очередь, можно разделить на три группы: показатели рентабельности активов, капитала и продаж.

Формула расчета рентабельности активов (Return on Assets – ROA) представлена в Таблице 1Приложения 1. Еще одной популярной формулой расчета является:

Формула 4[38]

$$ROA = \frac{\text{Чистая прибыль} + \text{Проценты}\,(1 - \text{Ставка налога})}{\text{Средние суммарные активы}} \cdot 100\%$$

где *Ставка налога* - предельная ставка налога на прибыль, т.е. ставка, по которой будет облагаться дополнительный доход компании.

Использование процентов к уплате (строка 070 Отчета о прибылях и убытках) позволяет не учитывать этот показатель в коэффициенте. Следовательно, независимо от того, какой способ финансирования выбран компанией, её можно сравнить с аналогами в отрасли по показателям рентабельности без погрешностей. Так как проценты к уплате уменьшают не

---

[30] http://www.gks.ru/bgd/free/b04_03/IssWWW.exe/Stg/d01/60.htm
[31] Курс евро по состоянию на 31.01.2011 по данным ЦБ РФ – 40,6487
[32] http://www.gks.ru/bgd/free/b04_03/IssWWW.exe/Stg/d01/60.htm
[33] Курс евро по состоянию на 31.01.2010 по данным ЦБ РФ – 42,4637
[34] http://www.minregion.ru/statparam/28
[35] http://www.gks.ru/bgd/free/b04_03/IssWWW.exe/Stg/d01/60.htm
[36] Там же.
[37] Там же.
[38] Коэффициент рентабельности активов – Электронный ресурс – Режим доступа: http://www.cfin.ru/encycl/return_on_assets.shtml , свободный. - Загл. с экрана.

только прибыль, но и налогооблагаемую базу, то для большей объективности этот показатель корректируют на соответствующую ставку налога.

Рентабельность активов является индикатором доходности и эффективности деятельности компаний, причем на этот показатель не оказывает влияние объем заемных средств. Данный вид рентабельности показывает, сколько прибыли приходится на каждый рубль вложенных в имущество организации средств.

Показатели рентабельности капитала наиболее тщательно рассматриваются инвесторами в качестве индикатора эффективности их вложений. Существуют два показателя рентабельности капитала: рентабельность собственного капитала и рентабельность используемого капитала.

Коэффициент рентабельности используемого капитала (Return on capital employed – ROCE) рассчитывается как отношение чистой операционной прибыли после налогообложения к разнице активов и краткосрочных обязательств[39]. Таким образом, знаменатель представляет из себя долгосрочный капитал компании. В среднем нормальное значение показателя – 7-8%[40].

Рентабельность собственного капитала (Return on equity – ROE) рассчитывается как отношение чистой прибыли к собственному капиталу[41]. При этом собственным капиталом считается сумма образованных из прибыли предприятия резервов и акционерного капитала.

Коэффициент рентабельности собственного капитала является обобщающим показателем, комплексно характеризующим эффективность деятельности компании и зависящим от выбранной структуры финансирования. Существует соотношение, отображающее эту зависимость:

---

[39] Ефимова, О. В. Финансовый анализ: современный инструментарий для принятия экономических решений – М. : Омега-Л, 2009. – с. 197.

[40] Там же.

[41] Ефимова, О. В. Финансовый анализ: современный инструментарий для принятия экономических решений – М. : Омега-Л, 2009. – с.198.

Формула 5[42]

$ROE = ROI + D/E * (ROI – rd)$,

где ROE – рентабельность собственного капитала,

ROI – рентабельность инвестиций,

E – величина собственного капитала,

D – величина заемного капитала,

r_d – ставка привлечения заемного капитала.

Данное соотношение выражает следующий экономический смысл: пока величина ROI выше ставки привлечения заемных средств, рентабельность собственного капитала будет расти тем быстрее, чем выше доля заемного капитала. Но чем больше будут привлекаться заемные средства, тем большая величина прибыли будет направляться на покрытие этих средств, то есть на выплату процентов. Если данная ситуация имеет место быть в условиях неблагоприятной конъюнктуры, она может привести к падению рентабельности инвестиций и, следовательно, падению ROE.

Для фундаментального аналитика данное соотношение имеет значение, так как помогает определить насколько экономически целесообразным является привлечение компанией заемных средств.

Теперь обратимся к третьей группе показателей рентабельности – рентабельность продаж (Return on sales – ROS). Обычно рассчитывается как отношение чистой прибыли к выручке от продаж. Однако могут существовать вариации расчета этого показателя. Например, вместо чистой прибыли будет использоваться показатель маржинального дохода или прибыли от реализации.

Понятие "чистая прибыль" очень распространено за рубежом, однако российским законодательством оно, как таковое, не определяется. Среди аналитиков есть мнение[43], что при расчете чистой прибыли необходимо

---

[42] Ефимова, О. В. Финансовый анализ: современный инструментарий для принятия экономических решений – М. : Омега-Л, 2009. – с.200.

[43] Суверов, С. Фундаментальный анализ на российском рынке. Обобщение опыта / С. Суверов // Финансовый портал www.cfin.ru.

уменьшить величину прибыли до налогообложения на величины всех имеющихся затрат (кроме процентов за кредит), которые не учитываются в себестоимости продукции (работ, услуг) по российскому законодательству. Однако такой расчет не всегда применим на практике, так как зачастую отсутствует необходимая информация.

Надо сказать, что интерпретация показателей рентабельности зависит от исходных позиций и нельзя полагаться на рост рентабельности, не изучая другие сопутствующие показатели. Например, в середине 2010 года некоторые российские компании нефтегазовой отрасли показали рост рентабельности лучше, чем у европейских компаний - 13,7%. В это же время аналогичные показатели немецких концернов показали уровень вдвое хуже. Рентабельность компании «Русал» по итогам 2009г. составила 10%, у «Газпрома», «РусГидро», «Сургутнефтегаза» и «Транснефти» рентабельность превысила 25%-ный уровень. Подобной картины не было ни в одной стране Европы[44]. Однако причина таких результатов кроется скорее в том, что показатели российских компаний изначально были хуже благодаря падению выручки в среднем на 13% из-за снижения стоимости нефти и привязанной к ней цене на газ на треть в 2009г. Поэтому в данном случае высокая рентабельность говорит не о сверхэффективности компаний, а, скорее, об ускоренных темпах восстановления.

Следующее направление анализа касается долгосрочной финансовой устойчивости организации. Здесь основную роль играет расчет коэффициента финансовой независимости или финансовой автономии, рассчитывающийся как отношение собственного капитала к валюте баланса предприятия. Считается, что отношение должно быть не менее, чем один к двум, другими словами, доля собственного капитала – не менее 50%. Большая доля собственного капитала вызывает больше доверия у инвесторов, так как предполагает более устойчивое финансовое положение и

[44] Российские компании в кризис догнали и обогнали европейских конкурентов по рентабельности – Электронный ресурс – Режим доступа: http://oko-planet.su/finances/financesdiscussions/39422-rossijskie-kompanii-v-krizis-dognali-i-obognali.html , свободный. - Загл. с экрана.

возможность погашение долгов из собственных средств. Однако данное обстоятельство может быть применимо не для всех компаний. Например, компании больших размеров, высокорентабельные предприятия или компании с высокой оборачиваемостью (торговые компании) могут долгое время существовать с долей собственного капитала меньше 50% и при этом считаться надежными за счет размеров, прибылей, способных покрыть огромные убытки или отраслевых особенностей.

Кроме наличия собственного капитала на долгосрочную финансовую устойчивость также влияет структура заемных средств. Ошибкой многих компаний является решение финансировать долгосрочные вложения за счет краткосрочных заемных средств.

Следующей важной группой показателей являются показатели ликвидности, характеризующие способность организации отвечать по своим обязательствам. Для фундаментального аналитика и инвестора данные показатели важны в случае если организация окажется под угрозой банкротства. А так в этом случае кредиторы имеют первоочередное право на получение средств, то важно насколько быстро предприятие сможет мобилизовать свои активы и превратить их в денежные средства.

К абсолютным показателям ликвидности относится величина собственного оборотного капитала (working capital; краткосрочные активы предприятия, уменьшенные на краткосрочные обязательства). Также темпы роста собственного оборотного капитала сравниваются с темпами роста инфляции.

Традиционными коэффициентами ликвидности считаются коэффициенты текущей, быстрой и абсолютной (мгновенной) ликвидности[45]. Основное различие в практике применения по российским и западным стандартам – в расчете первого коэффициента. Нормативное значение принято устанавливать на границе двух. Однако в некоторых случаях для

[45] См. Приложение А

российских промышленных предприятий характерно постепенное снижении значение данного показателя. Это связано с тем, что в последнее время компании более склонны полагаться на краткосрочное финансирование, которое является более рискованным.

Аналитиками рассматривается еще один показатель, который может стать индикатором проблем предприятия с ликвидностью. Предприятие может оказаться неспособным погасить свои обязательства не только перед кредиторами, но и перед сотрудниками (задержки заработной платы) и акционерами (задержки в выплате дивидендов). «Юридическое лицо считается неспособным удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей, если соответствующие обязательства и (или) обязанности не исполнены им в течение трех месяцев с момента наступления даты их исполнения[46]". Выявить наличие таких проблем позволяет такой показатель, как степень покрытия процентов по заемному капиталу прибылью от реализации до уплаты процентов.

Теперь перейдем к показателям деловой активности. Обычно под этим термином подразумеваются показатели оборачиваемости. К ним относятся: оборачиваемость активов (assets turnover) и оборачиваемость собственного капитала (equity turnover), рассчитывающиеся как отношение годовой выручки от реализации продукции к среднегодовой стоимости соответственно активов и собственного капитала[47]. Показатели оборачиваемости необходимо, по мнению аналитиков, сравнивать со среднеотраслевыми, так как они относятся к тем величинам, которые склонны к существенным колебаниям в зависимости от отрасли. Значение оборачиваемости активов может изменяться от единицы, если речь идет о капиталоемких отраслях, например, металлургической, тяжелом

[46] О несостоятельности (банкротстве): федер. закон : [от 26 октября 2002 г. № 127-ФЗ : в посл. ред. от 03 июля 2011 г.] - Ст.3

[47] Ефимова, О. В. Финансовый анализ: современный инструментарий для принятия экономических решений – М. : Омега-Л, 2009. – с. 50.

машиностроении, автомобильной промышленности, до десяти, в случае расчета его по торговым предприятиям[48]. Однако стоит с осторожностью использовать данные показатели для оценки деловой активности, так как на балансе предприятия имеются активы различных типов, которые относятся к различным периодам в прошлом, и также разнятся по уровням цен. Таким образом, следует выбирать показатели, дающие общую характеристику скорости оборота средств, характеризующие эффективность использования активов, при этом обращая особое внимание на состав самих активов.

Бухгалтерская стоимость активов, которая указана в финансовых отчетах, может иметь весьма посредственное отношение к реальной рыночной стоимости на текущий момент. При этом искажения будут расти с каждой связанной с изменением уровня инфляции переоценкой активов.

Следует также сказать о том, что показатели оборачиваемости делятся в российской практике на общие и частные. Для целей фундаментального анализа (анализа эффективности бизнеса и составления финансовых прогнозов) используются общие показатели оборачиваемости (оборачиваемость активов, оборотных активов, дебиторской задолженности, собственного капитала и т.д.).

Показатели оборачиваемости рассчитываются как отношение выручки к средней величине активов, дебиторской задолженности и т.д. Присутствие высокой доли денежных средств в выручке характерно для предприятий, специализирующихся на реализации продукции (работ, услуг) преимущественно населению, а также для экспортеров, обладающих достаточной финансовой маневренностью и не имеющих крупной задолженности перед государством по налоговым и иным обязательствам.

Следующим этапом анализа является анализ затрат. Здесь важную роль играет структура затрат. Как правило, ее исследование ведется по экономическим элементам, соотносятся условно переменные и условно

[48] Суверов, С. Фундаментальный анализ на российском рынке. Обобщение опыта / С. Суверов // Финансовый портал www.cfin.ru.

постоянные затраты. Если у предприятия высока доля постоянных затрат, то даже небольшой прирост объемов реализации приведет к значительному приросту прибыли, в то же время, даже небольшое сокращении объемов продаж станет причиной существенного ухудшения финансовых результатов.

Существенной особенностью российской практики анализа затрат является их подразделение на осуществляемые в национальной валюте и в иностранной валюте. В случае с иностранной валютой существенное влияние на рост затрат может оказать валютный риск. Главная опасность заключается в том, что в случае наступления кризисной ситуации от предприятия ничего не будет зависеть и единственное, что можно будет предпринять – это ликвидация последствий обесценения валюты.

Вычисление показателя собираемости платежей (collection rate), а также анализ кредиторской и дебиторской задолженности особенно актуально в случае анализа компаний российского топливно-энергетического комплекса, в некоторых случаях особенно сильно пораженных кризисом неплатежей.

На данном этапе существует несколько стадий исследования задолженности предприятия. Для начала выясняются масштабы неплатежей посредством вычисления уже известных нам коэффициентов собираемости платежей, оборачиваемости дебиторской и кредиторской задолженности задолженности.

Принято считать, что с увеличением значения оборачиваемости дебиторской задолженности у предприятий появляется больше возможностей для выполнения своих обязательств перед кредиторами. Однако и здесь не следует забывать об отраслевых особенностях: у торговых фирм большее значение оборачиваемости, например, обусловлено спецификой деятельности.

Далее исследуются темпы накопления дебиторской и кредиторской задолженности, в частности, динамика роста неплатежей у предприятий. Они сравниваются со среднеотраслевыми показателями темпами роста выручки

от реализации. При этом, если обязательства растут быстрее, чем выручка предприятий, то это свидетельствует об определенном увеличении внутреннего долга. Этот долг в будущем должен быть погашен за счет роста выручки, но в российских условиях шансы на такое развитие событий весьма невелики.

На следующей стадии выявляются факторы, влияющие на динамику и тенденции при накоплении задолженности (кредиторской и дебиторской).

И, наконец, на заключительной стадии аналитик переходит к исследованиям структуры дебиторской и кредиторской задолженности, то есть выявляется просроченная кредиторская задолженность и сомнительная дебиторская задолженность и их доля в общей задолженности предприятия.

Последним этапом внутрифирменного анализа является анализ показателей внутрифирменной эффективности или показателей результативности работы фирмы. В международной практике наиболее часто для оценки эффективности финансово-хозяйственной деятельности компаний используются показатели EVA и EBITDA. Но, несмотря на то, что эти показатели пришли из зарубежной практики фундаментального анализа, они получили широкое распространение в отечественной методике анализа.

Экономическая добавленная стоимость (EVA) фактически характеризует экономическую прибыль компании, то есть показывает сколько компания может заработать с учетом упущенных возможностей (выгоды), которую она могла бы получить при вложении капитала в альтернативные средства инвестирования (в другой бизнес, на депозит, в фондовый рынок). Таким образом, экономическая добавленная стоимость (EVA) — это финансовый показатель, измеряющий фактическую экономическую прибыль организации.

Расчет экономической добавленной стоимости производится по формуле:

Формула 6[49]

*EVA = NOPAT – Активы * WACC,*

где NOPAT – чистая прибыль,

WACC – средневзвешенная стоимость капитала.

Другим показателем результативности работы компании является операционная прибыль, или прибыль до вычета процентов и налогов, EBIT[50] – прибыль до выплаты процентов и налога на прибыль, и ее разновидность, EBITDA[51] – прибыль до выплаты процентов, налога на прибыль и до вычета амортизации. Необходимо учитывать, что показатель EBITDA рассчитывается по данным финансовой отчетности, составленной по стандартам GAAP[52] и IFRS[53]. Так как в отчетности, составленной по Российским стандартам бухгалтерского учета, нет адекватного отражения необходимых данных, рассчитать данный показатель только на её основании представляется затруднительным.

Показатель EBITDA используется при сравнительном анализе компании с отраслевыми аналогами, с помощью которого определяется эффективность её деятельности независимо от размера задолженности компании государством или кредиторами, а также от используемого метода начисления амортизации[54].

С точки зрения применения различных способов начисления амортизации, показатель EBIT не является универсальным для оценки прибыльности компании. Показатель EBITDA является в этой связи более универсальным и объективным.

---

[49] Ефимова, О. В. Финансовый анализ: современный инструментарий для принятия экономических решений – М. : Омега-Л, 2009. – с. 292.

[50] сокр. от англ. Earnings before Interest and Taxes

[51] сокр. от англ. Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization

[52] Общепринятые принципы бухгалтерского учёта (англ. Generally Accepted Accounting Principles, GAAP) — стандарты бухгалтерского учёта, применяемые в США и некоторых других странах.

[53] Международные стандарты финансовой отчётности (МСФО; IFRS англ. International Financial Reporting Standards)

[54] Ендовицкий, Д. Анализ инвестиционной привлекательности организации-эмитент / Д. Ендовицкий // Финансовый портал www.cfin.ru.

Таким образом, расчет показателей, описанных выше, при использовании в совокупности позволяет получить целостную картину о финансовом положении компании. Их расчет производится по данным публичной отчетности, поэтому не предоставляет особой сложности. Кроме того, в них отражается как собственный, так и инвестированный капитал, а, следовательно, полученные данные могут использоваться как для целей составления мнения о компании и последующего инвестирования или создания сравнительной характеристики для компаний отрасли.

Однако для оценки компании недостаточно сделать вывод о её финансовом положении, необходимо провести перспективный анализ для определения ее «справедливой» стоимости. Соответственно, необходимо использовать дополнительные методы фундаментального анализа, к которым относят подходы к оценке справедливой стоимости компании.

2.3 Подходы к оценке справедливой стоимости компании

Существует три подхода к оценке справедливой стоимости компании относятся, а именно: доходный подход, сравнительный, а также затратный.

Доходный подход предполагает определение текущей стоимости будущих доходов, которые, как ожидается, принесет бизнес[55]. При этом используются данные, характеризующие прошлую деятельность компании, с одной стороны, и перспективы ее развития, с другой, изучается влияние отраслевых и макроэкономических факторов. Методология доходного подхода включает две интерпретации: метод капитализации доходов и метод дисконтированного денежного потока[56].

Особенностью метода капитализации доходов является то, что изначально допускаются две возможности: первая, что компания ежегодно будет вырабатывать приблизительно одинаковые доходы, вторая, что доходы будут иметь постоянную величину среднегодовых темпов роста. Такие

[55] Грязнова, А.Г. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / А. Г. Грязнова, М. А. Федотова. – М. : Интерреклама, 2003. – С. 137.

[56] Пер. с англ. DCF - discounted cash flow

допущения позволяют свести суть метода к расчету величины ежегодных доходов и соответствующей ставке капитализации:

Формула 7[57]

Текущая стоимость = Доход / Ставка капитализации

Таким образом, стоимость компании рассчитывается как капитализированная величина дохода. При этом в качестве дохода может рассматриваться дивиденд, денежный поток, выручка, прибыль. В качестве базы для капитализации может быть взят как доход, спрогнозированный на следующий после отчетного год (в случае если у компании четко выражена тенденция развития за последние 5-7 лет), так и средний размер дохода, рассчитанный исходя из ретроспективных и прогнозных данных (для компаний, у которых доходы стабилизировались лишь в последние 2-3 года).

Однако метод капитализации дохода может применяться в ограниченном количестве случаев:

1) принимается допущение, что компания будет постоянно получать доход в течении неограниченного количества лет;

2) величина дохода будет неизменная (либо с незначительными изменениями), либо среднегодовые темпы роста дохода неизменны.

Данные условия ограничивают возможности применения метода капитализации дохода, так как на рынке (тем более на российском рынке) практически невозможно представить себе компанию им удовлетворяющую.

В качестве ставки капитализации выступает ставка дисконтирования[58], уменьшенная на темп роста уровня дохода. Стоит уточнить, что расчет ставки дисконтирования может происходить несколькими способами. Наиболее распространенные из них:

1) модель оценки капитальных активов (CAPM);

2) модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC).

---

[57] Пер. с англ. PV – present value – текущая стоимость

[58] Ставка дисконта представляет собой ожидаемый уровень дохода на капитал, вложенный в альтернативные, сопоставимые по уровню риска инвестиции.

В расчете ставки дисконтирования реализуется учет ранее проанализированных факторов. Именно через ставку дисконтирования осуществляется корректировка на внешние условия применения фундаментального анализа.

Метод дисконтирования денежного потока – второй метод доходного подхода. Он опирается на оценку будущих чистых доходов. Согласно нему стоимость предприятия определяется в виде суммы дисконтированной стоимости доходов за каждый год прогнозного периода, дисконтированной остаточной стоимости (текущей стоимости предприятия в постпрогнозный период) и дополнительных поправок, учитывающих стоимость не генерирующих доходы активов.

