

*Шипицын А. В., канд. экон. наук, доц.,
Серова Е. Г., канд. экон. наук, доц.
Белгородский университет кооперации, экономики и права*

ВОЗМОЖНОСТЬ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО АНАЛИЗА

market_div@mail.ru

В статье рассмотрены основные методы фундаментального анализа и возможность использования фундаментального анализа частным инвестором. Главный вывод – фундаментальный анализ нельзя рекомендовать для использования частному инвестору.

Ключевые слова: фундаментальный анализ, инвестиционная оценка акций.

Основная цель фундаментального анализа – найти «справедливую» цену ценной бумаги методами оценки ценных бумаг и оценки бизнеса. Торговая стратегия строится на том, чтобы покупать бумаги, недооцененные рынком, у которых рыночная цена ниже справедливой, и продавать бумаги переоцененные, у которых рыночная цена выше справедливой.

Фундаментальный анализ бизнеса включает анализ финансовых отчетов, менеджмента, конкурентных преимуществ, рынков и конкурентов. Когда фундаментальный анализ применяется к фьючерсному и валютному рынку, он сосредотачивается на общем состоянии экономики, процентных ставках, производства, доходов, и управления. Фундаментальный анализ выполняется на исторических данных, с целью создания финансовых прогнозов. Фундаментальный анализ утверждает, что рынки могут неверно оценивать акции в краткосрочном периоде, но в конечном счете «справедливая цена» будет достигнута.

Фундаментальный анализ включает:

1. Анализ экономики.
2. Анализ отрасли.
3. Анализ компании.

На основе этих трех видов анализа рассчитывается внутренняя стоимость акций. Внутренняя стоимость акции рассматривается как ее истинная справедливая стоимость. Если внутренняя стоимость выше чем рыночная цена, то рекомендуется купить акцию. Если она равна рыночной цене, то нужно держать акцию, и если она меньше рыночной цены, то нужно продавать акции.

Инвесторы могут использовать нисходящий подход «сверху вниз» или восходящий подход «снизу вверх». Нисходящий подход предполагает, что инвестор начинает свой анализ с глобальной экономики, включая международные и национальные экономические показатели, такие как темпы роста ВВП, инфляция, процентные ставки, обменные курсы валют, производительность труда и стоимости энергии. Затем он сужает свой поиск к региональному и

отраслевому анализу общего объема продаж, уровня цен, конкурирующих продуктов, иностранной конкуренции и условий входа и выхода в отрасли. Только после этого инвестор сужает свое исследование поиском лучшего бизнеса в этом регионе и отрасли. Восходящий инвестор начинает анализ с определенных фирм, независимо от их отрасли и географического расположения.

Процедура фундаментального анализа начинается с анализа финансовых отчетов, который включает расчет коэффициентов. Инвестор рассматривает выплаченные дивиденды, операционный поток наличности, выпуск новых акций и финансирование. Оценки дохода и прогнозы темпов роста компании могут публиковаться аналитическими компаниями, то есть быть доступными. При отсутствии опубликованных оценок инвестор должен рассчитать их самостоятельно. Рассчитанные темпы роста доходов, потоков наличности и уровень риска (необходимый для определения ставки дисконтирования) используются в различных моделях оценки. Самой передовой является модель дисконтированного денежного потока, которая вычисляет текущую стоимость будущих показателей доходов компании. В зависимости от выбранных показателей различают несколько моделей:

- Модель Гордона – дисконтируются дивиденды, полученные инвестором, наряду с возможной ценой продажи акции.
- Дисконтированный доход компании.
- Дисконтированный поток денежной наличности компании.

Сумма долга компании – также важный параметр в определении здоровья компании. Она может быть быстро оценена с помощью коэффициентов «Долг / Собственный капитал» и «Текущие активы / Текущие пассивы».

Также используется более простая модель на основе отношения P / E (Цена акции / Доход на акцию). Оценки темпов роста могут быть включены в отношение P / E , путем расчета но-

вого показателя $PEG = (P / E) / G$, где G – темп роста доходов на акцию

В настоящее время компьютерное моделирование курсов акций заменило большую часть субъективной интерпретации фундаментальных данных. В некоторых финансовых компаниях аналитические решения принимаются исключительно математическими моделями и компьютерными программами.

Если рассматривать фундаментальный анализ критически, то нужно выявить проблемы, присущие методам оценки акций. Основными подходами, используемыми при оценке акций являются:

1. Доходный подход (метод дисконтированных денежных потоков).
2. Затратный подход (метод чистых активов, метод ликвидационной стоимости).
3. Рыночный подход (метод мультипликаторов, метод прецедентных сделок).

У каждого из этих подходов существуют недостатки как в теоретическом обосновании, так и в практическом применении.

