

Министерство образования и науки Российской Федерации

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ  
ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ  
«САРАТОВСКИЙ НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ  
ИМЕНИ Н.Г. ЧЕРНЫШЕВСКОГО»

Кафедра математического и компьютерного моделирования

**Развитие методов фундаментального анализа финансовых рынков**

АВТОРЕФЕРАТ МАГИСТЕРСКОЙ РАБОТЫ

Студентки 3 курса 392 группы

направление 38.04.01 – Экономика

механико-математического факультета

Фурашовой Анастасии Алексеевны

Научный руководитель  
профессор, д.э.н., профессор

\_\_\_\_\_

Л.В. Кальянов

Зав. кафедрой  
зав. Кафедрой, д.ф.-м.н.

\_\_\_\_\_

Ю.А. Блинков

Саратов 2017

## ВВЕДЕНИЕ

Фундаментальный анализ – это анализ состояния и динамики рынка, основанный на фундаментальных показателях. Главная цель фундаментального анализа – определение справедливой (внутренней) стоимости акции.

Фундаментальный анализ предполагает комплексную оценку фундаментальных факторов, которые оказывают или могут оказать влияние на стоимость ценных бумаг. Фундаменталисты рассчитывают справедливую стоимость ценной бумаги, сравнивают ее с рыночной и принимают решение на основе этого сравнения и анализа влияния фундаментальных факторов. Инвестор выбирает тот или иной вид анализа, исходя из своих возможностей и целей инвестирования. Важно, чтобы полученные результаты были максимально достоверны и полезны для аналитика. Иными словами, анализ должен быть эффективным.

На сегодняшний день в России существует ряд проблем, с которыми может столкнуться инвестор, отбирающий акции на основе фундаментального анализа. Проблемы прослеживаются на всех уровнях экономики. На уровне компаний основной проблемой является официальная отчетность: отчетность, составленная по РСБУ, значительно отличается от той, что публикуется по МСФО. По российским стандартам, к примеру, в отчетности не раскрывается такой показатель как деловая репутация. В балансе, составленном по РСБУ, возможно завышение стоимости отдельных активов из-за капитализации расходов за период. Все эти и многие другие проблемы обуславливают актуальность темы данной работы и ее цели.

**Целью данной работы** является развитие методов фундаментального анализа на примере акций компаний НК Роснефть и Лукойл. Для достижения поставленной цели решаются следующие задачи:

1. Изучить понятие и сущность фундаментального анализа, его инструментарий.
2. Рассмотреть основные методы оценки стоимости акций.

3. Выявить особенности методов фундаментального анализа и их развитие.

4. Провести фундаментальный анализ компаний ПАО «НК Роснефть» и ПАО «Лукойл».

Соответственно, объектом исследования в рамках данной работы выступает ПАО «НК Роснефть» и ПАО «Лукойл» в период 2015-2016 гг. и первую половину 2017 года.

**Предметом исследования** является фундаментальный анализ акций ПАО «НК Роснефть» и ПАО «Лукойл».

**Актуальность рассматриваемой темы** определяется потребностью практики, широким обсуждением в литературе: на сегодняшний день существует множество монографий и статей, посвященных фундаментальному анализу. В частности, эта тема раскрывается в монографиях таких известных экономистов, как С. Коттл, Р.Ф. Мюррей, Ф.Е. Блок, А. Дамодаран, Л. Гитман, М. Джонк, П. Линч, У. Баффет и др. Необходимость рассмотрения специфики применения фундаментального анализа подчеркивается тем, что в России, по сути, нет ни одного издания касательно его применения на практике.

**Степень научной разработанности проблемы.** Вопросы фундаментального анализа достаточно активно обсуждаются в периодических изданиях, как российских, так и зарубежных: «Рынок ценных бумаг», «Ведомости», «Российская газета», «Journal of Financial Economics», «Journal of Accounting and Economics». Не менее активно рассматриваются эти вопросы и в сети Интернет: аналитические агентства и специальные подразделения инвестиционных компаний публикуют аналитические отчеты («Тройка Диалог», «РБК», «Эксперт», «Финам», «Блумберг» и т.д.).

**Содержание работы.** Работа состоит из введения, трех разделов, заключения, списка использованных источников из 26 источников и 3 приложений. Основная часть содержит теоретический обзор, раскрывающий тему выпускной квалификационной работы, аналитический раздел,

позволяющий выполнить оценку текущего состояния объекта исследования. В работе представлены иллюстрации и таблицы для наглядности результатов исследования.

В заключении подводятся итоги данной работы.

Фундаментальный анализ компаний проводился с помощью программного средства EXCEL, т.к. для выпускной работы требовалась программа для обработки больших электронных таблиц. Данные для анализа брались из отчетов РСБУ, МСФО и консолидированной финансовой отчетности компаний.

## ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

В первом разделе «**Теоретические и методологические основы фундаментального анализа**» рассмотрены основные уровни и подходы фундаментального анализа. Описаны основные этапы методики фундаментального анализа.