Расчет чистого денежного потока заключается в суммировании внереализационных расходов, амортизации, неденежных поступлений, авансирования основного и оборотного капитала, прибыли и непроизводственных доходов за вычетом налогов. При этом ставка дисконтирования рассчитывается для привлеченного и собственного капитала по-разному.

Применение доходного подхода возможно лишь при соблюдении всех ограничений:

1) устойчивость основных показателей деятельности компании, непрерывность бизнеса;

2) отсутствие систематических убытков компании;

3) возможность на основании ретроспективных данных составить прогноз о будущем (то есть компания не находится в стадии зарождения, а активно развивается);

4) отрасль, к которой принадлежит компания, не является инновационной;

5) наличие всей необходимой информации по компании, отрасли, общеэкономической ситуации.

Вследствие этого чаще используется другой подход – сравнительный. Данный подход также включает в себя несколько методов: метод компаний-аналогов (основанного на рыночных ценах акций аналогичных компаний), метод сделок (основанного на анализе цен приобретения контрольных пакетов акций сходных компаний) и метод отраслевых коэффициентов (позволяющего рассчитывать ориентировочную стоимость бизнеса по формулам, выведенным на основе отраслевой статистики)[59].

Метод компаний-аналогов является наиболее популярным и часто употребляемым на практике. Для начала происходит выбор компаний, с которыми будет производится сравнение. Эти компании должны отвечать ряду требований: отраслевое сходство, сравнимые количественные характеристики компаний (получаемая выручка, прибыль), схожие перспективы роста, сравнимый уровень качества менеджмента и пр.

Следующим этапом является расчет коэффициентов, или мультипликаторов, которые представляют из себя отношение рыночной капитализации или рыночной стоимости инвестированного капитала (рыночной стоимости акционерного капитала и чистого долга) к тем или иным показателям деятельности компании. К числу наиболее распространенных мультипликаторов относятся такие, как:

1) P/E (price to earnings ratio) - отношение рыночной капитализации к величине чистой прибыли;

2) P/S (price to sales ratio) – отношение рыночной капитализации к величине выручки от реализации продукции;

3) EV/S (enterprise value to sales ratio) – отношение рыночной стоимости инвестированного капитала к величине выручки от реализации продукции;

4) P/Book value (price to book value ratio) – отношение рыночной стоимости собственного капитала к его балансовой стоимости;

---

[59] Грязнова, А.Г. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / А. Г. Грязнова, М. А. Федотова. – М. : Интерреклама, 2003.–С. 162.

5) EV/EBITDA (enterprise value to EBITDA ratio) – отношение рыночной стоимости инвестированного капитала к EBITDA;

6) EV/Net profit (enterprise value to Net Profit) – отношение рыночной стоимости инвестированного капитала к величине чистой прибыли.

На третьем этапе по каждому мультипликатору рассчитывается предварительная стоимость. И, наконец, происходит взвешивание мультипликаторов, в зависимости от роли выбранных показателей на основе экспертной оценки. Итоговая стоимость рассчитывается сумма произведений мультипликаторов на их веса.

Однако сравнительный подход также имеет ряд ограничений к использованию:

1) Наличие достаточного для проведения оценки количества компаний-аналогов, отвечающих критериям сопоставимости (то есть оцениваемая компания не должна быть уникальной);

2) Открытость и информационная прозрачность рынка, доступность достоверной ретроспективной информации как по оцениваемому предприятию, так и по компаниям-аналогам;

3) Обращение акций компаний-аналогов на рынке.

Для российских реалиев применение сравнительного подхода затрудняется еще и тем, что выбор компаний для метода компаний-аналогов не всегда возможен. Компаний удовлетворяющим всем вышеназванным критериям может и не быть. Высокая концентрация эмитентов в определенных отраслях говорит о том, что другие отрасли представлены малым количеством публичных компаний.

Для фундаментальных аналитиков не остается другого выбора, кроме как использования зарубежных компаний-аналогов. В России для сравнительного анализа берут компании формирующихся рынков. При этом важно отметить, что привязка к динамике рынков других стран может приводить к искажениям, неточностям вследствие множественных отличий разных рынков. Поэтому подбор зарубежных компаний-аналогов должен

быть проведен с особой тщательностью. Кроме того, в данной ситуации обязательным является внесение поправок на страновой риск, учитывающий различия в макроэкономических и политических особенностях стран. Для определения странового риска аналитики обращаются к рейтинговым агентствам и используют уже рассчитанные их уровни для каждой страны.

Наконец, рассмотрим последний – затратный подход, который включает два метода: метод стоимости чистых активов и метод ликвидационной стоимости.

Метод стоимости чистых активов включает расчет стоимости предприятия на основе данных бухгалтерского баланса. Корректируются статьи квартального отчета (на последнюю отчетную дату), таким образом определяется рыночная стоимость имеющихся активов. Формула расчета стоимости предприятия методом чистых активов:

Формула 8

Стоимость предприятия = Рыночная стоимость активов - Долговые обязательства

Процедура оценки рыночной стоимости предприятия методом чистых активов[60]:

1. Оценивается рыночная стоимость недвижимого имущества предприятия.

2. Определяется стоимость движимого имущества предприятий.

3. Выявляются и оцениваются нематериальные активы.

4. Определяется рыночная стоимость краткосрочных и долгосрочных финансовых вложений.

5. Определяется рыночная стоимость материально-производственных запасов.

6. Оценивается дебиторская задолженность.

Метод оценки по ликвидационной стоимости использует данные о текущей стоимости активов, определяя остаток капитала предприятия после

[60] Введение в практику оценки стоимости бизнеса (предприятия) имущественным (затратным) подходом – Электронный ресурс – Режим доступа: http://businessval.ru/adept/business/net-assets , свободный. - Загл. с экрана.

реализации активов и полного расчета по долгам[61]. Используется в случае необходимости определения минимальной стоимости организации при ликвидации. Ликвидационная стоимость определяется путем уменьшения балансовой стоимости на величину затрат от ликвидации.

Ограничениями затратного подхода являются:

1) компания должна владеть значительными материальными активами;

2) большая часть активов компании должна быть высоколиквидна (ценные бумаги и т.д.);

3) оцениваемая компания должна быть только что образована, либо наоборот находится в стадии ликвидации.

Таким образом, для оценки справедливой стоимости акций компании используются три подхода. При этом, для того чтобы стоимость была рассчитана наиболее точно, чаще всего используют два подхода, и получившееся значение цены акции взвешивают в зависимости от точности или приближенности исходных данных того или иного подхода (например, метод компаний-аналогов будет иметь меньший вес, так как трудно найти на рынке подходящую компанию, у которой, к тому же, будет иметься вся необходимая информация в открытом доступе).

3 Применение современных методов и инструментов фундаментального анализа на примере компании ОАО «ММК»

Как уже было отмечено выше, фундаментальный анализ проводится на трех уровнях: страны, отрасли и фирмы. В данной главе будет сделан анализ компании ОАО «ММК». Для начала будет рассмотрена экономическая ситуация в Российской Федерации, затем ее влияние на состояние отрасли, будут сделаны выводы о возможных перспективах компании с точки зрения макроэкономического и отраслевого развития. Затем будет проведен анализ финансового состояния компании, особенностей её функционирования. Наконец, будет рассчитана «справедливая» стоимость акций компании с

[61] Парамонов, А. В. Методы оценки капитала / А. В. Парамонов // Финансовый портал www.cfin.ru.

использованием метода компаний-аналогов и метода дисконтированных денежных потоков.

3.1 Анализ макроэкономической ситуации в Российской Федерации

По сведениям Министерства экономического развития РФ (далее — Минэкономразвития России), имеются следующие фактические данные по основным макроэкономическим показателям за период 2006 г. - 2 мес. 2011 г.

Таблица 3 – Макроэкономические показатели, % к соответствующему периоду предыдущего года[62]

Показатели	2006	2007	2008	2009	2010	2 мес 2011
ВВП	106,8	108,1	105,6	92,2	104,0	104,4
Индекс потребительских цен (за период)	109,0	111,9	113,3	108,8	108,8	100,8
Индекс промышленного производства	103,9	106,3	102,1	90,7	108,2	105,8
Инвестиции в основной капитал (за период)	113,7	121,1	109,8	83,8	106,0	99,7
Реальные располагаемые денежные доходы населения (за период)	113,3	110,4	101,9	102,1	104,3	98,5
Реальная заработная плата (за период)	113,3	116,2	111,5	96,5	104,2	102,4
Оборот розничной торговли (за период)	113,9	115,2	113,5	95,1	104,0	103,3
Экспорт товаров (за период)	124,7	116,5	140,2	64,3	131,2	38,6
Импорт товаров (за период)	131,3	136,8	134,9	66,0	129,7	21,5

2010 год ознаменовался ростом экономики, которая восстанавливалась после кризиса со второй половины 2009 года. Главными факторами, повлиявшими на рост стали: улучшение ситуации в мировой экономике,

[62] http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/monitoring/

оживление внешнего спроса, растущие цены на сырьевые товары, преобладающие в структуре российского экспорта, восстановление фондовых индексов и укрепление позиций платежного баланса. В 2010 году экономический рост России составил около 4,5%[63], но восстановление еще нельзя назвать уверенным. Однако по сравнению с 2009 годом ситуация значительно улучшилась, ведь общий экономический спад в 2009 году составил 7,9%[64] с падением внутреннего спроса, последовавшим за падением цен на нефть и непредвиденным изменением движения капитала. В то время как все показатели, составляющие спрос увеличились в конце 2010 года, рост в основном обеспечивается потребительскими расходами, частично – совокупным ростом пенсий и других социальных платежей (около 45%). Это может быть симптомом других проблем – низкие заработные платы, препятствующие осуществлению сбережений, недостаток финансовой модернизации и неразвитый рынок.

Рост ВВП за 2010 год по сравнению с предыдущим периодом составил 4,0%[65]. По оценке Минэкономразвития России, ВВП в феврале 2011 г. вырос по сравнению с январем на 0,2%[66] с исключением сезонного фактора. При этом в структуре ВВП основной рост пришелся на показатели производства и распределения электроэнергии, газа и воды, а также на инвестиции, строительство, торговлю и сельское хозяйство. Рост замедлился в обрабатывающей промышленности и остановился в добывающей.

По сравнению с февралем 2010 г. рост ВВП, по оценке Минэкономразвития России, составил 4,4%. За два месяца 2011 г. в целом ВВП вырос на 4,4%[67] по отношению к соответствующему периоду 2010 г.

---

[63] New Decade, New World, New Policy – Russia in 2011 – Электронный ресурс – Режим доступа: http://www.cmslegal.ru/Pages/default.aspx , свободный. - Загл. С экрана.

[64] Там же.

[65] Там же.

[66] http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/monitoring/

[67] Там же.

Что касается промышленного производства, то его рост в 2010 году составил 8,2%, при этом обрабатывающие производства выросли на 11,8 %[68].

Рисунок 2 – Динамика ВВП с исключением сезонной и календарной составляющих и без исключения, %[69]

Таблица 4 – Динамика промышленного производства с исключением сезонного и календарного факторов в 2010 году, в % к предыдущему месяцу[70]

	Производство – всего	Добыча полезных ископаемых	Обрабатывающие производства	Производство и распределение электроэнергии, газа и воды
янв	0,8	0,1	0,9	1,7
фев	-0,2	0,1	-0,3	-0,3
мар	0,4	-0,1	1	-0,9
апр	1,4	-0,1	2,3	-0,6
май	1,1	0	1,5	0,8
июн	-0,4	-0,2	-0,4	0
июл	-0,8	-0,5	-1,2	0,3
авг	0,1	0,5	0,5	0,3
сен	1	1,2	1,4	0
окт	1	1,2	1	0,4
ноя	0	0,7	-0,1	-1,1
дек	0,7	0,6	0,7	0,9

[68] http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/monitoring/
[69] Там же.
[70] Там же.

При этом, рост промышленного производства по состоянию на декабрь 2010 г. составил 7%. По отраслевому фактору наибольшую динамику показало «Производство и распределение электроэнергии, газа и воды» - 9%[71].

Если рассмотреть рост показателей по отраслям, то можно сказать о приросте добычи нефти, природного газа, угля в 2010 г. на 3,1% по сравнению с 2009 годом, производства нефтепродуктов – 5,4%, электроэнергии – 4,1%, химического производства – 14,6%, резиновых и пластмассовых изделий – 21,5%, машин и оборудования – 12,2%, электрооборудования – 22,8%, транспортных средств –32,3%, черной металлургии – 12,4%, цветной металлургии – 6,2%, целлюлозно-бумажного производства – 5,9%[72].

В 2010 г. в результате неблагоприятных погодных условий: аномальной жары, обширных пожаров и смога, - больше всего пострадало сельское хозяйство, которое устойчиво развивалось в 2009 году и в первой половине 2010 года. Во втором и третьем квартале в сельском хозяйстве наблюдалось значительное снижение производства, в итоге годовое снижение производства составило 11,9 %[73].

В первой половине 2010 года имело место сильное снижение уровня инфляции до 6% (июнь 2010 г.) по сравнению с аналогичным периодом 2009 года (14%[74]). Во второй половине 2010 года рост инфляции возобновился вновь частично за счет чрезвычайной ситуации в стране летом: аномально жаркое лето, большие площади лесных пожаров, скудный урожай и рост цен на импортируемое продовольствие. По итогам 2010 года инфляция составила 8,8 %[75].

---

[71] http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/monitoring/

[72] Там же.

[73] New Decade, New World, New Policy – Russia in 2011 – Электронный ресурс – Режим доступа: http://www.cmslegal.ru/Pages/default.aspx , свободный. - Загл. С экрана.

[74] Там же.

[75] http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/monitoring/

Во второй половине 2009 года показатель безработицы установился на уровне 9%[76]. В 2010 году уровень безработицы снизился до 7,5%[77] в середине года. В то время как уровень заработной платы и показатель реального доступного дохода (real disposable income) упрочились, последующее усиление восстановления экономики будет осуществляться, главным образом, за счет потребительских расходов.

Совокупный платежный баланс оставался в плюсе в 2010 году и рубль вырос почти на 20%[78] за период с февраля 2009 года, достигнув своего докризисного уровня. Положительное сальдо торгового баланса в 2010 году составило 149,2 млрд. долл. США, что на 37,6 млрд. долл. США выше, чем в 2009 году[79].

С середины 2009 года по середину 2010 года, по данным Минэкономразвития, произошел рост валютных резервов на 60 млрд. долл. США, а за весь 2010 год валютные резервы Банка России увеличились на 36,8 млрд. долл. США. В связи с этим было обозначено, что последующая политика Центрального Банка будет направлена на минимальное вмешательство в валютные рынки. Однако рост резервов наблюдался не в течении всего года, а лишь до четвертого квартала, затем на фоне оттока капитала резервы снизились на 8,6 млрд. долл. США[80].

В 2010 году чистый отток капитала в частном секторе, по данным Минэкономразвития, достиг 38,3 млрд. долларов США, причем темпы роста оттока резко ускорились к концу года. Причиной таких показателей стало во многом снижение интереса иностранных инвесторов в отношении российских активов, а в четвертом квартале 2010 г. ускорение темпов стало следствием роста иностранных активов в банковском секторе.

---

[76] New Decade, New World, New Policy – Russia in 2011 – Электронный ресурс – Режим доступа: http://www.cmslegal.ru/Pages/default.aspx , свободный. - Загл. С экрана.

[77] Там же.

[78] Там же.

[79] http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/monitoring/

[80] New Decade, New World, New Policy – Russia in 2011 – Электронный ресурс – Режим доступа: http://www.cmslegal.ru/Pages/default.aspx , свободный. - Загл. С экрана.

Вместо профицита, наблюдавшегося в предыдущие годы, бюджетный дефицит 2009 года стал в основном результатом высоких затрат. Правительство предприняло больше всего мер по стимулированию экономики среди всех стран большой двадцатки (G-20). Большинство из них распространялось на оборону и безопасность, то есть на отрасли, дающие нулевую или низкую отдачу. Так как в кризис Российская Федерация вошла с значительными размерами международных резервов и низким государственным долгом, это позволило ей финансировать дефицит, который составил, по сравнению с профицитом в 4,25% ВВП в 2008 году, 6,25% ВВП[81] в 2009-м путем расходования резервных фондов и без существенного влияния на стабильность финансовой системы страны.

Стабилизационный Фонд, созданный из налоговых доходов и аккумулированных избыточных доходов от продажи нефти, стал инструментом маневрирования Правительства в период кризиса.

В 2010 году экспорт товаров, по оценке Минэкономразвития России, вырос по сравнению с 2009 годом на 31,2% и составил 398,0 млрд. долларов США. «Увеличение стоимости экспорта в 2010 году по сравнению с 2009 годом связано не только с ростом цен на основные товары российского экспорта, но и с увеличением на 11,9% физических объемов поставок»[82].

Импорт товаров в 2010 году, по данным Минэкономразвития, вырос по сравнению с 2009 годом на 29,7% и составил 248,8 млрд. долларов США. «Увеличение импорта связано с последовательным восстановлением физических объемов ввоза (на 28,1%) при умеренном росте контрактных цен. Рост импорта наблюдался по всем укрупненным позициям товарной номенклатуры. Особенно заметно увеличился импорт инвестиционных товаров»[83].

---

[81] New Decade, New World, New Policy – Russia in 2011 – Электронный ресурс – Режим доступа: http://www.cmslegal.ru/Pages/default.aspx , свободный. - Загл. С экрана.

[82] http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/monitoring/

[83] Там же.

Таким образом, можно сделать выводы о положительных тенденциях в развитии экономики в России. Однако российская экономика все еще остается сильно зависящей от экспорта сырьевых товаров. Структурные реформы в последнее время были остановлены, несмотря на непрекращающиеся заявления Президента о модернизации экономики сокращении зависимости от экспорта нефти и газа. Кризис усилил роль государства в экономике России и задача снижения зависимости неэффективных и «слабых» предприятий от государства, наряду со значительной реструктуризацией, должна стать центральный на ближайшие несколько лет.

Основная проблема, с которой Россия может столкнуться – потребление огромных, но исчерпаемых запасов нефти может превысить ограниченную способность производить основные готовые продукты. При этом развитие нефтегазовой отрасли не ориентированной на экспорт также является проблематичным.

Таким образом, анализ макроэкономической ситуации показывает, что развитию компаний металлургической отрасли способствуют: отсутствие положительной динамики показателя инфляции (сохранился в 2010 г. на том же уровне – 8,8%), увеличение физических объемов экспортных поставок (11,9%). При этом отрицательным моментом является отток капиталов иностранных инвесторов. По данным Федеральной таможенной службы в структуре экспорта товаров продукты черной металлургии занимают лишь 11,75%, что почти в три раза меньше объемов экспорта сырой нефти.

3.2 Фундаментальный анализ отрасли черной металлургии

Черная металлургия включает широкий спектр производственных процессов: от добычи и подготовки сырья, топлива и вспомогательных материалов до выпуска готовой продукции различных видов стали и проката. Среди основных производственных переделов можно выделить:

агломерационное и коксохимическое производство, специализирующееся, соответственно, на первичной переработке основных видов сырья: железорудного концентрата и коксующегося угля;

доменное производство, конечным продуктом которого является чугун, получаемый путем плавки агломерата, окатышей и кокса;

сталеплавильное производство, в процессе которого получают сталь из чугуна и металлолома;

прокатное производство, которое охватывает более высокие переделы, выпускающие стальной прокат и металлоизделия с различным химическим составом и физико-механическими свойствами.

Ключевыми факторами, оказывающими значительное влияние на развитие отрасли, являются географическое расположение производства основных видов сырья относительно центров переработки и качество самого сырья.

Основным сырьем для производства стали являются: железная руда, коксующийся уголь, металлолом, ферросплавы, а также энергоресурсы.

На российском металлургическом рынке в 2010 г. компании увеличили выплавку стали почти на 10%, до 32,7 млн т., чугуна – на 6,5% (до 27,4 млн т), проката – на 16% (до 30,7 млн т)[84].

Объемы производства стали и отгрузки металлической продукции в 2010 г. приблизились к объемам стального производства в РФ к уровню 2006–2007 гг. Однако общегодовой объем производства этой отрасли еще не достиг докризисного уровня.