В практическом использовании метода дисконтированных денежных потоков не совсем понятно, как рассчитывать денежные потоки, и по какой ставке дисконтировать. Если произвольно выбирать значения денежных потоков и ставку дисконтирования, можно получить совершенно любое значение справедливой стоимости акции.

Первая проблема метода – при расчете денежных потоков теоретически предполагается, что корпорация «будет жить вечно», то есть ее денежные потоки рассчитываются для бесконечного периода. Практически же, вряд ли обоснованно считать, что корпорации живут вечно. Недавние исследования рейтингового агентства Standard & Poor's о банкротствах последнего финансового кризиса 2008-2009 годов показали интересные факты. Например, во время кризисов 1999-2003 и в 2008-2010 годах число дефолтов резко возросло. Интересно, что в 2002 и в 2008-2009 годах резко возросло также число дефолтов облигаций инвестиционного уровня (!). Процент банкротств в 2009 году составил 4%, то есть обанкротилось 4 компании из 100. Процент банкротств облигаций спекулятивного уровня в 2001-2002 и 2009 годах намного выше, порядка 9.3 - 9.7%, то есть обанкротилось 9-10 компаний из 100. Общая сумма увязшего в банкротствах капитала просто астрономическая, в 2008-2009 годах она составила приблизительно 1.6 трлн. долл., в пять раз больше чем 0.3 трлн. долл. кризиса 2000-2001 годов.

В долгосрочном периоде американские отрасли «Развлечения и медиа», «Телекоммуника-

ция», «Лесная продукция и строительные материалы», «Космонавтика, автомобилестроение, станки-оборудование, металлопромышленность» и «Потребительские услуги» имеют высокий процент дефолтов. Напротив, «Страхование», «Коммунальные услуги», «Финансы» и «Недвижимость» имеют низкий процент дефолтов. Кризис 2008 года по-разному затронул отрасли экономики США. Выше среднего для отрасли уровня пострадали «Развлечения и медиа», «Продукция леса и строительные материалы», «Финансы». Ниже среднего для отрасли уровня пострадали «Телекоммуникации», «Коммунальные услуги», «Космонавтика, автомобилестроение, станки-оборудование, металлопромышленность». Интересно, что только одна отрасль «Высокие технологии, компьютеры, офисное оборудование» практически не испытала дефолтов в последнем кризисе. Это говорит о том, компании разных отраслей имеют разную вероятность банкротства. Чем больше эта вероятность, тем больше шансов, банкротство произойдет в долгосрочном периоде, а если рассматривать бесконечный период, то банкротство произойдет почти наверняка.

Можно исследовать исторические данные на вопрос, какой процент корпораций испытает дефолт на временном интервале в 20 лет, если на начало периода корпорация имела соответствующий рейтинг. Сразу бросается в глаза тот факт, что 50% компаний с начальным рейтингом группы С испытают дефолт в 7-летнем периоде. В 13-ти летнем периоде обанкротится каждая третья компания с начальным рейтингом В, в 14-летнем периоде обанкротится каждая пятая компания с начальным рейтингом ВВ. В 20-летнем периоде обанкротится каждая десятая компания с начальным рейтингом ВВВ. Компании с начальными рейтингами ААА-АА имеют очень низкие шансы дефолта даже в 20-ти летнем периоде. А если рассмотреть 1000-летний период? Существует ли вообще какая-либо корпорация, имеющая 1000-летнюю историю? Если нет, значит ни одна из корпораций, существовавших 1000 лет назад, не дожила до наших дней и это будет доказательством того, что корпорации не живут вечно.

Второй проблемой доходного подхода является невозможность точного прогнозирования денежных потоков корпорации даже на несколько ближайших лет, не говоря уже о нескольких десятилетиях. Окружающие условия существования компании постоянно меняются в связи с действиями конкурентов, изменением законодательства, событиями в мировом экономическом и политическом хозяйстве. В последние годы наблюдается очень сильное влияние глобализа-

ции экономики, проявляющееся прежде всего в том, что отдельной корпорации все больше и больше приходится конкурировать со всеми корпорациями мира, работающими в данной экономической сфере. Эти факторы все больше и больше увеличивают изменчивость денежных потоков компании, и их становится невозможно прогнозировать. Точно также первоначальные предположения о развитии компании (темпы роста прибыли, размер дивидендов, размеры инвестиций) вряд ли можно считать неизменными в долгосрочном периоде.

Неопределенность ставки дисконтирования является третьей проблемой. Если для развитых стран, например США, определение ставки дисконтирования является вполне стандартной процедурой, одинаково выполняемой основной массой финансистов, то определение ставки дисконтирования для России является совершенно нетривиальной задачей.

Существует несколько методов определения ставки дисконтирования, главным образом build-up, CAPM, фактической исторической доходности, теории арбитражного ценообразования.