Таблица 5

Динамика годовых отгрузок по видам стальной продукции, млн т[85]

Вид металлопродукции	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**Доля продукции на рынке**	
						2006-2008	**2010**

[84] http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/monitoring/
[85] http://www.metaltorg.ru

Полуфабрикаты	18,74	18,45	19,75	18,27	18,87	29,1%	30,5%
Плоский прокат	21,18	21,6	19,88	17,68	20,5	32,1%	33,1%
Сортовой прокат	17,54	18,9	18,09	13,23	15,12	27,9%	24,4%
Стальные трубы	7,16	7,63	6,47	5,43	7,38	10,9%	11,9%
Итого:	**64,62**	**66,58**	**64,19**	**54,60**	**61,87**	**100,0%**	**100,0%**

Объемы внутреннего рынка металлопроката в 2010 г. (без учета складских запасов) возросли на 27,1% по сравнению с 2009 г., а производство готового проката – на 10,1%[86]. Произошло увеличение внутреннего потребления листового проката в 2010 г. на 32,9%, а сортового проката – на 25,9%[87]. Положительной тенденцией также стала ориентация покупателей готовой продукции на металл российского производства, его доля во внутреннем потреблении составила 86,2% за период с января по ноябрь 2010 г., или 31,5 млн т[88].

Несмотря на это импорт готового проката черных металлов, по данным Минэкономразвития, существенно увеличился в течение 2010 г. (44,5%), составив 4,8 млн т, в том числе импорт листового проката составил 3,1 млн т, увеличившись на 30,6% и сортового проката — 1,7 млн т, увеличение на 80,1%. Однако докризисный уровень импорта (2008 г. – 5,2 млн т[89]) не был достигнут.

Экспорт металлопроката осуществлялся, преимущественно, в страны дальнего зарубежья. Рост физических объемов экспорта в 2010 г., по данным Минэкономразвитяи, небольшой - 1,7%, а если смотреть по конкретным продуктам, то прирост произошел только в экспорте полуфабрикатов – 12,1%. Экспорт листового и сортового (без полуфабрикатов) проката снизился, соответственно, на 6,2% и 14,6%. В абсолютном выражении экспорт готового проката составил 29 млн. т., в том числе листового – 9,7

[86] http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/monitoring/
[87] Там же.
[88] Там же.
[89] Там же.

млн. т., сортового (без полуфабрикатов) – 3,5 млн. т., полуфабрикатов – 15,7 млн. т[90]. Таким образом, произошло ухудшение структуры экспорта, доля металла с низкой добавленной стоимостью (полуфабрикаты) составляет 54,3%.

Объемы производства готового проката по данным крупнейших российских компаний черной металлургии, за 2010 г. и начало 2011г. представлены на Рисунке ниже.

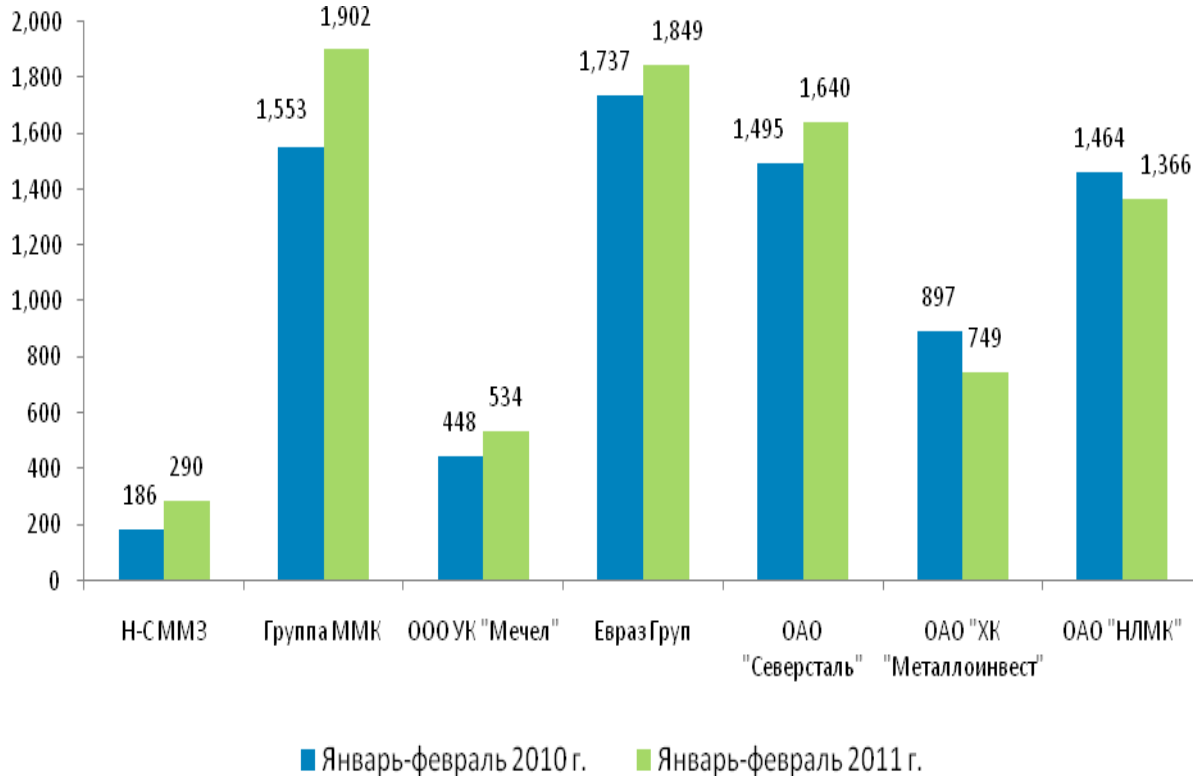


Рисунок 3 – Производство готового проката крупными российскими металлургическими компаниями за январь-февраль 2010 г. и январь-февраль 2011 г., тыс. т[91]

Таким образом, наибольший рост производства готового проката в январе-феврале 2011 г. по сравнению с аналогичным периодом 2010 г. наблюдался у ЗАО "Нижне-Сергинский ММЗ", ОАО "Магнитогорский металлургический комбинат" и ОАО "Новокузнецкий металлургический комбинат". Однако основной рост производства готового проката черных

[90] http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/monitoring/
[91] http://www.mmk.ru/

металлов в Российской Федерации обеспечили Группа ММК, Евраз Груп и ОАО "Северсталь".

Продукция российской металлургия лидирует по количественным показателям на международном рынке, занимая 4-е[92] место в мире по производству стали и 3-е[93] место по экспорту металлопродукции. Несмотря на это в отрасли имеется ряд проблем.

Таблица 6

Проблемы развития отрасли черной металлургии в Российской Федерации

Проблема	**Содержание**
Сырьевая проблема	Минеральное сырье, которое используется российскими производителями, как правило, уступает по качеству сырью, используемому странами-конкурентами
	Истощаемость ресурсов. Не налажен механизм воспроизводства рудно-сырьевой базы. Освоение имеющихся месторождений признано нерентабельным
	Показатель удельного расхода сырья, а также материальных и энергетических ресурсов в натуральном выражении на производство одних и тех же видов продукции завышен у большинства российских компаний отрасли по сравнению аналогичными показателями компаний стран-конкурентов
Размещение металлургических комбинатов	Черная металлургия является материалоёмкой отраслью, что делает необходимым размещение крупнейших предприятий в местах добычи полезных ископаемых.
Экологическая проблема	Предприятия черной металлургии являются крупнейшими загрязнителями окружающей среды. С увеличением объемов производства растут затраты на предотвращение загрязнений. Предприятия данной отрасли выбрасывают 20—25% пыли, 25—30% окиси углерода, более половины окислов серы от их общего объема выбросов в стране. Чтобы ликвидировать последствия их деятельности, необходимо произвести значительные затраты. Возникает проблема убыточности предприятий.

[92] http://www.mmk.ru/
[93] http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/monitoring/

Следует отметить, что главным достижением компаний отрасли за последние десять лет является модернизация основных фондов, которая позволяет им более быстро и гибко реагировать на негативные изменения, происходящие во внешней среде. На сегодняшний день износ оборудования на ведущих российских металлургических предприятиях не превышает значения 50%. Даже на фоне развитых стран такой результат выглядит хорошим. Однако свыше нормативного срока используется 88,5% доменных печей, 50% кислородных конвертеров, 86% прокатных станов[94].

Высоким темпам роста российской металлургической промышленности будет способствовать сочетание развитого внутреннего рынка и значительного экспортного потенциала металлопродукции с высокой добавленной стоимостью.

По прогнозам аналитиков на 2011 г., в черной металлургии продолжится позитивное развитие за счет умеренного роста внутреннего потребления, увеличения спроса в Азиатско-Тихоокеанском Регионе. В то же время, удорожание сырья и ограниченность спроса приведут к замедлению темпов роста и к снижению загрузки производственных мощностей на некоторых предприятиях.

В России экспортная ориентация металлургии выступит определяющим фактором развития отрасли, при этом ожидается увеличение спроса в 2011 г. до докризисного уровня. Завершение крупных проектов по модернизации производственной базы и улучшение кредитной политики создадут условия для быстрого роста при наличии спроса со стороны металлопотребляющих отраслей.

Прогнозная динамика производства стали в России на период 2011-2021 гг. представлена на рисунке ниже.

[94] http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/monitoring/

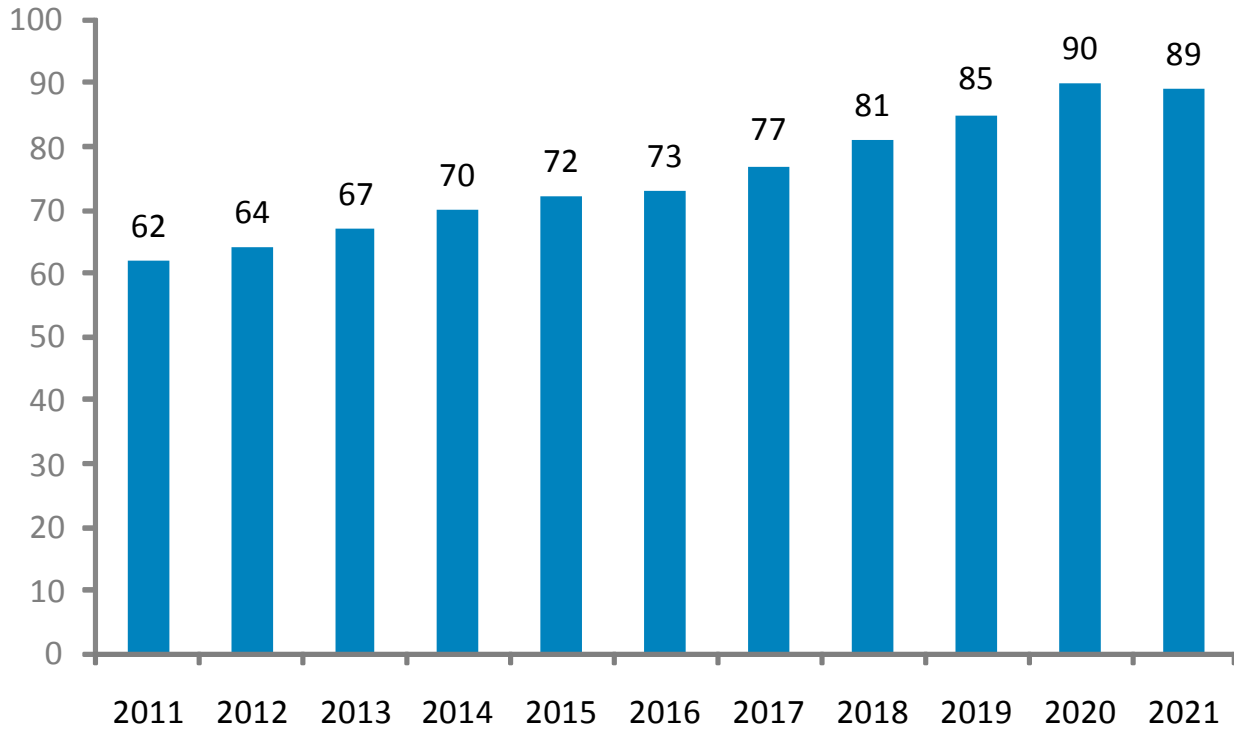


Рисунок 4 – Прогноз производства стали в России на период 2011-2021 гг., млн. т[95]

Таким образом, несмотря на положительную динамику развития производство в отрасли черной металлургии еще не достигло докризисного уровня. Основными проблемами на данный момент являются проблема воспроизводства сырья и, следовательно, его удорожание с каждым годом, экологическая проблема, проблема размещения металлургических комбинатов. Однако экспортная ориентация и потенциал, а также умеренный рост внутреннего потребления продукции создают условия для развития отрасли.

3.3 Фундаментальный анализ компании Открытое акционерное общество «Магнитогорский металлургический комбинат» (ОАО «ММК»)

Общая информация о компании

Компания ОАО «ММК» является старейшим металлургическим предприятием страны. 17 января 1929 года на федеральном уровне

[95] По данным Объединенной Промышленной Корпорации

Совнаркомом СССР было принято решение о начале строительства Магнитогорского металлургического завода, которое закончилось 31 января 1932 года. В годы Великой Отечественной войны комбинат также действовал и хотя, первоначально был ориентирован на выпуск «гражданских» сортов металла, освоил выпуск броневой стали, а также прокатку броневого листа. Рекордных объемов производства комбинат достиг к середине 1970-х годов: годовой объём производства составил 15 млн тонн стали и 12 млн тонн готового проката[96].

С 1992 года Магнитогорский металлургический комбинат становится открытым акционерным обществом, и объем производства падает к 1996 году до 5,8[97] млн. тонн в год.

На сегодняшний день компания занимает первое место на российском рынке проката, доля составляет 17,7%[98]. Объем производства стали в 2010 году составил 11,4 млн. тонн, товарной продукции – 10,4 млн. тонн[99].

Компания постоянно расширяется, крупный участник на рынке слияний и поглощений. В августе 2007 года компания приобрела у Европейского банка реконструкции и развития 37,5%[100] акций ЗАО «Интеркос-IV», производителя автокомпонентов. Затем также в августе 2007 года руководством компании была подтверждена информация о покупке 5,37% акций австралийской рудодобывающей компании «Fortescue Metals»[101].

4 октября 2007 года ОАО «ММК» купила 10,75% акций ОАО «Белон» у её основного владельца Андрея Доброва[102]. В 2010 году доля ММК в ней

---

[96] http://www.mmk.ru/about/history/after_the_war/

[97] http://www.mmk.ru/about/history/entry_into_the_market/

[98] http://www.mmk.ru/for_investor/briefly_about_the_company/

[99] Там же.

[100] Темкин, А. Запчасти от Магнитки / А. Темкин // Ведомости. М., 2007. – 10 августа (№ 148 (1922)).

[101] Федоринова, Ю. Магнитка инвестирует в Австралию / Ю. Федоринова // Ведомости. – М., 2007. – 23 августа (№ 157 (1931)).

[102] Федоринова, Ю. Магнитка нашла уголь / Ю. Федоринова, К. Рыбак. // Ведомости. – М., 2007. – 5 октября (№ 188 (1962)).

была увеличена до 83 %[103]. В 2011 г. ММК планирует произвести обмен акций угольной компании на бумаги ММК и, таким образом, полностью консолидировать ОАО «Белон».

ОАО «ММК» торгуется на трех биржах: Московской Межбанковской Валютной Бирже, фондовой бирже РТС и Лондонской фондовой бирже. На российских биржах под тиккером MAGN акции торгуются с 26.12.2005 г[104], причем в июле 2006 года были включены в котировальный список «Б» на обеих биржах. В апреле 2007 года ММК провело IPO на лондонской фондовой бирже, продав 8,9% акционерного капитала, привлекла при этом $ 1 млрд[105]. Были выпущены глобальные депозитарные расписки (1 ГДР ОАО «ММК» соответствует 13 акциям).

Перед непосредственным рассмотрением микроэкономических факторов, стоит отметить, что компания поддерживает высокий уровень информационной прозрачности и открытости, регулярно публикует отчетность по МСФО на своем сайте, проводит конференции и презентации для аналитиков. Краткая информация о компании приведена в Приложении Б.

Теперь рассмотрим основные факторы, которые выделяют при анализе компании - финансовое состояние компании (акцентируется внимание на источниках финансирования деятельности компании), возможность осуществлять инвестиции и модель бизнеса.

Анализ финансового состояния компании включал проводился на основе отчетности, составленной по стандартам РСБУ[106].

Динамика основных показателей

Динамика изменения рассчитывалась по четырем основным показателям, как то: активы, собственный капитал, выручка от реализации и чистая прибыль и приведена в Приложении В.

---

[103] Федоринова, Ю. Рашников взял уголь / Ю. Федоринова // Ведомости. – М., 2009. – 19 октября (№197 (2467)).

[104] http://www.mmk.ru/for_investor/shares/shares_and_gdr/

[105] http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_42.html?page=4

[106] См. Приложение В

Динамика изменения активов показывает неравномерный ежегодный рост, темпы роста значительно снизились в кризисный период (4,72% в 2009г. по сравнению с 14,34% в 2008г.), однако уже в 2010г. составил 24,76%. Темп прироста активов по сравнению с 2007г. составил 49,38%. Это обусловлено продолжающимся расширением бизнеса ОАО «ММК». В структуре активов наибольшее увеличение произошло в структуре основных средств (68,9%), долгосрочных финансовых вложений (97,2%), таким образом, произошло увеличение внеоборотных активов с 2007г. на 83%. Оборотные же активы увеличились незначительно (2,16%). Из негативных тенденций можно отметить значительное увеличение денежных средств, практически в два раза. Целесообразность удержание на балансе такого количества наличности не всегда оправдана.

Темпы прироста собственного капитала также значительно увеличились в последний год и составили 11,57%. По сравнению же с 2007 г. прирост составил 15,66%. Величина собственного капитала имела тенденцию к росту за счет увеличения статьи "Нераспределенная прибыль" на протяжении всего анализируемого периода.

При анализе динамики показателей выручки и чистой прибыли картина несколько омрачается. Резкое падение выручки по итогам 2009 г. (-39,23%) вызвано снижением объемов производства и цен на продукцию вследствие мирового финансового кризиса. По итогам 2010 г. отмечено существенное увеличение выручки (46,98%) за счет роста цен и объемов реализации.

Динамика показателей чистой прибыли показывает обратную тенденцию. Огромный рост в 2009 г. (172,33%) и снижение темпов в 2010г. (-10,86%). В целом, по сравнению с докризисным уровнем чистая прибыль снизилась на 52,77%. Это объясняется в первую очередь тем, что с ростом выручки от реализации растет также и себестоимость. И темпы прироста себестоимости по сравнению с 2007 годом (27,82%) значительно опережают темпы прироста выручки (6,06%). Также наблюдается значительный рост

коммерческих расходов (40,66%), процентов к уплате (80,45%) и снижение процентов к получению (-59,46%).

Вертикальный анализ

Структура активов и пассивов компании представлена ниже. Подробный анализ представлен в Приложении Г.

Таблица 7 – Структура активов компании ОАО «ММК»

	2007	**2008**	**2009**	**2010**
Внеоборотные активы	58%	65%	70%	72%
Оборотные активы	42%	35%	30%	28%

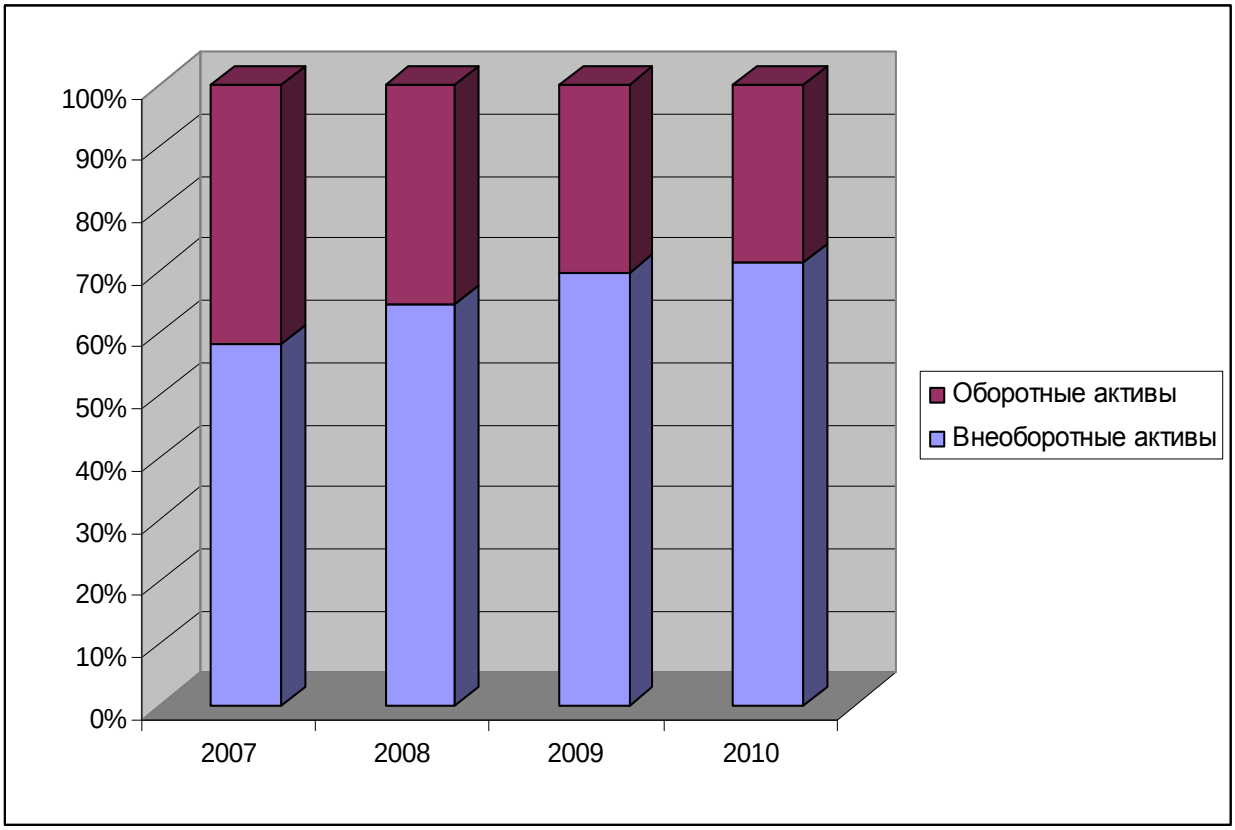


Рисунок 5 – Структура активов компании ОАО «ММК»

Ресурсы компании, согласно их балансовой оценке, распределены между оборотными и внеоборотными активами следующим образом: в течение всего анализируемого периода доля внеоборотных активов значительно превышает долю оборотных активов, что обусловлено существенной величиной долгосрочных финансовых вложений компании

(21,91% активов компании на 01.01.2011) и основных средств (33,05% активов компании на 01.01.2011). Причем по состоянию на 01. 01.2011г. существенную долю долгосрочных финансовых вложений компании составили инвестиции в дочерние общества – 45,77%, основных средств – машины и оборудование – 64,41%.

Таблица 8 – Структура пассивов компании ОАО «ММК»

	2007	**2008**	**2009**	**2010**
Капитал и резервы	83%	72%	71%	64%
Долгосрочные обязательства	6%	9%	17%	27%
Краткосрочные обязательства	11%	19%	11%	9%

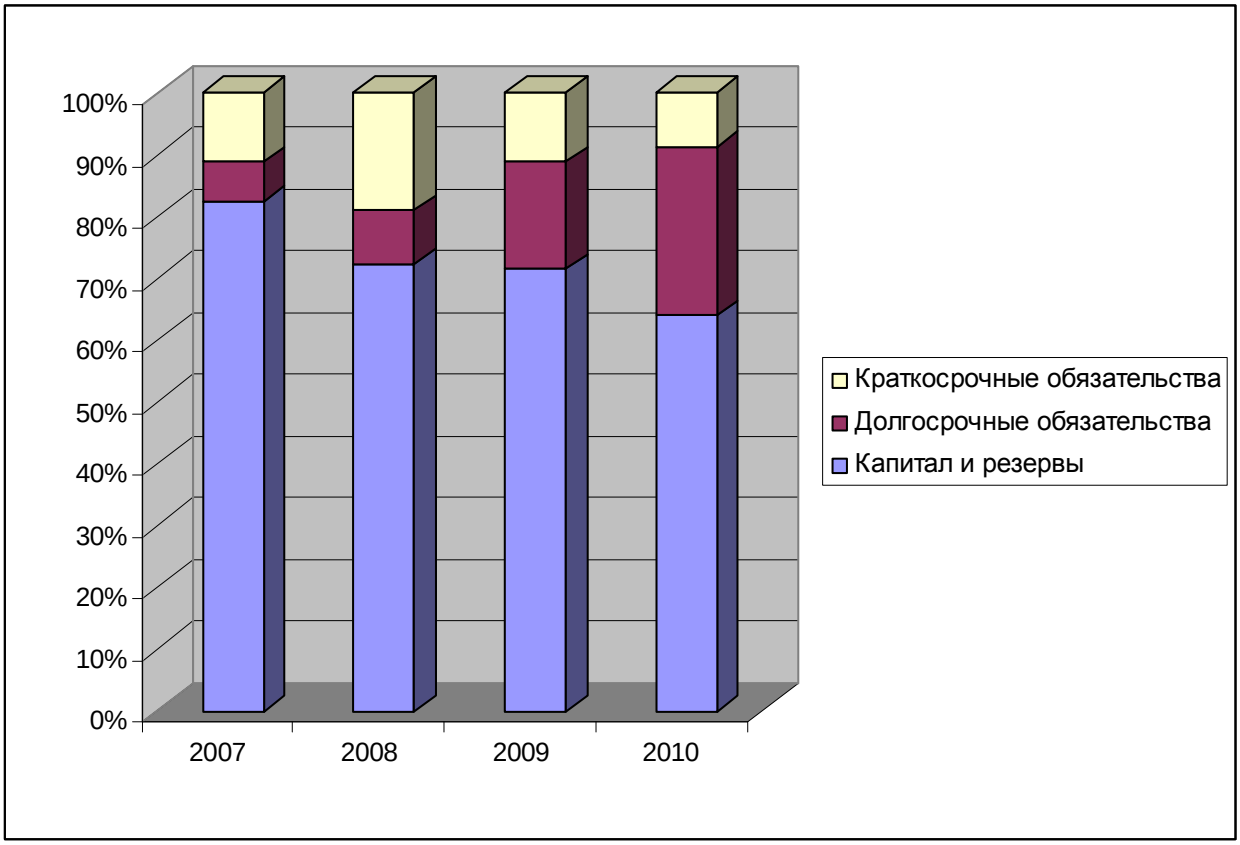


Рисунок 6 – Структура пассивов компании ОАО «ММК»

Из приведенных выше таблицы и диаграммы видно, что с 2007 по 2010 год структура пассивов изменилась в сторону увеличения Долгосрочных обязательств, незначительного сокращения краткосрочных обязательств и сокращения капитала компании.

Капитал компании сократился за счет уменьшения статьи «Нераспределенная прибыль (убыток)» (53,21% - 2009 г., 49,36% - 2010г.). В то время, как долгосрочные обязательства увеличились за счет роста статьи «Кредиты и займы» (12,59% - 2009г., 22,11% - 2010г.)[107].

Анализ ликвидности

Все показатели представлены в Приложении Д.

Анализ коэффициентов ликвидности выявил высокую ликвидность оцениваемого предприятия в течение всего анализируемого периода. При этом показатели ликвидности ухудшились после кризиса. Однако они все равно представляются завышенными по отношению к нормативному уровню. Так в 2010 году показатель текущей ликвидности составил 3,27 (при нормативе – больше 2), быстрой ликвидности – 1,75 (при нормативе – 0,7-1), мгновенной ликвидности – 0,7 (при нормативе – больше 0,2). Такие высокие значения ликвидности говорят, с одной стороны, конечно, о финансовой устойчивости компании и возможности отвечать по всем своим обязательствам своевременно и в полной мере. Но, с другой стороны, свидетельствует о неиспользовании компанией всех возможностей по привлечению заемных средств.

Анализ финансовой устойчивости

Все показатели представлены в Приложении Д.

Значение коэффициента независимости уменьшилось по сравнению с докризисным уровнем с 0,83 до 0,64, однако по прежнему характеризует компанию, как имеющую достаточно собственных средств для развития. Для компаний, принадлежащих к отрасли черной металлургии это важно, так как их деятельность требует постоянных вложений в производство, закупку и обновление основных средств и т.д. Однако, как свидетельствует коэффициент финансового рычага (0,21 – 2007г., 0,38 – 2008г., 0,4 – 2009г.,

[107] Подробно доля каждого показателя в валюте баланса представлена в Приложении В.

0,56 – 2010г.), соотношение собственных и заемных средств в компании постепенно меняется в сторону увеличения последних.

Также растет коэффициент финансовой устойчивости (0,89 – 2007г., 0,81 – 2008г., 0,89 – 2009г., 0,91 – 2010г.), что свидетельствует о выборе компании в пользу долгосрочных источников финансирования.

В целом можно отметить некоторое ухудшение показателей финансовой устойчивости, однако фактические значения при этом гораздо выше нормативных. Показатель обслуживания долга (покрытия процентов) также имеет тенденцию к снижению (с 54,39 – 2007г. до 12,99 – 2010г.), как за счет роста процентов к уплате, так и за счет сокращения прибыли.

Анализ оборачиваемости (деловой активности)

Все показатели представлены в Приложении Д.

На протяжении 2007 — 2010 гг. периоды оборачиваемости дебиторской, кредиторской задолженности и товарно-материальных запасов увеличивались (период оборачиваемости дебиторской задолженности – с 46 дней в 2007г. до 50 дней в 2010г.; период оборачиваемости кредиторской задолженности – с 23 дней в 2007г. до 37 дней в 2010г.; период оборачиваемости запасов – с 29 дней в 2007г. до 47 дней в 2010г), что свидетельствует о снижении деловой активности. Анализ коэффициентов оборачиваемости также показал ухудшение всех показателей на последнюю отчетную дату (коэффициент фондоотдачи основных средств – с 2,28 в 2007г. до 1,36 в 2010г.; коэффициент оборачиваемости активов – с 0,94 в 2007г. до 0,66 в 2010г.; коэффициент оборачиваемости инвестированного капитала – с 1,03 в 2007г. до 0,76 в 2010г).

Анализ рентабельности и отдачи на капитал

Все показатели представлены в Приложении Д.

На протяжении анализируемого периода все показатели рентабельности принимали положительные значения. В 2008 г. произошло резкое снижение всех показателей вследствие сильного сокращения прибыли до налогообложения компании. Показатели рентабельности в дальнейшем

демонстрируют нестабильную динамику, в 2009г. произошел их рост, а на конец 2010 можно наблюдать хоть и незначительное, но снижение всех показателей. На рисунке 7 отображена сравнительная динамика показателей.

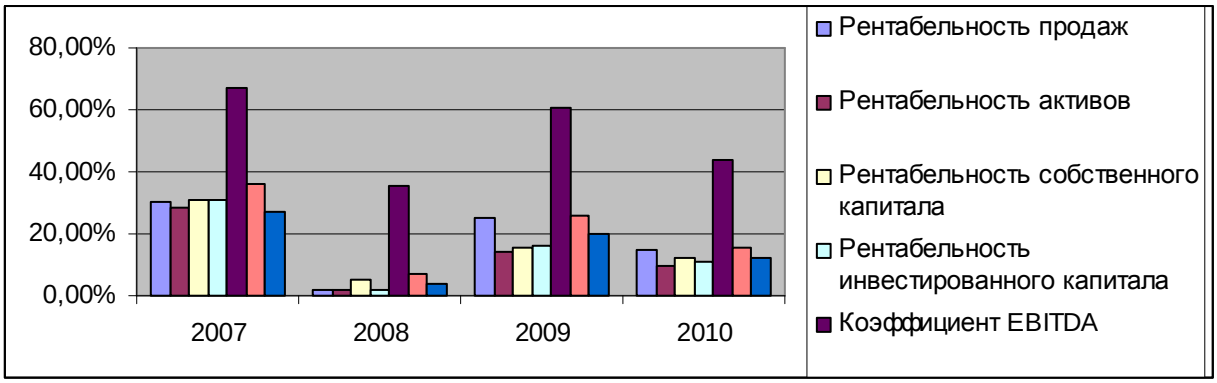


Рисунок 7 – Динамика показателей рентабельности компании ОАО «ММК»

После проведения финансового анализа компании перейдем к следующему фактору фундаментального анализа на микроуровне – осуществление инвестиций.

ОАО «ММК» - динамично развивающееся предприятие, с амбициозными планами. Планируемый рост производства составит более 65% к 2015 году (более 45% к 2012 году) по сравнению с 2010 годом. При этом компания утверждает, что растущие объемы и доля продукции с высокой добавленной стоимостью (high value added – HVA), до 50% к 2012 г., обеспечат высокую эффективность.

Компания уже сейчас является одним из лидеров на внутреннем рынке металлургии (см. Рисунок 10), при этом планируется проникновение в такие секторы экономики России, как производство труб, автопром и машиностроение. При этом суммарные капитальные затраты составят 3,543 млрд. долл. США[108].

[108] http://www.mmk.ru/

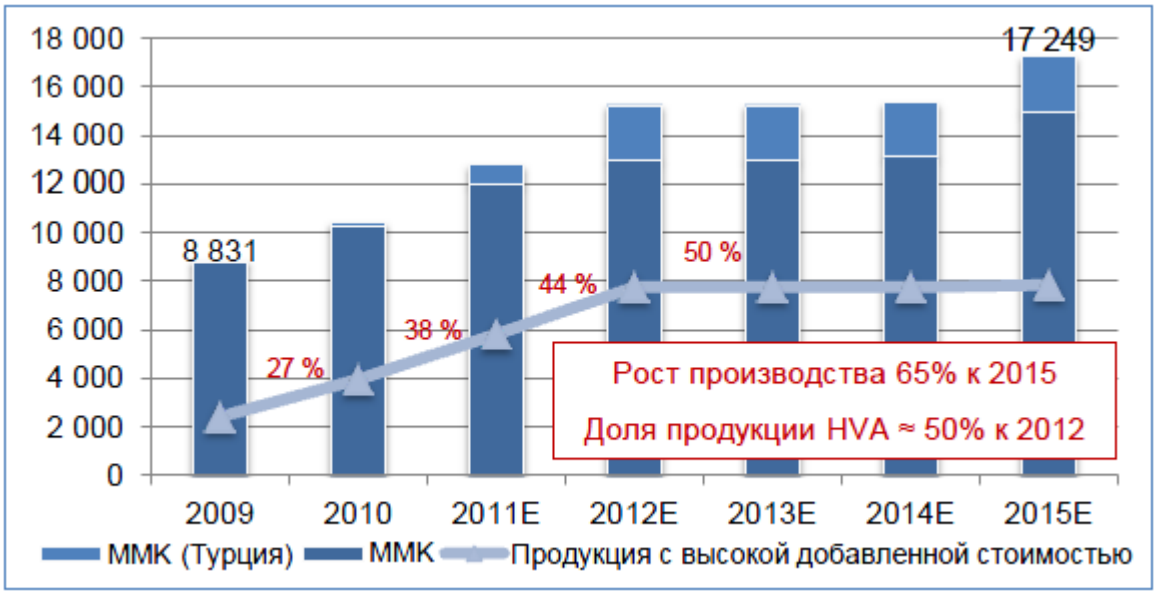


Рисунок 8 – Изменение структуры товарной продукции, тыс. тонн[109]

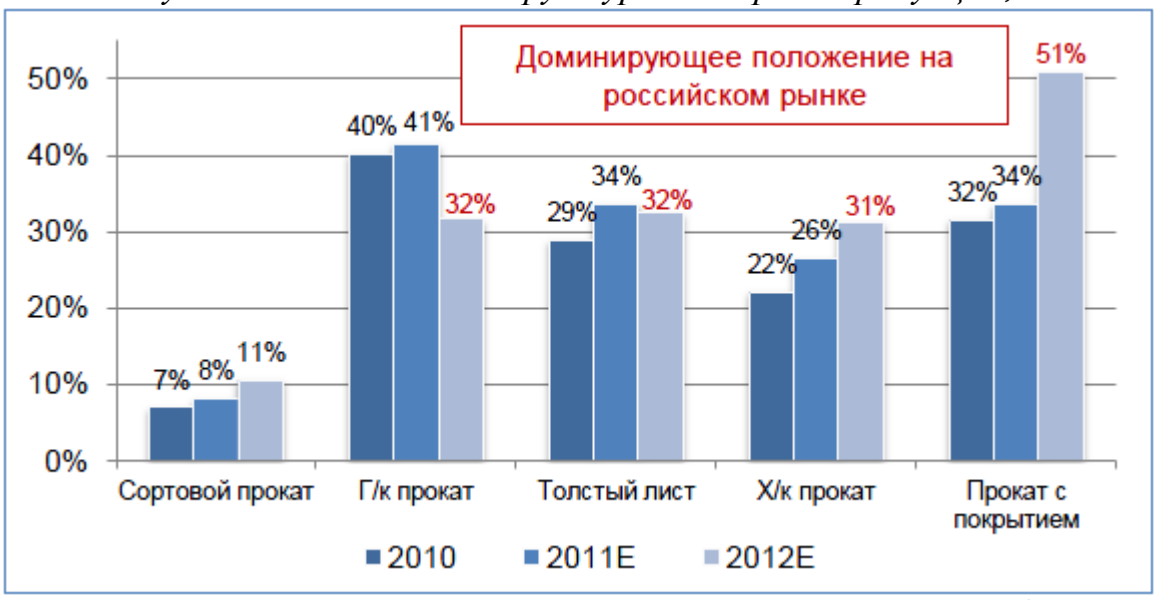


Рисунок 9 – Доля производства ММК в РФ[110]

Компания также планирует расширять экспансию на зарубежных рынках, в частности в ближайшем будущем выход на рынок Турции с плоским прокатом. Капитальные затраты планируются на уровне 2,1 млрд. долл. США[111].

---

[109] http://www.mmk.ru/
[110] http://www.mmk.ru/
[111] Там же.

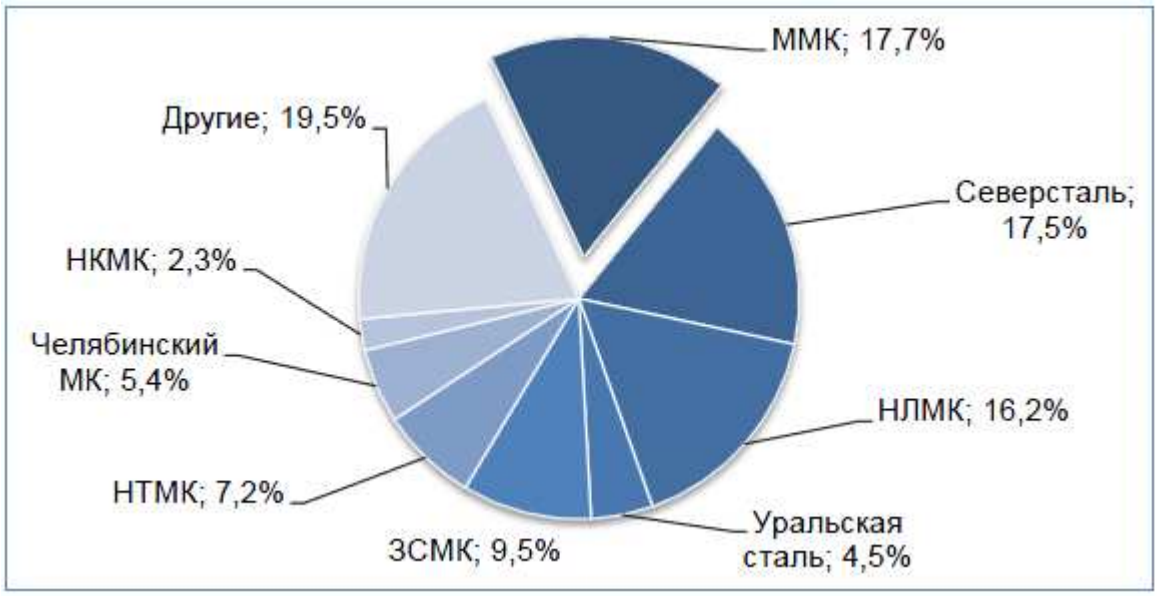


Рисунок 10 – Доля ОАО «ММК» на российском рынке проката, %[112]

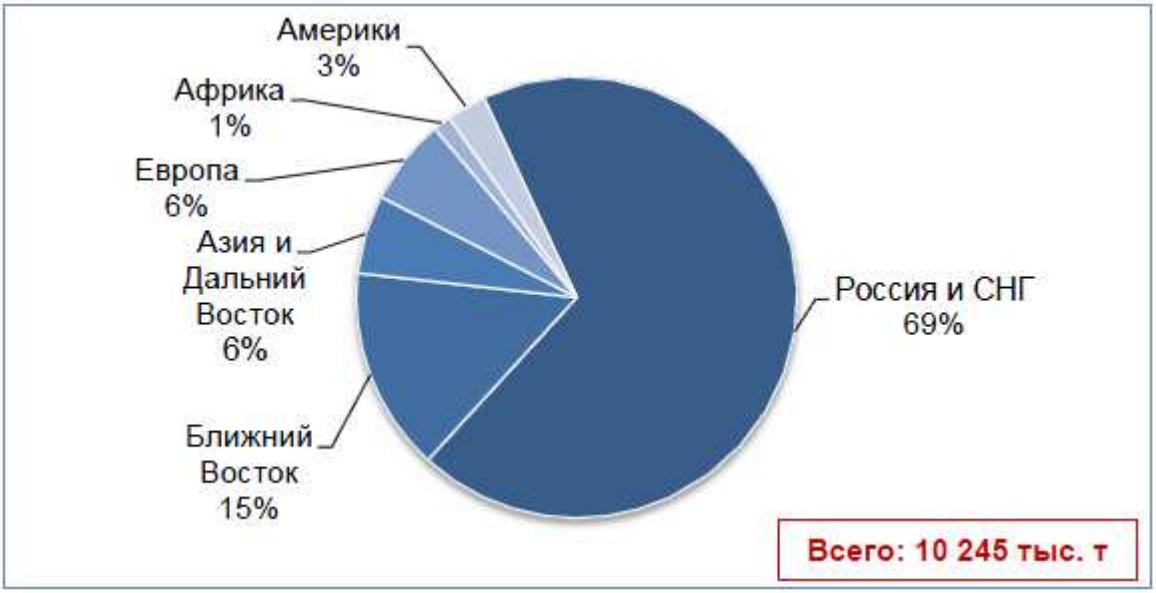


Рисунок 11 – Структура продаж по регионам, 2010 г.[113]

Модель построения бизнеса

Модель построения бизнеса включает в себя такие элементы, как корпоративное управление, сырьевая база, технологии компании, внедрение инноваций, структура акционерной собственности, кадровая полтика, дивидендная политика, наличие санкций со стороны государства.