В модели build-up ставка дисконтирования «строится» из компонентов доходности и риска – безрисковой ставки R_f , премии за риск вложений в акции EPR, и премии за специфические риски вложения в данную компанию SRP. По сути, первых два компонента в сумме – это доходность вложения в диверсифицированный портфель акций. Оценить сумму $R_f + EPR$ можно по средней доходности фондового индекса, ММВБ, для российских акций. Мы взяли все доступные данные с сентября 1997 по 2011 год, и рассчитали среднемесячную капитальную доходность индекса ММВБ. Ее значение за этот период равно +2,70%, а в годовом выражении +32,45%. Если взять данные только на начало года за этот период, то среднегодовая доходность составит +37,71%.

Ставка дисконтирования в 37,71% означает, что денежные потоки 5-го года прогнозного периода теряют 80% будущей стоимости, 10-го года – теряют 96% будущей стоимости, а 15-го года – теряют 99% будущей стоимости. Дисконтирование по такой ставке крайне понижает стоимость бизнеса, а оценка акций по такой ставке покажет, что их рыночная цена в несколько раз больше их фундаментальной стоимости (то есть акции сильно переоценены рынком).

Как объяснить такие большие значения ставки дисконтирования для России? Если исходить из расчетов SBBИ по американскому рынку, то американский рынок акций с 1926 по 2003

год приносил в среднем +12,41% годовых. Получается, дополнительная премия российского рынка составляет $37,71\% - 12,41\% = 25,30\%$. Частично ее можно объяснить повышенной инфляцией в России. Если верить статистике, то среднегодовая инфляция в России составляла 13,15% в 2000–2009 годах (а возможно и больше, если статистике не верить, а смотреть на реальные цены товаров и услуг). Оставшиеся 12,15% можно объяснить страновым риском (нестабильностью законов, налогов, действия власти, плохая инфраструктура, нестабильность обменного курса, процентных ставок).

Говоря о других методах определения ставки дисконтирования, то если акции не торгуются на бирже и их котировок нет (а таких акций большинство), использование метода CAPM и метода фактической доходности не представляется возможным.

По нашему мнению, фактические значения доходности российских акций не поддается объяснению с точки зрения здравого смысла. Практически, разные финансовые компании, публикуя отчеты об оценке компаний, совершенно по-разному определяют уровни ставок дисконтирования, и их значения ставки намного ниже, чем 37,71%. Поэтому указанные проблемы прогнозирования денежных потоков и определения ставки дисконтирования ставят под сомнение достоверность оценок «справедливой» стоимости акций доходным подходом.

При оценке акций методом чистых активов главной проблемой является невозможность точной оценки рыночной стоимости активов большой компании. Напомним, что в методе чистых активов, мы оцениваем активы компании, каждый в отдельности, по рыночной стоимости. Затем из рыночной стоимости активов отнимаем долг компании и получаем оценку собственного капитала. Разделив эту оценку на количество акций в обращении, мы получаем оценку стоимости одной акции. Но представьте себе огромный завод, у которого площадь 100 кв. км. (5 км. длина, 5 км. ширина, цехи 4 по этажа – итого: $10 \cdot 10 \cdot 4 = 100$ кв. км). Существуют намного большие по размерам предприятия, которые человек не может обойти пешком даже физически. А если это холдинг, у которого несколько подобных предприятий? И вот, на всей этой производственной площади стоят всевозможные станки и нужно оценить рыночную стоимость каждого станка. Такая задача принимает настолько грандиозные масштабы, что нужна целая армия оценщиков, чтобы выполнить ее в приемлемые сроки. Отсюда следует, что отдельному инвестору с такой задачей не справиться (его даже на завод не пустят), и ме-

тод чистых активов практически невозможно использовать для индивидуального инвестора.

Метод ликвидационной стоимости имеет ту же проблему, что и метод чистых активов. Напомним, что по методу ликвидационной стоимости мы делаем предположение, что компания перестает работать и мы распродаем ее имущество по рыночным ценам. Сумма всей выручки и будет оценкой стоимости компании, а значит и акций. О невозможности оценки рыночной стоимости активов большой компании для индивидуального инвестора мы только что говорили. Однако у метода оценки по ликвидационной стоимости есть еще дополнительная проблема в самом предположении о прекращении деятельности. Многие виды бизнеса имеют стоимость только благодаря продолжению их деятельности, потому что не имеют имущества. Представьте себе компьютерный салон, предоставляющий услуги населению (интернет, компьютерные игры и прочее). Помещение у салона в аренде, компьютеры и прочее оборудование куплено в кредит. При ликвидации этой компании окажется, что у нее просто нет никакого своего имущества, значит стоимость этого бизнеса равна нулю, что вряд ли поддается здравому смыслу.