---

[112] http://www.mmk.ru/
[113] Там же.

Начнем с корпоративного управления. Структура органов управления представлена в Приложении Е. Основной фигурой в управлении компании является Рашников Виктор Филиппович, Председатель совета директоров ОАО "Магнитогорский металлургический комбинат", председатель комитета по стратегическому планированию и корпоративному управлению, президент ООО "Управляющая компания ММК". Доктор наук, обладатель множества общепризнанных наград и премий[114]. Прошел путь от слесаря цеха до Председателя Совета директоров.

Председателем Правления является Тахаутдинов Рафкат Спартакович. Доктор наук, обладатель множества общепризнанных наград и премий[115].

Таким образом, доказательством высокого уровня качества управления компанией являются неоднократные признания топ-менеджеров ОАО «ММК» одними из самых профессиональных менеджеров России.

Однако существует еще особенность управления компанией. Председатель Совета директоров является также и конечным бенефициаром компании. Это свидетельствует о возникновении конфликта интересов, есть риск ориентированности топ-менеджмента не на развитии компании, а на удовлетворение своих интересов. Однако финансово-экономические показатели пока свидетельствуют об обратном.

Сырьевой базой ОАО «ММК» является Бакальский рудник, также планируется разработка Приоскольского железорудного месторождения. Слабой стороной ОАО «ММК» является низкая обеспеченность сырьем собвенного производства. В отличие от основных конкурентов на российском рынке («Евраз», «Северсталь», НЛМК, «Мечел»), ММК закупает железорудное сырьё в основном в Казахстане, коксующиеся угли — в том числе у группы «Мечел».

Касательно технологий компании и внедрения инноваций можно сказать, что в середине 2009 года был введён в эксплуатацию прокатный

[114] См. Приложение Г
[115] См. Приложение Г

стан-5000[116]. Инвестиции в проект составили 39,7 млрд руб[117]. Также осуществляется долгосрочная инвестиционная программа с 2007 г., рассчитанная на 7 лет, предусматривающая строительство и введение в эксплуатацию нового оборудования, а также нового завода по производству штампованных деталей.

Основная линейка продуктов приведена в Приложении Ж. Можно сказать, что продукция диверсифицирована и ассортимент постоянно расширяется.

Структура акционерной собственности представлена в Приложении В. Выше уже было сказано о взаимосвязи корпоративного управления и структуры владения компанией.

Кадровая политика ОАО «ММК» описывается в ежегодных отчетах компании. Значительное внимание уделяется повышению квалификации сотрудников. Обучение сотрудников проводится как в корпоративном центре подготовки кадров «Персонал», так и в ведущих образовательных центрах России и за рубежом (SMS Demag, Danielli, Tissen Krupp, Fata Hunter, DALIAN HUARUI HEAVY INDUSTRY, Phoenix и других)[118].

Дивидендная политика ОАО «ММК» базируется на балансе интересов акционеров и требований дальнейшего развития и технического перевооружения компании.

Таблица 9 – Размеры дивидендных выплат ОАО «ММК»[119]

Год начисления дивидендов	**Размер дивиденда на одну акцию руб.**	**Начислено дивидендов, тыс. руб.**	**Доля дивидендов от чистой прибыли**
2005	1.854	19,708,392.77	74%
2006	3.209	34,112,381.11	90%

[116] Продукция стана является сырьём для производства труб большого диаметра. Технология позволяет металлу выдерживать чрезвычайно низкие температуры и агрессивную среду морского дна. Производительность нового стана - 1,5 миллиона тонн толстолистового проката в год.

Источник: Годовой отчет ОАО «ММК», 2009

[117] Фиалко, А. Миллиард ММК / А. Фиалко // Ведомости. – М., 2010. – 16 июня (№108 (2626)).

[118] Источник: Годовой отчет ОАО «ММК», 2009

[119] Источник: Годовой отчет ОАО «ММК», 2009

Продолжение Таблицы 9

2007	0.92	10,488,754.52	24%
2008	0.382	4,268,594.06	16%
2009	0.37	4,134,502.10	56%

Определение справедливой стоимости акций компании ОАО «ММК»

Следующим и заключительным этапом анализа является определение справедливой стоимости акций компании ОАО «ММК». Было использовано два подхода к оценке: доходный (метод DCF) и сравнительный (метод компаний-аналогов). В качестве денежного потока использовался денежный поток на инвестированный капитал. Для прогноза финансовых показателей используются все имеющиеся данные компании ОАО «ММК» - финансовая отчетность за 2007 – 2010 года, прогнозы аналитиков компании, представленные в годовых отчетах и презентациях. Для прогноза макроэкономических показателей использовались данные Министерства экономического развития Российской Федерации, аналитических и информационных агентств.

Для прогноза в рамках применения метода Дисконтированных денежных потоков был выбран период с 01.01.2011 года по 31.12.2015 года.

В качестве денежного потока был выбран чистый денежный поток на инвестированный капитал (Free Cash Flow to Firm, FCFF). Его отличие от денежного потока на собственный капитал (Free Cash Flow to Equity, FCFE) заключается, во-первых, в использовании различных ставок дисконтирования. При применении чистого денежного потока на инвестированный капитал используется в качестве ставки дисконтирования средневзвешенная стоимость капитала (Weighted Average Cost of Capital, WACC), которая учитывает в себе все риски, связанные с финансированием деятельности предприятия, как из собственных источников финансирования, так и за счет заемных средств, а при применении чистого денежного потока на собственный капитал - стоимость собственного капитала. Во-вторых, использование чистого денежного потока на собственный капитала

предполагает его уменьшение на величину процентов за кредиты и внесение корректировок на прирост/сокращение задолженности компании по кредитам.

Перед расчетом прогнозных величин была рассчитана ставка дисконтирования. Формулы расчета ставки дисконтирования приведены в Приложении 3. Расчет ставки дисконтирования представлен в Таблице 10.

Таблица 10 – Расчет ставки дисконтирования

WACC RUB	**r RUB**	**r USD**	**WACC**	**W_e**	**k_e** (Re)	**W_d**	**k_d**	**T**	**R_f**	**C**	**Rm-Rf**	**RL**
10,15%	**7,96%**	**4,74%**	**6,41%**	0,376	0,120	0,273	0,108	0,2	0,042	0,005	0,055	1,33

В качестве безрисковой ставки (R_F) обычно используют ставку по государственным долговым обязательствам страны с высоким инвестиционным рейтингом. В целях настоящей оценки в качестве безрисковой ставки принимается средняя доходность к погашению облигаций Казначейства США с 20-летним сроком погашения на дату оценки, которая, по данным информационного агентства Economagic, составила 4,24%[120].

Премия за страновой риск (C) отражает дополнительный доход, который потребует инвестор за риск, связанный с вложениями в российские компании по сравнению с компаниями, функционирующими в США. Премия за страновой риск была рассчитана как разница между доходностью по еврооблигациям Россия-2030 (4,74%[121]) и доходностью к погашению облигаций Казначейства США с 20-летним сроком погашения (4,24%) на дату оценки. Таким образом, премия за страновой риск составила 0,5%.

Премия за риск вложения в акции показывает разницу между доходностями акций крупнейших корпораций и казначейских обязательств Правительства США. Рыночная премия показывает, на какой дополнительный доход, необходимо увеличить безрисковую ставку, чтобы

[120] http://www.economagic.com/fedbog.htm
[121] http://www.cbonds.info/ru/rus/

инвестор смог компенсировать тот дополнительный риск, который связан с вложением в акции данной компании.

Согласно статистике, рассчитанной по данным американского фондового рынка, среднерыночная премия составляет 5,45%[122].

С помощью коэффициента бета учитывается систематический риск в модели оценки доходности финансовых активов (CAPM). Если коэффициент бета приобретает значение больше единицы, то компания счиается более рисковой по сравнению со «средней» компанией на рынке. Значение меньше единицы, наоборот, говорит о том, что риск вложения в данную компанию меньше среднерыночного. В данной работе был использован коэффициент бета равный 1,33[123].

Таким образом, после проведения соответствующих расчетов с использованием формулы, приведенной в Приложении 3, была рассчитана ставка доходности на собственный капитал (R_E). Ее размер составил 0,12. В дальнейшем, при расчете средневзвешенной стоимости капитала, она использовалась в качестве величины стоимости привлечения собственного капитала (k_e).

В качестве величины стоимости привлечения заемного капитала (k_d) была использована средняя ставка по кредитам, рассчитанная Центральным Банком Российской Федерации за 2010 год – 10,8%[124].

Доля собственного капитала в структуре инвестированного капитала компании (W_e) рассчитывалась, как отношение суммы долгосрочных и краткосрочных кредитов к капиталу компании, и составила 0,376. Доля заемного капитала в структуре инвестированного капитала компании (W_d) рассчитывалась, как отношение суммы долгосрочных и краткосрочных кредитов к сумме капитала, долгосрочных и краткосрочных кредитов компании, и составила 0,273.

---

[122] Премия за риск вложения в акции американских компаний 6,7% (Ibbotson Associates, SBBI Valuation Edition 2009 Yearbook), скорректированная на 1,25%.

[123] http://www.bloomberg.com/

[124] http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/interest_rates_10.htm&pid=cdps&sid=svodProcStav

Таким образом, после проведения соответствующих расчетов с использованием формулы, приведенной в Приложении 3, была рассчитана средневзвешенная стоимость капитала для денежного потока, номинированного в долларах США – 6,41%. Однако, так как в последующих расчетах будет использоваться денежный поток, номинированный в рублях, необходимо провести пересчет ставки дисконтирования. Формула для пересчета в номинальную ставку доходности для денежных потоков на инвестированный капитал компании, выраженных в рублях приведена в Приложении 3.

В качестве доходности по рублевым государственным облигациям России была использована доходность по еврооблигациям Россия-2030 (4,74%[125]). В качестве доходности по еврооблигациям России, номинированным в долларах США, была использована доходность по облигациям Россия 46020 (погашение в 2036 г.) – 7,96%[126].

В конечном итоге номинальная ставка доходности для денежных потоков на инвестированный капитал компании, выраженных в рублях, составила 10,15%.

Следующим этапом после расчета ставки дисконтирования был этап прогнозирования показателей, необходимых для расчета справедливой стоимости акций компании ОАО «ММК»: выручка от реализации, себестоимость, коммерческие и управленческие расходы, амортизация и т.д. Для прогнозирования выручки от реализации были использованы прогноз динамики объемов производства стали компанией, представленный ОАО «ММК» в открытых источниках (см. Рисунок 12) и прогноз цен на горячекатаный лист (см. Таблица 11), представленный инвестиционными аналитиками в долларовом выражении. Для расчета выручки от реализации были использованы цены именно на горячекатаный лист, так как эта

[125] http://www.cbonds.info/ru/rus/
[126] Там же.

продукция составляет большую часть ассортимента продукции ОАО «ММК» (см. Приложение Ж).

Рисунок 12 – Динамика объемов производства стали, тыс. тонн[127]

Таблица 11 – Динамика и прогноз цен инвестиционных аналитиков на горякатаный лист на период 2010- 2012 гг., долл. США за тонну[128]

Инвестиционные аналитики	**2010**	**2011П**	**2012П**
Morgan Stanley	667	786	828
Ame Group (Hot rolled coil CIS)	607	629	660
Среднее	**637**	**707,5**	**744**

Для перевода цен в рублевый эквивалент были использованы прогнозы курса доллара Минэкономразвития РФ (см. Таблица 12). Так как данные покрывали весь прогнозный период, расчет недостающих показателей проводился путем вычисления средних темпов роста по имеющимся показателям и применении их для установления значений недостающих

[127] Источник: Годовой отчет ОАО «ММК», 2009
[128] Источник: Годовой отчет ОАО «ММК», 2009

показателей. Итоговые прогнозные значения выручки от реализации представлены в Приложении И.

Таблица 12– Прогноз курса доллара[129]

Год	**2010**	**2011П**	**2012П**	**2013П**	**2014П**	**2015П**
Курс	30,4	28,4	27,9	27,9	28,0	27,4

Так как себестоимость включает в себя материальные затраты, затраты на оплату труда, отчисления социальные нужды и прочие затраты, то прогнозирование производилось по каждой составляющей себестоимости отдельно.

При прогнозе материальных затрат использовались данные о будущей динамике цен на железорудное сырье, представленные инвестиционными аналитиками (см. Таблица 13).

Таблица 13 – Динамика и прогноз цен инвестиционных аналитиков на железорудное сырье на период 2010- 2013 гг., долл. США за тонну[130]

Инвестиционные аналитики	**2010**	**2011П**	**2012П**	**2013П**
Bank of America Merrill Lynch	113,6	133,8	122,5	112,5
UBS Resources	113	149	156	148
Bank of America Merrill Lynch	108	134	128	118
Deutsche Securities	75,4	148,8	166,4	155,8
Credit Suisse	101	150	135	106
Среднее значение	**102,2**	**143,12**	**141,58**	**128,06**
Темпы прироста		40%	-1%	-10%

Для прогноза затрат на оплату труда были использованы данные годового отчета ОАО «ММК» за 2009 год, опубликованные в открытых источниках (см. Таблица 14), а также данные о прогнозе темпов роста среднемесячной заработной платы из пояснительной записки к сценарным условиям для формирования вариантов социально-экономического развития в 2012-2014 гг. Министерства экономического развития России (см. Таблица 15). Прогноз численности работников составлялся исходя из имеющихся темпов роста.

[129] http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/monitoring/
[130] Источник: Годовой отчет ОАО «ММК», 2009

Таблица 14 – Основные показатели кадровой политики ОАО «ММК»[131]

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Среднесписочная численность персонала, чел	31868	28601	26396	26049	24445	22701
Среднемесячная заработная плата, руб	13484	16253	19852	24785	27793	27906

Таблица 15 – Прогноз динамики роста реальной заработной платы, %[132]

Год	**2010**	**2011П**	**2012П**	**2013П**	**2014П**
Темп роста	104,6	103,3	104,3	104,5	105,0

Для прогноза отчислений на социальные нужды учитывалось, что с 01.01.2011 «плательщики страховых взносов, производящие выплаты и иные вознаграждения физическим лицам, в том числе применяющие УСН и ЕНВД, исчисляют обязательные платежи исходя из тарифа 34%»[133]. Для прогноза прочих затрат использовался темп прироста 2010 г.

Себестоимость рассчитывалась без учета амортизации, прогноз которой был построен отдельно.

Для перевода цен в рублевый эквивалент были использованы прогнозы курса доллара Минэкономразвития РФ (см. Таблица 12). Так как данные покрывали весь прогнозный период, расчет недостающих показателей проводился путем вычисления средних темпов роста по имеющимся показателям и применении их для установления значений недостающих показателей. Итоговые прогнозные значения себестоимости представлены в Приложении И.

Для прогнозирования темпов прироста коммерческих расходов была рассчитана с помощью функции в MS Excel корреляция между темпами

[131] Источник: Годовой отчет ОАО «ММК», 2009

[132] Источник: Годовой отчет ОАО «ММК», 2009

[133] О страховых взносах в Пенсионный фонд Российской Федерации, Фонд социального страхования Российской Федерации, Федеральный фонд обязательного медицинского страхования и территориальные фонды обязательного медицинского страхования: федер. закон : [от 24 июля 2009 г. № 212-ФЗ : в посл. ред. от 28 декабря 2010 г.] – Ст. 12.

прироста выручки от реализации и коммерческих расходов на основе ретроспективных данных (см. Таблица 16), которая составила 0,97. Далее с помощью корреляции и ранее рассчитанных прогнозов выручки были рассчитаны темпы прироста коммерческих расходов.

Таблица 16 – Ретроспективные данные для прогноза коммерческих расходов ОАО «ММК» в 2011-2015 гг[134].

	2007	2008	2009	2010
Выручка от реализации, тыс. руб.	*190 287 241*	*225 972 419*	*137 317 125*	*201 824 294*
Темп прироста, %		***18,75%***	***-39,23%***	***46,98%***
Коммерческие расходы, тыс. руб.	3 758 206	4 711 047	4 073 729	5 286 470
Темп прироста, %	**-**	***25,35%***	***-13,53%***	***29,77%***
Корреляция	0,97			

Для прогнозирования темпов прироста управленческих расходов была рассчитана на основе ретроспективных данных (см. Таблица 17) с помощью функции в MS Excel корреляция между темпами прироста среднесписочной численности работников и управленческих расходов, которая составила 0,56 и инфляции и управленческих расходов, которая составила 0,48. Далее с помощью корреляции и ранее рассчитанных прогнозов темпов прироста среднесписочной численности работников и прогнозов инфляции Министерства экономического развития России (см. Таблица 18) были рассчитаны темпы прироста коммерческих расходов.

Таблица 17 – Ретроспективные данные для прогноза управленческих ОАО «ММК» в 2011-2015 гг.

	2007	**2008**	**2009**	**2010**
Управленческие расходы, тыс. руб.	6 075 677	6 694 400	5 525 514	6 131 667
Темпы прироста,%		10,18%	-17,46%	10,97%
Инфляция, %		13,30%	8,80%	8,80%

[134] Источник: отчетность компании

Продолжение Таблицы 17

Среднесписочная численность работников, чел.	26 049	24 445	22 701	25 300
Темпы прироста,%		-6,16%	-7,13%	11,45%
Корреляция с инфляцией	0,48			
Корреляция с ССЧ	0,56			

Таблица 18 – Структура роста потребительских цен[135]

	Прирост цен (дек./дек. предыдущего года), %					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Инфляция (ИПЦ)	**8,8**	**8,8**	**6,5-7,5**	**5-6**	**4,5-5,5**	**4-5**
Продовольственные товары	**6,1**	**12,9**	**7,2-7,8**	**5,7-6**	**5,3-5,5**	**4,2-4,5**
из них, без учета плодоовощной продукции	6,9	9,4	8,5-9	5,8-6	5,3-5,6	4,3-4,6
Непродовольственные товары	**9,7**	**5,0**	**6,2- 6,4**	**4,4-4,7**	**4,4-4,6**	**4,2-4,4**
Платные услуги населению	**11,6**	**8,1**	**8 -8,2**	**7,4-7,6**	**7,2-7,4**	**6,4-6,6**
услуги организаций ЖКХ	20,6	13,4	12 -12,2	12- 12,5	12-12,3	10-11
прочие услуги	7,8	5,5	6,1-6,2	5-5,2	4,9	4,7

Для прогноза прочих расходов и доходов были использованы усредненные темпы роста, рассчитанные согласно ретроспективным данным. Выходные данные по коммерческим, управленческим и прочим расходам по прогнозным периодам представлены в Приложении И.

Следующим шагом был расчет прибыли до вычета процентов, налога на прибыль и амортизации (EBITDA), как разность выручки от реализации и себестоимости, коммерческих, управленческих и прочих расходов (см. Приложение И).

Прогноз амортизации осуществлялся на основе прогноза величин основных средств (см. Таблица 19). Темпы прироста основных средств рассчитывались как усредненные на основе ретроспективных данных.

[135] http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/monitoring/

Амортизация в прогнозном периоде рассчитывалась согласно учетной политике ОАО «ММК» линейным методом со сроком полезного использования 2.

Таблица 19 – Прогноз значений амортизации ОАО «ММК» в период 2011-2015 гг.

	2007	2008	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Основные средства, тыс. руб.	59 408 574	74 330 894	83 558 666	100 342 839	119 615 109	142 588 893	169 975 119	202 621 259	241 537 555
Темпы прироста,%		25%	12%	20%	19%	19%	19%	19%	19%
Амортизация, тыс. руб.	58 485 893	64 398 656	47 517 606	56 707 000	83 970 168	100 097 833	119 323 047	142 240 736	169 560 093

На следующем этапе была рассчитана прибыль до вычета процентов и налога на прибыль (EBIT) путем суммирования прибыли до вычета процентов, налога на прибыль и амортизации (EBITDA) и амортизации. Далее был произведен расчет операционной прибыли за вычетом скорректированного налога на прибыль (NOPLAT) путем корректировки прибыли до вычета процентов и налога на прибыль (EBIT) на ставку налога 20%.

Далее производился расчет чистых денежных потоков на инвестированный капитал по формуле, приведенной в Приложении З.

Планируемые капитальные вложения на период 2011—2015 гг., требуемые для поддержания основных производственных мощностей, прогнозировались равными амортизации предыдущего года.

Прогноз изменения собственного оборотного капитала проводился на основе прогнозов запасов, НДС по капитальным вложениям, НДС на добавленную стоимость по приобретенным ценностям, краткосрочной и долгосрочной дебиторской задолженности и кредиторской задолженности. Расчет изменений собственного оборотного капитала представлен в Приложении К.

После расчета чистых денежных потоков на инвестированный капитал производилось вычисление всех величин в постпрогнозный (терминальный)

период. Для этого устанавливались темпы прироста равные 3,5%[136] для всех показателей.

Далее рассчитывается[137] терминальная стоимость по формуле Гордона:

Формула 8[138]

$$\mathbf{TV = \frac{CF_{n+1}}{R - g}},$$

где:

TV — стоимость предприятия в терминальный период;

CFn+1 — денежный поток в первый год терминального периода;

R — ставка дисконтирования;

g — ожидаемые темпы прироста денежного потока в терминальном периоде.

Она составила 2 127 616 898 тысяч рублей.

Далее проводится дисконтирование денежных потоков с использованием формулы:

Формула 9[139]

$$\mathbf{F = \frac{1}{(1 + R)^{(n-0.5)}}},$$

где:

F — фактор текущей стоимости;

R — ставка дисконтирования;

n — число периодов.

Таким образом, путем суммирования дисконтированных денежных потоков мы получили рыночную стоимость инвестированного капитала, однако необходимо внести поправки.

---

[136] Долгосрочный темп инфляции рубля — 3,5%

[137] См. Приложение И.

[138] Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов : пер. с англ. – М. : Альпина Паблишерз, 2010. – С. 429.

[139] Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов : пер. с англ. – М. : Альпина Паблишерз, 2010. – С. 433.

При расчете стоимости предприятия доходным подходом учитываются активы, которые участвуют в производстве и формировании денежного потока. Для получения итоговой величины стоимости компании рыночная стоимость неоперационных активов, не занятых непосредственно в производстве, должна быть прибавлена к стоимости по доходному подходу.

ОАО «ММК» на дату оценки имеет неоперационные активы, представленные долгосрочными финансовыми вложениями и доходными вложениями в материальные ценности на сумму 66 664 939 тыс. руб.

Для получения рыночной стоимости собственного капитала необходимо из стоимости инвестированного капитала, определенной доходным подходом, вычесть стоимость долгосрочных и краткосрочных заемных средств и прибавить неоперационные активы, денежные средства и краткосрочные финансовые вложения.

Стоимость краткосрочных финансовых вложений и денежных средств, принятых к расчету собственного капитала компании, равна 18 478 928 тыс. руб. Стоимость долгосрочных и краткосрочных кредитов и займов, принятая к расчету собственного капитала компании, равна балансовой стоимости обязательств по состоянию на 01.01.2011 г.

Итоговое значение стоимости составило 314 390 555 тыс. руб. Стоимость одной акции на дату оценки – 28,14 руб. Стоимость 1 ГДР – 12,03[140].

Так как определение справедливой стоимости требует применения как минимуму двух подходов, вторым этапом является расчет стоимости акций на основе сравнительного подхода, метод компаний-аналогов.

В качестве аналогов выступают такие компании, как ОАО «НЛМК», ООО «Мечел», ОАО «Северсталь». Все выбранные компании являются крупнейшими российскими компаниями черной металлургии.

[140] По данным, опубликованным на сайте ММК и Лондонской фондовой биржи 1 ГДР ОАО «ММК» равняется 13 обыкновенным акциям

Исходя из данных, опубликованных на интернет-сайтах компаний, все они сопоставимы по размерам (объемы производства) и по финансовым показателям (объем выручки за год, капитализация и пр.).

Для расчета справедливой стоимости акций на первом этапе происходил сбор информации об основных показателях компании и расчета собственного и инвестированного капитала. Расчеты представлены в Приложении Л, а конечные результаты в Таблице ниже.

Таблица 20 – Финансовые показатели компаний-аналогов ОАО «ММК»[141]

Компания	**Собственный капитал, млн. руб.**	**Инвестированный капитал, млн. руб.**	**Выручка, млн. руб.**	**EBITDA, млн. руб.**	**Прибыль/ убыток, млн. руб.**
ОАО "НЛМК"	866261,07	970879,47	253840,00	68825,90	38152,00
ОАО "Северсталь"	523853,55	718198,16	412619,20	97804,10	-17540,50
ООО "Мечел"	366942,66	586665,32	296278,40	61006,42	19972,80

Для оценки обыкновенных акций были выбраны мультипликаторы, в числителе которых использовался инвестированный капитал компаний-аналогов. Данный выбор числителя объясняется тем, что инвестированный капитал позволяет учесть структуру источников финансирования компаний, то есть соотношение собственного и заемного капитала, которая различается для каждой компании.

В результате расчета были получены следующие значения мультипликаторов.

Таблица 21 – Мультипликаторы для расчета стоимости акций ОАО «ММК»

Компания	**ИК/Выручка**	**ИК/EBITDA**	**ИК/Прибыль**
ОАО "НЛМК"	3,82	14,11	25,45
ОАО "Северсталь"	1,74	7,34	-40,95
ООО "Мечел"	1,98	9,62	29,37

[141] http://quote.rbc.ru/exchanges/demo/micex.0/intraday

Для расчета окончательных величин мультипликаторов компаниям-аналогам были присвоены веса в зависимости от схожести с ОАО «ММК»: ООО "Мечел" – 0,8 (как компании с наиболее похожими объемами выручки и другими финансовыми показателями), ОАО «Северсталь» - 0,3 (как крупному игроку отрасли с относительно схожими финансовыми показателями), ОАО «НЛМК» - 0,1 (столь низкий вес объясняется наименьшей близостью с ОАО «ММК»). В результате взвешенные величины мультипликаторов были умножены на соответствующие показатели деятельности ОАО «ММК», и была получена общая величина каждого мультипликатора. Затем мультипликаторам также был присвоен вес путем экспертной оценки и получена величина инвестированного капитала компании. Затем из величины инвестированного капитала путем вычитания долгосрочной задолженности и прибавления денежных средств был получен собственный капитал. После деления его на количество акций была определена справедливая стоимость одной обыкновенной акции компании, она составила 30,46 рублей (или 13,03 долл. США за 1 ГДР[142]).

Отклонение между справедливой стоимостью акции, рассчитанной различными подходами не должно составлять более 30%. В нашем случае оно равно 7,65%, что свидетельствует об адекватности полученных результатов.

Поскольку не все подобранные для сравнительной оценки компании являются полными аналогами (вследствие различий в финансовых результатах, географии деятельности и пр.), при расчете окончательной справедливой цены 1 ГДР ОАО «ММК» наибольший вес (0,7) присваивается цене, полученной доходным подходом. В результате итоговая внутренняя стоимость одной ГДР компании составляет 12,33 долл. США на начало 2011 года.

[142] По данным, опубликованным на сайте ММК и Лондонской фондовой биржи 1 ГДР ОАО «ММК» равняется 13 обыкновенным акциям

На 11 апреля рыночная цена 1 ГДР ОАО «ММК» составила 13,51 долл. США. С учетом этого, потенциал роста цены составил 10%.

Так как на 29.03.2011[143] цена акции ОАО «ММК» составила 31,00 рубль, а, в соответствии с проведенным в данной работе исследованием, внутренняя стоимость акции составляет 28,84 рублей, то рекомендацией на основе данных фундаментального анализа является продажа акций. Однако существует необходимость применения элементов технического анализа с целью уточнения инвестиционных рекомендаций, сформированных по итогам проведения фундаментального анализа.

Обзор рекомендаций ведущих аналитических агентств показывает, что такие же рекомендации предлагает ИК «Тройка Диалог», в то время как эксперты «ЮниКредит Секьюритиз», несмотря на понижение рекомендации, советуют «держать» акции, что подтверждает актуальность использования предложенной схемы фундаментального анализа и оправдывает ее применение.

[143] Дата публикации отчетности ОАО «ММК» в открытом доступе

Заключение

Исследование, проведенное в данной дипломной работе, базируется на большом количестве актуальных материалов.

В данной работе была рассмотрена сущность фундаментального анализа как основного метода определения «справедливой», внутренней стоимости компании и выявления недооцененных акций. Также были определены основные преимущества и недостатки фундаментального анализа. При этом был сделан вывод о том, что главным преимуществом фундаментального анализа является его ориентированность на долгосрочное инвестирование. Кроме того, в работе были определены основные группы инвесторов-пользователей результатов фундаментального анализа. Был сделан вывод об ориентированности данного вида анализа на стратегических инвесторов.

В данной работе определено, что фундаментальный анализ является достаточно сложным видом анализа, использующим специфический инструментарий. Проведение фундаментального анализа требует комплексного рассмотрения ситуации на трех уровнях: макро, мезо и микро или страны, отрасли и фирмы. При этом существуют два подхода, один из которых ориентируется, в основном, на анализ компании, другой – на первые два уровня. В данной работе основной акцент был сделан на фундаментальный анализ компании, однако макро и мезо уровню также было уделено должное внимание.

Далее в данной работе были рассмотрены основные различия в отчетности, составленной по российским стандартам бухгалтерской отчетности и международным стандартам финансовой отчетности, которые являются основой особенностей фундаментального анализа на уровне фирмы в российской практике.

Кроме этого, были рассмотрены основные показатели, использующиеся для оценки финансового положения компании, акции

которой подлежат оценке. Были также рассмотрены особенности проведения особенности фундаментальной оценки акций российских компаний. Однако было выведено утверждение, что для оценки компании недостаточно сделать вывод о её финансовом положении, необходимо провести перспективный анализ для определения ее «справедливой» стоимости. Соответственно, необходимо использовать дополнительные методы фундаментального анализа.

Для оценки справедливой стоимости акций компании используются три подхода, особенности которых также были рассмотрены в представленной работе. Все подходы были освещены достаточно подробно, так как проведение фундаментального анализа требует использования как минимум двух подходов, получившееся значение цены акции взвешивают в зависимости от точности или приближенности исходных данных того или иного подхода.

Наконец, в последней части работы было проведено практическое исследование, целью которого стало определение внутренней стоимости конкретной компании и иллюстрация описанных в теоретической части этапов, методов и подходов фундаментального анализа.

Анализ макроэкономической ситуации и анализ отрасли показали потенциал для положительных сдвигов в компании, выявили негативные и позитивные факторы ее возможного развития. Анализ финансового положения компании и ее внутреннего потенциала позволил выявить слабые и сильные стороны компании, ее особенности. Оценка справедливой стоимости акций компании выявила небольшую переоцененность акций компании. Сделанные на основе проведенного в данной работе фундаментального анализа инвестиционные рекомендации совпали с инвестиционными рекомендациями ведущих аналитических агентств, таких как ИК «Тройка Диалог» и «ЮниКредит Секьюритиз». Таким образом, была доказана практическая ценность данного вида анализа и необходимость его

применения при принятии инвестиционных решений. Цель, поставленную в начале данной работы, можно считать выполненной.

По итогам проведенного исследования можно сказать о роли фундаментального анализа в принятии инвестиционных решений. Прежде всего, фундаментальный анализ используется инвесторами для определения инвестиционной привлекательности тех или иных активов, которые обращаются на фондовом рынке. При этом разные категории инвесторов оценивают роль фундаментального анализа с различных точек зрения.

Если инвестор ориентируется в основном на конъюнктуру рынка и отталкивается от движения индексов, фундаментальный анализ будет иметь для него малую ценность. Однако если инвестор активно управляет своим портфелем и обращает особое внимание на внутреннюю стоимость акций и на отклонение внутренней стоимости от рыночной, то использование фундаментального анализа крайне важно для него. Он рассматривает долгосрочную перспективу, которую отражает данный вид анализа.

Центральное положение фундаментального анализа соотносит «справедливую» стоимость фирмы с её финансовыми характеристиками: перспективами и характером роста или падения. Если же рыночная стоимость значительно отклоняется от внутренней стоимости компании, то это является результатом недооценки или переоценки акций компании рынком. На этом основывается долгосрочная стратегия инвестирования. Соответственно, применение фундаментального анализа оправдает себя тогда, когда при прочих равных условиях и рисках в долгосрочном периоде инвестор получит большую доходность, чем рынок. Причем затраты на применение такого анализа должны быть сопоставимы с результатами. Для этого необходимо рассматривать аналитические прогнозы, предоставленные несколькими фундаментальными аналитиками или иметь в своем штате группу аналитиков. Из вышесказанного следует, что качественное использование фундаментального анализа в современных условиях характерно в основном для институциональных инвесторов. Кроме того,

результаты фундаментального анализа следует корректировать с помощью технического анализа. Однако в этом нет противоречия. Лишь комбинирование различных методов и постоянное сравнение их результатов приведет к наиболее точным выводам в итоге.

Список использованной литературы

1. О несостоятельности (банкротстве): федер. закон : [от 26 октября 2002 г. № 127-ФЗ : в посл. ред. от 03 июля 2011 г.] – Электронный ресурс – Справочная правовая система «Консультант Плюс».
2. О страховых взносах в Пенсионный фонд Российской Федерации, Фонд социального страхования Российской Федерации, Федеральный фонд обязательного медицинского страхования и территориальные фонды обязательного медицинского страхования: федер. закон : [от 24 июля 2009 г. № 212-ФЗ : в посл. ред. от 28 декабря 2010 г.] – Электронный ресурс – Справочная правовая система «Консультант Плюс».
3. Об оценочной деятельности в Российской Федерации: федер. закон : [от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ : в посл. ред. от 28 декабря 2010 г.] – Электронный ресурс – Справочная правовая система «Консультант Плюс».
4. Об утверждении положения о критериях ликвидности ценных бумаг: приказ ФСФР РФ : [от 7 марта 2006 г. N 06-25/пз-н в ред. Приказов ФСФР РФ от 09.10.2007 N 07-102/пз-н, от 13.11.2008 N 08-52/пз-н] – Электронный ресурс – Справочная правовая система «Консультант Плюс».
5. Об утверждении положения о признании международных стандартов финансовой отчетности и разъяснений международных стандартов финансовой отчетности для применения на территории Российской федерации: постановление Правительства РФ : [от 25 февраля 2011 г. №107] – Электронный ресурс – Справочная правовая система «Консультант Плюс».

6. Levi, Maurice D. International Finance – UK : Taylor & Francis, 2010. –Part 7. – P. 145-166. – ISBN 0-203-88171-0.

7. Templeton, Lauren C. Investing The Templeton Way: The Market-Beating Strategies of Value Investing's Legendary Bargain Hunter / Lauren C. Templeton, Scott Phillips. – USA : The McGraw-Hill Companies, 2008. – 283 p. – ISBN 978-0-07-154563-1.
8. Whitehurst, David Investments. – McGraw-Hill/Irwin, 2001. – 922 p. – ISBN 0-390-32002-1.
9. Баффет, М. Баффетология : пер. с англ. / М. Баффет, Д. Кларк. – М. : Попурри, 2006. – 416 с. – ISBN 0-684-84821-X, 985-483-684-3.
10. Баффет, У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями : пер. с англ. – М. : Альпина Бизнес-Букс, 2009. – 272 с. – ISBN 978-5-9614-0986-4, 0-9664461-1-9, 978-5-9614-0545-3.
11. Бернстайн, Л. А. Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация : пер. с англ. – М. : Финансы и статистика, 2003. – 624 с. – ISBN 5-279-01555-5.
12. Гитман, Л.Д. Основы Инвестирования : пер. с англ. / Л. Д. Гитман, М. Д. Джонк. – М. : Дело, 1999. – 1008 с. – ISBN 5-7749-0011-8, 5-7749-0145-9.
13. Грязнова, А.Г. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / А. Г. Грязнова, М. А. Федотова. – М. : Интерреклама, 2003. – 544 с. – ISBN 5-8137-0094-3.
14. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов : пер. с англ. – М. : Альпина Паблишерз, 2010. – 1344 с. – ISBN 978-5-9614-1152-2, 0-471-41490-3.
15. Ефимова, О. В. Финансовый анализ: современный инструментарий для принятия экономических решений – М. : Омега-Л, 2009. – 352 с. – ISBN 978-5-370-01147-4.
16. Коттл, С. Анализ ценных бумаг Грэма и Додда : пер. с англ. / С. Коттл, Р. Ф. Мюррей, Ф. Е. Блок. – М. : Олимп-Бизнес, 2001. – 704 с. – ISBN 5-901028-16-3, 0-07-013235-6.

17. Коупленд, Т. Стоимость компаний. Оценка и управление : пер. с англ. / Т. Коупленд, Т. Коллер, Д. Мурин. – М. : Олимп-Бизнес, 2008. – 576 с. – ISBN 978-5-9693-0119-1, 0-471-36190-9.
18. Медина, И.С. Характеристика российского рынка ценных бумаг // Лекции по курсу «Государство на рынке ценных бумаг», Финансовый Университет при Правительстве РФ, 2010.
19. Мельник, М. В. Анализ финансовой отчетности / М. В. Мельник, О. В. Ефимова. – М. : Омега-Л, 2006. – 408 с. – ISBN 5-98119-400-6.
20. Палий, В. Ф. Международные стандарты учета и финансовой отчетности: Учебник. – М.: Инфра-М, 2007. – 512 с. – ISBN 978-5-16-002922-1.
21. Тертышный, С. А. Рынок ценных бумаг и методы его анализа. – СП-б. : Питер, 2004. – 224 с. – ISBN 5-94723-771-7.
22. Хаертфельдер, М. Фундаментальный и технический анализ рынка ценных бумаг / М. Хаертфельдер, Е. Лозовская, Е. Хануш, - СП-б. : Питер, 2005. – 352 с. – ISBN 5-94723-788-1.
23. Харрисон, М. Искусный инвестор. Управляйте своими инвестициями профессионально : пер. с англ. – М. : Олимп-Бизнес, 2008. – 270 с. –ISBN 978-5-9693-0148-1, 5-9693-0004-7, 0-273-65943-X.
24. Шарп, У. Инвестиции : пер. с англ. / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. – М. : Инфра-М, 2010. – 1028 с. – ISBN 978-5-16-002595-7, 0-13-183344-8.

25. Dechowa, Patricia M. Short-sellers, fundamental analysis, and stock returns / Patricia M. Dechowa, Amy P. Hutton, Lisa Meulbroek, Richard G. Sloan // Journal of Financial Economics. – 2001. – № 61.
26. Lewellen, Jonathan Accounting anomalies and fundamental analysis: An alternative view / Jonathan Lewellen. // Journal ofAccountingandEconomics. – 2010. – № 007.