Второй пример – коммерческий банк. Активы банка, которые можно реализовать при ликвидации – это основные средства и нематериальные активы (с большой потерей стоимости), ценные бумаги (если они неликвидны – то с большой потерей стоимости), ссудный портфель (с потерей стоимости). Потеря стоимости произойдет в силу специфичности активов (банковское оборудование, ссудный портфель), в силу всевозможных юридических, брокерских, административных и других издержек. Потери стоимости могут составить 5-10% в лучшем случае, а взятые банком депозиты и кредиты все равно нужно возвращать. Собственный капитал банка по балансу составляет 5-10% от активов, поэтому его может не хватить даже на покрытие издержек при продаже активов. Получается, что оценка собственного капитала по методу ликвидационной стоимости равна нулю или ниже нуля, что тоже противоречит здравому смыслу.

Заключительный вывод – оценка акций по методам чистых активов и ликвидационной стоимости не может использоваться частным инвестором практически для подавляющего большинства компаний.

Рыночный подход оценки акций предусматривает сравнение данной компании с другими компаниями этой отрасли, для которых цена акций известна. Отталкиваясь от других цен, инвестор пытается найти стоимость интере-

сующих его акций, корректируя цену в плюс или в минус в зависимости от сравнительных особенностей данной компании. На рыночном подходе основаны два метода оценки акций – метод прецедентных сделок и метод рыночных мультипликаторов.

Метод прецедентных сделок состоит в том, чтобы найти информацию о недавних продажах аналогичных компаний и использовать эту ценовую информацию как начальную оценку. Затем, в зависимости от различий интересующей компании от проданных компаний-аналогов, начальная оценка корректируется.

Рассматривая метод критически, можно сказать, что он имеет две большие проблемы. Первая проблема состоит в том, что не существует двух одинаковых компаний, и очень сложно подобрать компании-аналоги для сравнения, тем более что нужны не все аналоги, а только те, которые были недавно проданы. На небольшом рынке, где продается и покупается немного компаний, как например в России, эта задача представляет большую трудность. Второй проблемой является то, что информация о сделках полностью не раскрывается. В большей части сообщается факт продажи большого пакета акций, но цены и условия сделки являются коммерческой тайной. Эти проблемы ставят под сомнение использование метода частным инвестором.

Метод мультипликаторов является другим методом, основанным на рыночном подходе. Он предполагает выбор компаний-аналогов и расчет для них коэффициентов, которые выражают зависимость рыночной цены акции от какого-либо фактора. Факторами могут быть прибыль, объем продаж, количество клиентов и т.д., для каждой отрасли могут в принципе быть отдельные специфические факторы. Рассчитав такие коэффициенты для компаний-аналогов, и найдя среднее значение, инвестор может оценить стоимость интересующей его компании путем умножения среднего значения коэффициента на значение фактора у данной компании.

Метод мультипликаторов очень прост в использовании и в принципе теоретически обоснован. Но если рассматривать его критически, то и у него тоже есть несколько проблем.

Первой проблемой является то, что расчет коэффициентов для компаний-аналогов возможен на данных из отчетности компаний, которая публикуется 4 раза в году с задержкой не менее месяца. Расширенная годовая отчетность публикуется раз в год, а квартальная отчетность может не раскрывать нужную информацию. Задержка публикации отчетности ставит под вопрос значения коэффициентов, ведь за время

задержки ситуация могла измениться. Получается, что исторические значения коэффициентов не надежны для принятия решений о стоимости компании.

Вторая проблема – выбор компаний-аналогов. Оцениваемая компания может отличаться от других компаний отрасли.

Третья проблема – данный метод совсем не учитывает специфический риск компании. Например, если в среднем по отрасли уровень долга по отношению к собственному капиталу равен 30%, а у оцениваемой компании этот уровень равен 90%, то в принципе, данная компания сильно отличается от отрасли и для ее оценки не годятся среднеотраслевые показатели.

Вывод – метод мультипликаторов может использоваться инвестором в силу его простоты, но полученная оценка стоимости акций вряд ли может считаться истинной и «справедливой» в силу перечисленных проблем.

Подводя итог в вопросе использования фундаментального анализа можно сказать, что все его методы имеют серьезные проблемы теоретического или практического характера, и в своем большинстве практически не могут использоваться частным инвестором. Единственным простым и пригодным методом является метод мультипликаторов, хотя он дает недостоверные оценки.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Damodaran A. Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence // Foundations and Trends in Finance, 1:8 (2005)
2. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Пер. с англ. – 4-е изд. – М.: Альпина Бизнес Буксб 2007. – 1340 с.
3. Оценка бизнеса. Материалы тренинга / Академия бизнеса «Эрнст энд Янг».