27. Richardson, Scott Accounting anomalies and fundamental analysis: a review of recent research advances / Scott Richardson , Irem Tuna, PeterWysocki. // Journal ofAccountingandEconomics. – 2010. – № 008.
28. Samaras, Georgios D. A multicriteria DSS for stock evaluation using fundamental analysis / Georgios D. Samaras, Nikolaos F. Matsatsinis, Constantin Zopounidis // European Journal of Operational Research. – 2008. – № 187.
29. Ендовицкий, Д. Анализ инвестиционной привлекательности организации-эмитент / Д. Ендовицкий // Финансовый портал www.cfin.ru.
30. Жуков, А. Фундаментальный анализ: проблемы и перспективы / А. Жуков // Рынок ценных бумаг. – М., 2009. – № 11/12 (386/387).
31. Козырь, Ю. Изменение структуры капитала и способы оценки акций / Ю. Козырь // Рынок ценных бумаг. – М., 2007. – № 16 (343).
32. Криничанский, К. В. Типология фундаментальных факторов как основа фундаментального анализа рынка ценных бумаг / К. В. Криничанский // База финансовых знаний www.mirkin.ru.
33. Лугуев, О. Оценка фундаментальной стоимости компании / О. Лугуев // Рынок ценных бумаг. – М., 2006. – № 19.
34. Никищенко, Е. ММК возглавит гендиректор / Е. Никищенко // Коммерсантъ(Екатеринбург). – Екатеринбург, 2011. – 22 апреля (№ 71 (4609)).
35. Парамонов, А. В. Методы оценки капитала / А. В. Парамонов // Финансовый портал www.cfin.ru.
36. Петренко, А. Какой анализ выбрать – фундаментальный или технический? / А. Петренко // Рынок ценных бумаг. – М., 2006. – № 14.
37. Синягин, А. Специфика финансового анализа в российских условиях / А. Синягин // Финансовый портал www.cfin.ru.

38. Суверов, С. Фундаментальный анализ на российском рынке. Обобщение опыта / С. Суверов // Финансовый портал www.cfin.ru.
39. Темкин, А. Запчасти от Магнитки / А. Темкин // Ведомости. М., 2007. – 10 августа (№ 148 (1922)).
40. Федоринова, Ю. Магнитка инвестирует в Австралию / Ю. Федоринова // Ведомости. – М., 2007. – 23 августа (№ 157 (1931)).
41. Федоринова, Ю. Магнитка нашла уголь / Ю. Федоринова, К. Рыбак. // Ведомости. – М., 2007. – 5 октября (№ 188 (1962)).
42. Федоринова, Ю. Рашников взял уголь / Ю. Федоринова // Ведомости. – М., 2009. – 19 октября (№197 (2467)).
43. Фиалко, А. Миллиард ММК / А. Фиалко // Ведомости. – М., 2010. – 16 июня (№108 (2626)).
44. Ibbotson SBBI 2009 Valuation Yearbook – Электронный ресурс – Режим доступа: http://corporate.morningstar.com/ib/documents/MarketingOneSheets/DataPublication/SBBI_ValuationTOC.pdf , свободный. - Загл. С экрана.
45. New Decade, New World, New Policy – Russia in 2011 – Электронный ресурс – Режим доступа: http://www.cmslegal.ru/Pages/default.aspx , свободный. - Загл. С экрана.
46. Warren Baffet – Электронный ресурс – Режим доступа: http://billionaires.forbes.com/topic/Warren_Buffett , свободный. - Загл. с экрана.
47. Анализ акций – Электронный ресурс – Режим доступа: http://old.k2kapital.com/training/learning/analyz/92802.html, свободный. - Загл. с экрана.
48. Базовая процентная ставка – Электронный ресурс – Режим доступа: http://www.mabico.ru/lib/127.html , свободный. - Загл. с экрана.
49. Введение в практику оценки стоимости бизнеса (предприятия) имущественным (затратным) подходом – Электронный ресурс –

Режим доступа: http://businessval.ru/adept/business/net-assets , свободный. - Загл. с экрана.

50. Интернет-дайджест IPO http://www.offerings.ru/
51. Интернет-сайт информационного агентства Bloomberg http://www.bloomberg.com/
52. Интернет-сайт информационного агентства Cbonds http://www.cbonds.info/ru/rus/
53. Интернет-сайт информационного агентства Economagic http://www.economagic.com/
54. Интернет-сайт Информационного агентства Quote RBC http://quote.rbc.ru/shares/
55. Интернет-сайт компании «Сургутнефтегаз» www.surgutneftegas.ru
56. Интернет-сайт компаний металлургической отрасли http://www.metaltorg.ru/
57. Интернет-сайт Министерства регионального развития Российской Федерации http://www.minregion.ru.
58. Интернет-сайт Министерства экономического развития России www.economy.gov.ru.
59. Интернет-сайт Московской Межбанковской Валютной Биржи www.micex.ru.
60. Интернет-сайт ОАО «ММК» http://www.mmk.ru/
61. Интернет-сайт Федеральной службы государственный статистики www.gks.ru.
62. Интернет-сайт Центрального Банка Российской Федерации http://www.cbr.ru/
63. Коэффициент рентабельности активов – Электронный ресурс – Режим доступа: http://www.cfin.ru/encycl/return_on_assets.shtml , свободный. - Загл. с экрана.
64. Российские компании в кризис догнали и обогнали европейских конкурентов по рентабельности – Электронный ресурс – Режим

доступа: http://oko-planet.su/finances/financesdiscussions/39422-rossijskie-kompanii-v-krizis-dognali-i-obognali.html , свободный. - Загл. с экрана.

Приложение А

Финансовые коэффициенты

Таблица А.1 – Методика расчета коэффициентов ликвидности

Показатель	Методика расчета	Норматив
Коэффициент абсолютной ликвидности	(Денежные средства + Краткосрочные финансовые вложения)/Краткосрочные обязательства	>0,2
Коэффициент быстрой ликвидности	(Денежные средства + Краткосрочные финансовые вложения + Краткосрочная дебиторская задолженность)/Краткосрочные обязательства	0,7-1
Коэффициент текущей ликвидности	Текущие активы/Краткосрочные пассивы	>2,0

Таблица А.2 – Методика расчета коэффициентов финансовой устойчивости

Показатель	Методика расчета	Описание
Коэффициент концентрации собственного капитала	Собственный капитал/Активы	Коэффициент показывает, какова доля владельцев предприятия в общей сумме вложенных средств
Коэффициент концентрации кредитов и займов	Кредиты и займы/Активы	Коэффициент показывает, какова доля долгосрочных и краткосрочных кредитов и займов в общей сумме вложенных средств
Доля собственного капитала в инвестированном капитале	Собственный капитал/Инвестированный капитал	Показывает удельный вес собственного капитала в инвестированном
Доля долга в инвестированном капитале	Кредиты и займы/Инвестированный капитал	Показывает удельный вес долгосрочных и краткосрочных кредитов и займов в инвестированном капитале
Коэффициент капитализации	Кредиты и займы/Собственный капитал	Коэффициент показывает, сколько заемных средств приходится на каждый рубль вложенных собственных средств

Таблица А.3

Методика расчета коэффициентов деловой активности

Показатель	**Методика расчета**	**Описание**
Период оборачиваемости дебиторской задолженности, дней	(Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты)/ Выручка от реализации)*365	Период оборачиваемости дебиторской задолженности показывает скорость ее оборота. Медленная оборачиваемость дебиторской задолженности, с одной стороны, ограничивает краткосрочную ликвидность компании, с другой стороны, короткий период сбора задолженности может указывать на кредитную политику, ограничивающую продажи.
Период оборачиваемости кредиторской задолженности, дней	(Краткосрочная кредиторская задолженность/ Выручка от реализации)*365	Оборачиваемость кредиторской задолженности характеризует расширение или снижение коммерческого кредита, предоставляемого организации, и показывает средний срок погашения кредиторской задолженности, то есть время, в течение которого счета кредиторов остаются неоплаченными.
Период оборачиваемости товарно-материальных запасов, дней	(Запасы/ Выручка от реализации)*365	Период оборачиваемости товарно-материальных запасов - скорость, с которой запасы переходят в разряд дебиторской задолженности в результате продажи готовой продукции. Высокая скорость оборачиваемости запасов говорит об эффективности использования ресурсов, но может быть сигналом скорого истощения ресурсов (связана с их дефицитом).
Коэффициент фондоотдачи основных средств	Выручка от реализации/ Основные средства	Коэффициент фондоотдачи основных средств характеризует эффективность их использования, измеряемую величиной продаж, приходящейся на единицу

		стоимости средств, то есть сколько рублей выручки от реализации приходится на рубль основных средств.
Коэффициент оборачиваемости активов	Выручка от реализации/ Валюта баланса	Коэффициент оборачиваемости активов отражает скорость (количество оборотов за период) всех активов предприятия. Коэффициент характеризует эффективность использования предприятием всех имеющихся ресурсов, независимо от источников их привлечения, т. е. показывает, сколько раз за отчетный период совершается полный цикл производства и обращения, приносящий соответствующий эффект в виде прибыли, или сколько денежных единиц реализованной продукции дала каждая денежная единица активов.
Коэффициент оборачиваемости инвестированного капитала	Выручка от реализации/ (Собственный капитал + Долгосрочные кредиты и займы + Краткосрочные кредиты и займы)	Коэффициент оборачиваемости инвестированного капитала отражает скорость (количество оборотов за период) собственного и заемного капитала предприятия. Коэффициент характеризует эффективность использования предприятием всех имеющихся ресурсов, источником привлечения которых являются собственные и заемные средства, за минусом кредиторской задолженности.

Таблица А.4

Методика расчета коэффициентов рентабельности и отдачи на капитал

Показатель	**Методика расчета**
Коэффициент EBITDA	Прибыль до выплаты процентов по кредитам и займам, амортизации основных средств и нематериальных активов и налога на прибыль/Выручка

Коэффициент EBIT	Прибыль до выплаты процентов по кредитам и займам/Выручка
Маржа чистой прибыли	Чистая прибыль/Выручка
Рентабельность активов (ROA – Return on assets)	(EBIT x (1 - T))/Активы, где T — эффективная ставка по налогу на прибыль
Рентабельность ИК	(EBIT x (1 - T))/ИК, где T — эффективная ставка по налогу на прибыль
Рентабельность СК	Чистая прибыль/СК

Приложение Б

Открытое акционерное общество «Магнитогорский металлургический комбинат» (ОАО «ММК») – общая информация[144]

1. Отрасль - черная металлургия.

2. Доля на российском рынке проката (2010 г.): 17,7% (1-е место).

3. Производство стали (2010 г.): 11,4 млн тонн.

4. Производство товарной продукции (2010 г.): 10,4 млн тонн.

5. Выручка Группы ММК (2010 г.): 7,719 млрд долларов США.

6. Free-float: 12,7 %.

Таблица Б.1 – Тиккеры компании ОАО «ММК»

Биржа	**Тикер**
ММВБ	MAGN
РТС	MAGN
LSE	MMK

7. Структура акционерного капитала

Таблица Б.2. Структура акционерного капитала компании ОАО «ММК» по состоянию на 06.12.2010 г.

Акционеры	**Доля в уставном капитале**
Минта Холдинг Лимитед *	45%
Фулнек Энтерпрайсис Лимитед *	41%
The Bank of New York International Nominees **	9,7%
Прочие акционеры	4,3%
Итого	100,00%

[144] http://www.mmk.ru/for_investor/briefly_about_the_company/

* Бенефициаром компании является В. Ф. Рашников, Председатель Совета директоров ОАО «ММК».
** Бенефициарами являются владельцы глобальных депозитарных расписок, размещенных на Лондонской фондовой бирже.

8. Структура управления

Совет директоров ОАО «ММК» состоит из 10 членов (5 из них - независимые). Председатель совета директоров - В. Ф. Рашников. В совете директоров постоянно действуют комитеты (4), осуществляющие свою деятельность по наиболее важным направлениям корпоративного управления.

Правление ОАО «ММК» состоит из 13 человек.

Исполнительный орган - ООО «Управляющая компания ММК». Президент - В. Ф. Рашников.

9. Структура группы

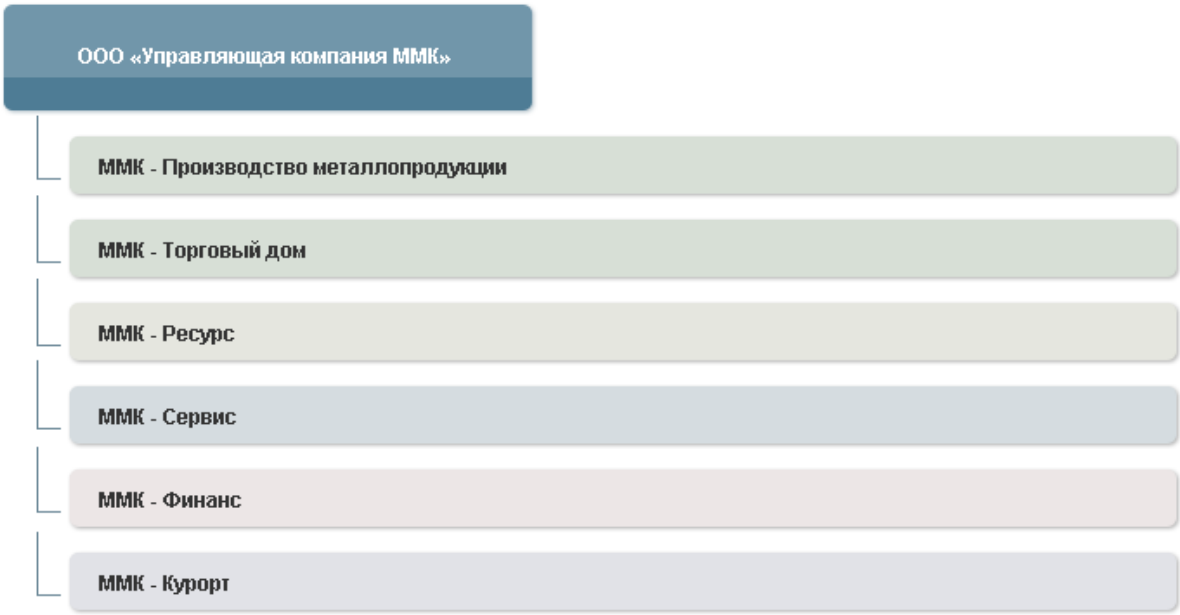


Рисунок Б.1 – Организационная структура группы ММК

Приложение В

Отчетность компании ОАО «ММК» по РСБУ за 2007-2010 гг. и темпы прироста отдельных показателей

Таблица В.1

	2007	2008	2009	2010
Финансовые показатели, тыс. руб.				
БАЛАНС				
Актив				
Внеоборотные активы:				
Нематериальные активы	859317	877799	276901	225414
Основные средства	59408574	74330894	83558666	100342839
Незавершенное строительство	24068286	42809472	38252233	48186038
Доходные вложения в материальные ценности	247302	239574	92436	140861
Долгосрочные финансовые вложения	33721452	28297323	45603160	66524078
Отложенные налоговые активы	86935	3774862	1473595	1519609
Прочие внеоборотные активы	259764	223760	224652	249501
Итого внеоборотные активы	*118651630*	*150553684*	*169481643*	*217188340*
Оборотные активы:				
Запасы, в том числе:	15288477	17803538	18186008	25739412
сырье, материалы и другие аналогичные ценности	10510564	13031051	12937253	16979268
затраты в незавершенном производстве	2801767	3203668	3020435	4322828
готовая продукция и товары для перепродажи	1056451	870373	1522500	3595109
товары отгруженные	0	0	0	189556
расходы будущих периодов	919695	698446	705820	652651
Налог на добавленную стоиомсть по приобретенным ценностям	2977039	2286568	2067026	2769289
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты), в том числе	389824	627860	6679436	11724632
покупатели и заказчики	25374	0	0	0
задолженность дочерних и зависимых обществ	157859	429294	4106767	8604274
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты), в том числе	23816194	34691478	26490489	27725801
покупатели и заказчики	9936031	18706097	13404720	11689653

задолженность дочерних и зависимых обществ	3038450	6709174	7433227	11862991
авансы выданные	1600983	251482	1264451	855051
Краткосрочные финансовые вложения	39315843	11879807	17395097	10290733
Денежные средства	2819757	14558436	3070135	8188195
Итого оборотные активы	*84607134*	*81847687*	*73888191*	*86438062*
Итого активы	**203258764**	**232401371**	**243369834**	**303626402**
Темп прироста	***-***	***14,34%***	***4,72%***	***24,76%***
Пассив				
Капитал и резервы:				
Уставной капитал	11174330	11174330	11174330	11174330
Собственные акции, выкупленные у акционеров	0	-4486	0	-170403
Добавочный капитал	50629709	50505511	32674780	32602570
Рзервный капитал	558717	558717	558717	558717
Нераспределенная прибыль (убыток)	105392408	105702042	129497095	149863952
Итого капитал	*167755164*	*167936114*	*173904922*	*194029166*
Темп прироста	***-***	***0,11%***	***3,55%***	***11,57%***
Долгосрочные обязательства:				
Долгосрочные кредиты и займы	6809662	13243266	30629802	67146216
Отложенные налоговые обязательства	6017661	6994841	11556324	16010085
Итого долгосрочные обязательства	*12827323*	*20238107*	*42186126*	*83156301*
Краткосрочные обязательства:				
Краткосрочные кредиты и займы	10451923	10911799	8660234	5776508
Кредиторская задолженность, в том числе	11864848	30846929	16610430	20437273
поставщики и подрядчики	6898371	25679466	12509698	13652817
задолженность перед персоналом организации	784517	376109	436840	531655
задолженность перед государственными внебюджетными фондами	83165	33840	51237	112491
задолженность по налогам и сборам	611995	727697	783983	758404
задолженность перед дочерними и зависимыми обществами	1226531	2418694	1173200	1401505
авансы полученные	1832087	1430304	1432734	3818405

Задолженность перед учредителями по выплате доходов	270094	2384456	1925912	147582
Доходы будущих периодов	89412	83966	82210	79572
Итого краткосрочные обязательства	*22676277*	*44227150*	*27278786*	*26440935*
Итого капитал и обязательства	**203258764**	**232401371**	**243369834**	**303626402**
ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ				
Доходы и расходы по обычным видам деятельности				
Выручка от реализации	*190287241*	*225972419*	*137317125*	*201824294*
Темп прироста	***-***	***18,75%***	***-39,23%***	***46,98%***
Себестоимость реализации	*-129006056*	*-160905642*	*-101246098*	*-164895742*
Темп прироста	***-***	***24,73%***	***-37,08%***	***62,87%***
Валовая прибыль	*61281185*	*65066777*	*36071027*	*36928552*
Темп прироста	***-***	***6,18%***	***-44,56%***	***2,38%***
Коммерческие расходы	-3758206	-4711047	-4073729	-5286470
Темп прироста	***-***	***25,35%***	***-13,53%***	***29,77%***
Управленческие расходы	-6075677	-6694400	-5525514	-6131667
Прибыль/(убыток) от продаж	*51447302*	*53661330*	*26471784*	*25510415*
Прочие доходы и расходы				
Проценты к получению	3028805	2133668	684485	1227784
Темп прироста	***-***	***-29,55%***	***-67,92%***	***79,37%***
Проценты к уплате	-1252073	-1106864	-1565269	-2259304
Темп прироста	***-***	***-11,60%***	***41,41%***	***44,34%***
Прочие доходы	115612184	137350503	100614661	67325675
Прочие расходы	-100731060	-177503575	-92358870	-62451737
Прибыль/ (убыток) до налогооблажения	*68105158*	*14535062*	*33846791*	*29352833*
Отложенные налоговые активы	24537	3657681	-1630365	122521
Отложенные налоговые обязательства	-4894361	2543274	-4836091	-4650680
Текущий налог на прибыль	*-12018627*	*-10511759*	-507675	*-1488410*
Штрафы, пени по налогам	-6669	-6523	-1960	-2794
Налог на прибыль прошлых периодов	292080	2268269	1338983	666267
Отложенные налоговые активы и обязательства прошлых периодов	0	-3490208	-932957	120413
Чистая (нераспределенная) прибыль (убыток) отчетного периода	**51502118**	**8995796**	**27276726**	**24120150**
Темп прироста	***-***	***-82,53%***	***203,22%***	***-11,57%***

Приложение Г

Вертикальный анализ баланса компании ОАО «ММК»

Таблица Г.1

	2007	2008	2009	2010
БАЛАНС				
Актив				
Внеоборотные активы:				
Нематериальные активы	0,42%	0,38%	0,11%	0,07%
Основные средства	29,23%	31,98%	34,33%	33,05%
Незавершенное строительство	11,84%	18,42%	15,72%	15,87%
Доходные вложения в материальные ценности	0,12%	0,10%	0,04%	0,05%
Долгосрочные финансовые вложения	16,59%	12,18%	18,74%	21,91%
Отложенные налоговые активы	0,04%	1,62%	0,61%	0,50%
Прочие внеоборотные активы	0,13%	0,10%	0,09%	0,08%
Итого внеоборотные активы	*58,37%*	*64,78%*	*69,64%*	*71,53%*
Оборотные активы:				
Запасы, в том числе:	7,52%	7,66%	7,47%	8,48%
сырье, материалы и другие аналогичные ценности	5,17%	5,61%	5,32%	5,59%
затраты в незавершенном производстве	1,38%	1,38%	1,24%	1,42%
готовая продукция и товары для перепродажи	0,52%	0,37%	0,63%	1,18%
товары отгруженные	0,00%	0,00%	0,00%	0,06%
расходы будущих периодов	0,45%	0,30%	0,29%	0,21%
Налог на добавленную стоиомсть по приобретенным ценностям	1,46%	0,98%	0,85%	0,91%
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты), в том числе	0,19%	0,27%	2,74%	3,86%
покупатели и заказчики	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%
задолженность дочерних и зависимых обществ	0,08%	0,18%	1,69%	2,83%
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты), в том числе	11,72%	14,93%	10,88%	9,13%
покупатели и заказчики	4,89%	8,05%	5,51%	3,85%
задолженность дочерних и зависимых обществ	1,49%	2,89%	3,05%	3,91%
авансы выданные	0,79%	0,11%	0,52%	0,28%
Краткосрочные финансовые вложения	19,34%	5,11%	7,15%	3,39%
Денежные средства	1,39%	6,26%	1,26%	2,70%
Итого оборотные активы	*41,63%*	35,22%	30,36%	28,47%

Продолжение Таблицы Г.1

Итого активы	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Темп прироста				
Пассив				
Капитал и резервы:				
Уставной капитал	5,50%	4,81%	4,59%	3,68%
Собственные акции, выкупленные у акционеров	0,00%	0,00%	0,00%	-0,06%
Добавочный капитал	24,91%	21,73%	13,43%	10,74%
Рзервный капитал	0,27%	0,24%	0,23%	0,18%
Нераспределенная прибыль (убыток)	51,85%	45,48%	53,21%	49,36%
Итого капитал	*82,53%*	72,26%	71,46%	63,90%
Долгосрочные обязательства:				
Долгосрочные кредиты и займы	3,35%	5,70%	12,59%	22,11%
Отложенные налоговые обязательства	2,96%	3,01%	4,75%	5,27%
Итого долгосрочные обязательства	*6,31%*	8,71%	17,33%	27,39%
Краткосрочные обязательства:				
Краткосрочные кредиты и займы	5,14%	4,70%	3,56%	1,90%
Кредиторская задолженность, в том числе	5,84%	13,27%	6,83%	6,73%
поставщики и подрядчики	3,39%	11,05%	5,14%	4,50%
задолженность перед персоналом организации	0,39%	0,16%	0,18%	0,18%
задолженность перед государственными внебюджетными фондами	0,04%	0,01%	0,02%	0,04%
задолженность по налогам и сборам	0,30%	0,31%	0,32%	0,25%
задолженность перед дочерними и зависимыми обществами	0,60%	1,04%	0,48%	0,46%
авансы полученные	0,90%	0,62%	0,59%	1,26%
Задолженность перед учредителями по выплате доходов	0,13%	1,03%	0,79%	0,05%
Доходы будущих периодов	0,04%	0,04%	0,03%	0,03%
Итого краткосрочные обязательства	*11,16%*	19,03%	11,21%	8,71%
Итого капитал и обязательства	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Приложение Д

Расчет финансовых показателей компании ОАО «ММК»

Таблица Д.1 – Расчет показателей ликвидности компании ОАО «ММК»

Показатель/Год	2007	2008	2009	2010
Коэффициент текущей ликвидности (нормальный уровень больше - 2)	3,73	1,85	2,71	3,27
Коэффициент быстрой ликвидности (нормальны уровень - 0,7-1)	2,91	1,38	1,72	1,75
Коэффициент мгновенной ликвидности (нормальный уровень - больше 0,2)	1,86	0,60	0,75	0,70

Таблица Д.2 – Расчет показателей финансовой устойчивости компании ОАО «ММК»

Показатель/Год	2007	2008	2009	2010
Коэффициент финансовой зависимости	1,21	1,38	1,40	1,56
Коэффициент финансового рычага	0,21	0,38	0,40	0,56
Коэффициент финансовой устойчивости (нормальный уровень - 0,5-0,7)	0,89	0,81	0,89	0,91
Показатель покрытия процентов	54,39	13,13	21,62	12,99

Таблица Д.3 – Расчет показателей деловой активности (оборачиваемости) компании ОАО «ММК»

Показатель/Год	2007	2008	2009	2010
Период оборачиваемости кредиторской задолженности, дней	23	50	44	37
Период оборачиваемости товарно-материальных запасов, дней	29	29	48	47
Коэффициент фондоотдачи основных средств	2,28	1,93	1,13	1,36
Коэффициент оборачиваемости активов	0,94	0,97	0,56	0,66
Коэффициент оборачиваемости инвестированного капитала	1,03	1,18	0,64	0,76

Таблица Д.4 – Расчет показателей рентабельности и отдачи на капитал компании ОАО «ММК»

Показатель/Год	2007	2008	2009	2010
Рентабельность активов	28,10%	1,86%	14,33%	9,88%
Рентабельность собственного капитала	30,70%	5,36%	15,68%	12,43%
Рентабельность инвестированного капитала	30,87%	2,25%	16,36%	11,24%
Коэффициент EBITDA	67,18%	35,42%	60,39%	43,76%
Коэффициент EBIT	36,45%	6,92%	25,79%	15,66%
Маржа чистой прибыли	27,07%	3,98%	19,86%	11,95%

Приложение Е
Органы управления ОАО «ММК»

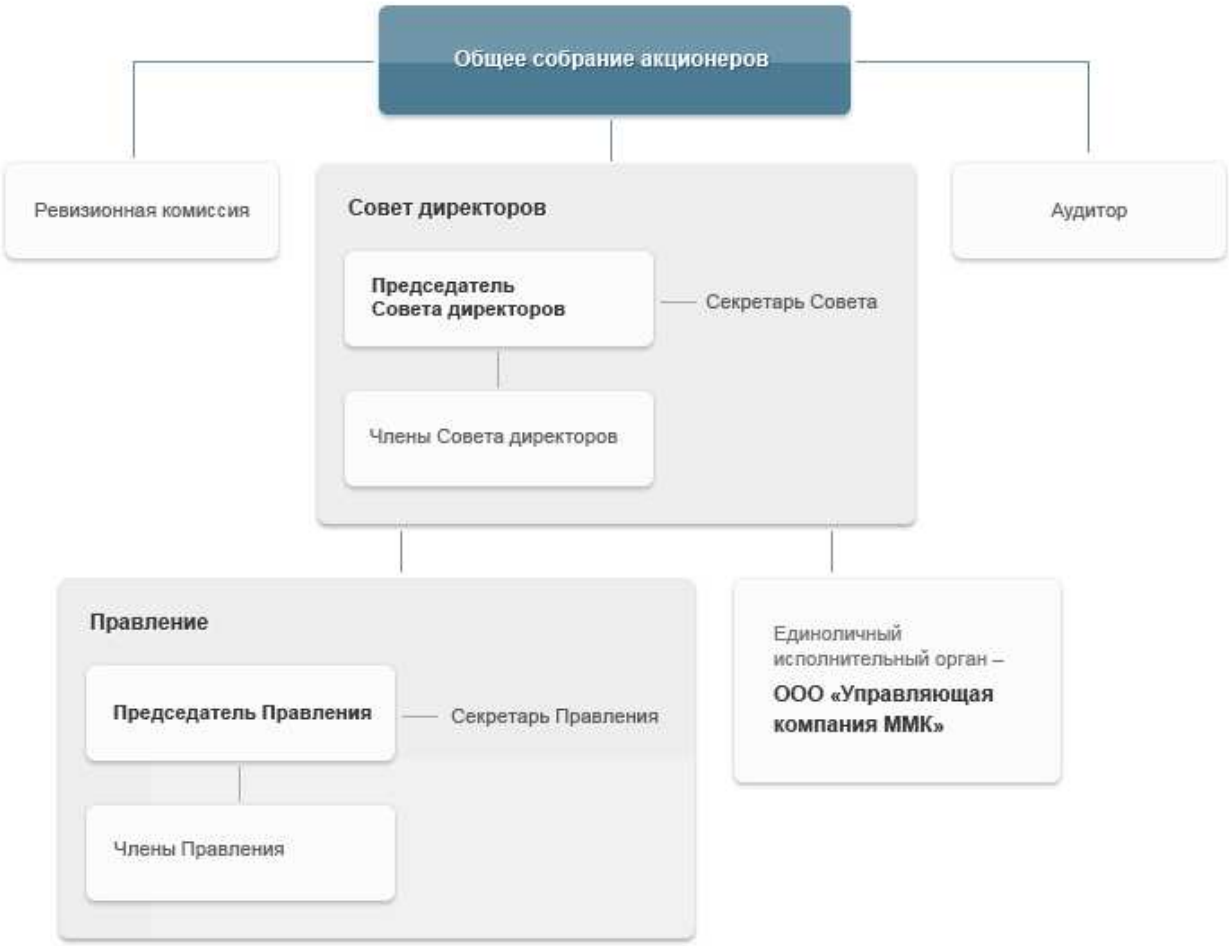


Рисунок Е.1 – Структура органов управления ОАО «ММК»[145]

Рашников Виктор Филиппович

Председатель совета директоров ОАО "Магнитогорский металлургический комбинат", председатель комитета по стратегическому планированию и корпоративному управлению, президент ООО "Управляющая компания ММК".

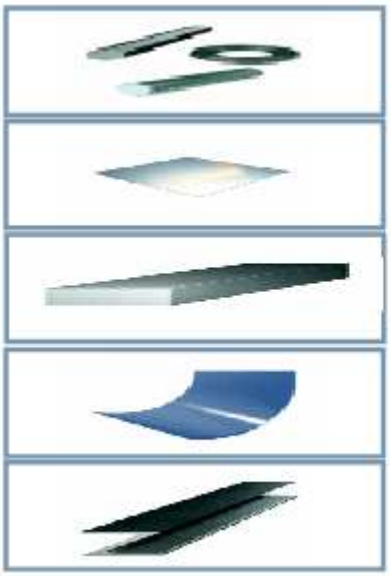
Родился 13 октября 1948 года в г. Магнитогорске Челябинской области. В 1974 году окончил Магнитогорский горно-металлургический институт по специальности "Обработка металлов давлением", в 1994 году получил второй

[145] http://www.mmk.ru/corporate_governance/the_structure_of_government/

диплом по специальности "Организация управления производством". Трудовую деятельность начал на Магнитогорском металлургическом комбинате в 1967 году слесарем цеха ремонта металлургического оборудования. Работал оператором, бригадиром, мастером, начальником смены, начальником цеха, начальником управления по производству и поставкам продукции. В 1991 году был назначен главным инженером - первым заместителем генерального директора. С 1997 года возглавлял ОАО "ММК" в качестве генерального директора. С апреля 2005 года – председатель совета директоров. С 2006 года - президент ООО "Управляющая компания ММК". Доктор технических наук (1998г.), почетный профессор МИСиС (2002 г.), академик Российской академии проблем качества. Является автором многих научных исследований, технических разработок, научных трудов. Лауреат премий Правительства Российской Федерации в области науки и техники (2001 и 2002 гг.). Удостоен звания лауреата общенациональной премии имени Петра Великого "За выдающийся вклад в экономику России" (2000 г.). Отмечен многочисленными правительственными и общественными наградами. Среди них медаль "За трудовую доблесть" (1986 г.), орден Почета (1995 г.), орден "За заслуги перед Отечеством" IV степени (1998 г.) и III степени (2004 г.), орден Петра Великого (2004 г.), ордена Русской Православной церкви: орден Преподобного Сергия Радонежского (2001 г.), орден Святого Благоверного князя Даниила Московского (2005 г.). Четырежды избирался депутатом Законодательного собрания Челябинской области. Является президентом Союза промышленников и предпринимателей Челябинской области, президентом хоккейного клуба "Металлург" (г. Магнитогорск). Член бюро правления Российского союза промышленников и предпринимателей, почетный гражданин Челябинской области и города Магнитогорска.

Приложение Ж

Основная производственная линейка ОАО «ММК»[146]



Сорт: *1,1 млн тонн (10%)*

Г/к прокат: *5,5 млн тонн (54%)*

Толстый лист (ст. 5000): 0,*9 млн тонн (9%)*

Х/к прокат: *1,1 млн тонн (11%)*

Дальнейший передел: *1,4 млн тонн (14%)*

[146] Источник: Официально опубликованные данные ОАО «ММК»

Приложение 3

Формулы для расчета стоимости акций компании методом дисконтированных денежных потоков

Расчет чистого денежного потока на инвестированный капитал (FCFF)

Формула 3.1

Скорректированная чистая прибыль [NOPLAT = EBIT x (1 - T)] + Амортизация - Капитальные вложения -/+ Увеличение (уменьшение) собственного оборотного капитала = Чистый денежный поток на инвестированный капитал.

Расчет ставки дисконтирования

Средневзвешенная стоимость капитала:

Формула 3.2

$$WACC = W_e \times k_e + W_d \times k_d \times (1 - T),$$

где:

$\mathbf{W}_e$ — доля собственного капитала в структуре инвестированного капитала компании;

$\mathbf{k}_e$ — стоимость привлечения собственного капитала;

$\mathbf{W}_d$ — доля заемного капитала в структуре инвестированного капитала компании;

$\mathbf{k}_d$ — стоимость привлечения заемного капитала;

T — действующая ставка налога на прибыль.

Формула CAPM применительно к российской практике выглядит следующим образом:

Формула 3.3

$$R_e = R_f + \boldsymbol{R_L} \times (R_m - R_f) + C,$$

где:

$\mathbf{R}_e$ — ставка доходности на собственный капитал;

$\mathbf{R}_f$ — норма дохода по безрисковым вложениям;

$\mathbf{R}_m$ — среднерыночная норма доходности;

(R_m — R_f) — премия за риск вложения в акции;

R_L — коэффициент бета, учитывающий соотношение собственного и заемного капитала компании;

C — дополнительная норма дохода, учитывающая страновой риск.

Номинальная ставка доходности для денежных потоков на инвестированный капитал компании, выраженный в рублях:

Формула 3.4

$$\mathbf{R_{RUR} = (1 + R_{USD}) \times \frac{1 + r_{RUR}}{1 + r_{USD}} - 1},$$

где:

R_{rur} — ставка дисконтирования, номинированная в рублях;

R_{usd} — ставка дисконтирования, номинированная в долларах США;

r_{rur} — доходность по рублевым государственным облигациям России;

r_{usd} — доходность по еврооблигациям России, номинированным в долларах США.

Приложение И

Расчет стоимости акций компании ОАО «ММК» методом дисконтированных денежных потоков

Таблица И.1

тыс. руб.	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**Терминальный период**
Фактор времени	**1,00**	**1,00**	**1,00**	**1,00**	**1,00**	
Выручка от реализации	257 712 818	295 442 921	368 730 942	458 110 576	551 689 063	570 998 180
Себестоимость (без амортизации)	(232 757 691)	(230 889 906)	(211 037 986)	(230 523 831)	(251 816 747)	(260 630 333)
Коммерческие расходы	(6 122 166)	(6 994 037)	(8 052 263)	(9 229 530)	(10 261 988)	(10 621 158)
Управленческие расходы	(6 173 973)	(6 213 800)	(6 261 852)	(6 302 201)	(6 356 378)	(6 578 851)
Сальдо операционных и внереализационных доходов и расходов	(2 582 495)	1 735 699	(1 166 566)	784 051	(526 962)	(545 406)
Прибыль до вычета процентов, налога на прибыль и амортизации (EBITDA)	10 076 493	53 080 878	142 212 274	212 839 064	282 726 987	292 622 432
Амортизация	83 970 168	100 097 833	119 323 047	142 240 736	169 560 093	175 494 696
Прибыль до вычета процентов и налога на прибыль (EBIT)	(73 893 674)	(47 016 955)	22 889 227	70 598 328	113 166 894	117 127 736
Операционная прибыль за вычетом скорректированного налога на прибыль (NOPLAT)	(59 114 939)	(37 613 564)	18 311 382	56 478 663	90 533 515	93 702 188
Корректировки						
Амортизация	83 970 168	100 097 833	119 323 047	142 240 736	169 560 093	175 494 696
Изменения в оборотном капитале	12 134 344	6 699 807	9 690 163	17 521 578	18 867 538	19 527 902
Капитальные вложения	56 707 000	83 970 168	100 097 833	119 323 047	142 240 736	147 219 162
Чистые денежные потоки на инвестированный капитал	(19 717 428)	(14 786 091)	47 226 758	96 917 930	136 720 411	141 505 626

Темп роста заключительного потока						3,5%
Расчет терминальной стоимости						2 127 516 898
Ставка дисконтирования						10,2%
Дисконтированные свободные денежные потоки	(17 900 328)	(11 611 283)	37 086 423	76 108 111	107 364 368	111 122 121
Рыночная стоимость инвестированного капитала	302 169 412					
Стоимость долга	72 922 724					
Денежные средства и краткосрочные фин. вложения	18 478 928					
Неоперационные активы	66 664 939					
Рыночная стоимость акционерного капитала	314 390 555					
Количество акций	11 174 330 000					
Стоимость одной акции	28,14					

Приложение К

Расчет прогнозов изменения собственного оборотного капитала в 2011-2015 гг.

Таблица К.1

	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П
Запасы, тыс. руб.	15 288 477	17 803 538	18 186 008	25 739 412	31 921 021	31 664 867	28 942 321	31 614 663	34 534 831
Оборачиваемость, дней	42	39	64	55	50	50	50	50	50
Налог на добавленную стоимость по капитальным вложениям, тыс. руб.		2 686 018	1 660 999	3 021 151	10 207 260	15 114 630	18 017 610	21 478 148	25 603 332
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям, тыс. руб.	2 977 039	2 286 568	2 067 026	2 769 289	5 817 563	5 770 879	5 274 699	5 761 730	6 293 926
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты), тыс. руб.	389 824	627 860	6 679 436	11 724 632	7 816 421	3 908 211	0	0	0
Норма выплаты долгосрочной задолженности, %					33,33 %	33,33 %	33,33 %		
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты), тыс. руб.	23 816 194	34 691 478	26 490 489	27 725 801	39 234 885	44 979 016	56 136 579	69 743 972	83 990 610
Оборачиваемость, дней	46	56	70	50	56	56	56	56	56

Продолжение Таблицы К.1

Кредиторская задолженность, тыс. руб.	11 864 848	30 846 929	16 610 430	20 437 273	32 319 794	32 060 441	29 303 883	32 009 609	34 966 258
Оборачиваемость, дней	32	68	58	44	51	51	51	51	51

Использованные формулы

- Оборачиваемость запасов = Запасы/Себестоимость*365
- Оборачиваемость дебиторской задолженности = Дебиторская задолженность/Выручка от реализации*365
- Оборачиваемость кредиторской задолженности = Кредиторская задолженность/Себестоимость*365
- Прогнозное значение запасов и кредиторской задолженности = Себестоимость*Оборачиваемость/365
- Прогнозное значение дебиторской задолженности = Выручка от реализации*Оборачиваемость/365

Приложение Л

Расчет справедливой стоимости акций компании ОАО «ММК» методом компаний-аналогов

Таблица Л.1

Компания	Количество обыкновенных акций	Средняя цена за день на последний день торговли (ММВБ), руб., 31.12.2010	Денежные средства, млн. руб.	Долгосрочная задолженность, млн. руб.	Собственный капитал, млн. руб.	Инвестированный капитал, млн. руб.	Выручка, млн. руб.	EBITDA, млн. руб.	Прибыль, млн. руб.	Веса
ОАО "НЛМК"	5 993 227 240	144,54	22 738,59	81 879,82	866 261,07	970 879,47	253 840,00	68 825,90	38 152,00	0,10
ОАО "Северсталь"	1 007 701 355	519,85	62 440,99	131 903,62	523 853,55	718 198,16	412 619,20	97 804,10	(17 540,50)	0,30
ООО "Мечел"	416 270 745	881,50	10 360,32	209 362,34	366 942,66	586 665,32	296 278,40	61 006,42	19 972,80	0,60
ОАО "ММК"							234 657,60	43 654,40	7 721,60	
Компания	ИК/ Выручка	ИК/EBITDA	ИК/ Прибыль							
ОАО "НЛМК"	3,82	14,11	25,45							
ОАО "Северсталь"	1,74	7,34	-40,95							
ООО "Мечел"	1,98	9,62	29,37							

Совокупное значение мультипликатора	491 072,89	409 629,85	60 885,98
Веса	0,7	0,2	0,1
Стоимость ИК, млн. руб.	431 765,59		
Долгосрочная задолженность, млн. руб.	83 156,00		
Денежные средства, млн. руб	8 188,00		
СК, млн. руб.	340 421,59		
Количество акций	11 174 330 000		
Соимость одной акции, руб.	30,46		
Стоимость 1 ГДР, долл. США	13,03		