Первый подход при оценке справедливой стоимости акций предусматривает последовательный анализ перспектив предприятия и ее акций сверху-вниз. Сначала проводится макроэкономический анализ: исследуются факторы, которые могут повлиять на рыночную стоимость акции. Потом отраслевой анализ, с помощью него анализируется влияние тех специфических тенденций, которые характерны именно для данной отрасли. И наконец, необходимо провести анализ компании, оценить его перспективы и долю на рынке, особенности структуры капитала, корпоративного управления, проводит анализ его производственную деятельность, сбытовую сеть и другие факторы, которые могут оказать влияние на изменение доли и перспектив предприятия на рынке. Последним этапом финансовый менеджер пытается оценить справедливую стоимость предприятия, исходя из всех предыдущих исследований. Причем при оценке справедливой цены он может применять сразу несколько методов исследования – затратный, доходный и сравнительный, пытаясь получить наиболее верный анализ справедливой цены.

Возможен и другой подход, снизу-вверх. То есть, изучается конкретную компанию, потом перспективы отрасли, а затем оценивается изменение макроэкономических условий, которые может сказаться на будущем состоянии данного предприятия и перспективах получения денежных потоков. Даны определения затратному, доходному и сравнительному подходу.

В первом разделе так же дается краткая характеристика компаний ПАО «НК Роснефть» и ПАО «Лукойл». В таблицах показаны коэффициенты роста

прибылей и убытков данных предприятий на примере 2015, 2016 и первой половины 2017 гг. Рассмотрен новостной анализ на влияние цен компаний.

Во втором разделе рассмотрен **сравнительный подход фундаментального анализа** в части анализа относительных показателей и трех проекций здоровья компании.

В выпускной работе рассмотрены основные относительные показатели компаний, такие как:

Прибыль на акцию (EPS) - отражает реальный уровень прибыли и это значение выше размера дивидендов. Эта величина представляет большой интерес для акционеров, так как дает приблизительную оценку потенциальной доходности акции. Данный коэффициент за анализируемый период выше у компании Лукойла.

Коэффициент Цена/Прибыль (P/E Ratio) – аналитический показатель, используемый для сравнения разных компаний.

$P/E = Price/EPS$  – отношение рыночной цены акции к чистой прибыли (без налога на прибыль, дивидендов на привилегированные акции и других обязательных платежей из прибыли, приходящейся на одну обыкновенную акцию). Величина P/E показывает сколько лет необходимо работать акционерной компании для того, чтобы вернуть свою рыночную стоимость. Данный коэффициент выше у компании Роснефть.

ЕБИТДА – Аналитический показатель, который равен объему полученной прибыли до вычета расходов по выплате процентов и налогов, а также амортизации. Это аббревиатура от английских слов «Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization». ЕБИТДА является одним из важнейших показателей, так как характеризует эффективность деятельности исследуемой компании. Маржа ЕБИТДА Роснефти за 2016 год составила 25 %, по сравнению с 23,8 % за 2015 год. Маржа ЕБИТДА Лукойла за 2016 год составила 10,5 %, по сравнению с 15,8 % за 2015 год.

Так же в работе рассмотрены три проекции здоровья компании: проекция ликвидности, проекция текущей экономической эффективности деятельности, проекция сбалансированности роста бизнеса.

Проекция ликвидности в рамках контура кредитора отвечает на вопрос: «может ли компания своевременно расплачиваться по своим обязательствам». В первую очередь интерес представляют текущие обязательства, но важен также и вопрос о сбалансированности имеющихся ресурсов (активов) по степени их ликвидности и срочности обязательств. Термин, который характеризует возможность для компании в любой момент времени расплатиться по наступающим обязательствам – платежеспособность. Платежеспособность – достаточность имеющихся в распоряжении денежных средств для своевременного выполнения денежных обязательств (обусловленных законом или договором). Важный момент для диагностирования платежеспособности – наличие обязательств в рассматриваемый момент времени.

Ликвидность баланса компании - наличие у компании оборотных активов (текущих активов в размере, достаточном для погашения текущих обязательств). Баланс компании считается ликвидным, если выполняется следующее соотношение: Оборотные активы > Текущие обязательства. У обеих компаний за весь период времени анализа оборотные активы больше, следовательно, баланс считается ликвидным.

Проекцию текущей эффективности в рамках контура кредитора характеризует понятие прибыли в рамках принятых международных бухгалтерских стандартов, скорректированные аналитические показатели прибыли, а также целый спектр относительных показателей, рассчитываемых на базе прибыли по стандартам финансовой отчетности и по аналитической прибыли. Могут приниматься во внимание и показатели нормализованные показатели, в которых устранены нетипичные доходы и расходы.

Проекция сбалансированного роста в рамках контура интересов собственников трансформируется в проекцию качества роста. Качественный

рост предполагает сбалансированность роста выручки и рыночной стоимости капитала (оценки бизнеса). Это характеристика признания рыночными инвесторами наращивания капитала через выбранную стратегию развития, реализуемую бизнес-модель и усилия менеджмента и персонала.

Проекция сбалансированного роста фиксирует по компании сложившиеся темпы роста основных финансовых показателей (активов, выручки, операционной прибыли, чистой прибыли), динамику их роста в сопоставлении с отраслевой динамикой и компаниями – конкурентами.

В соответствии с рисунком 1, золотые правила роста для обеих компаний не соблюдаются.

<b>Золотые правила роста. Проекция динамики (темпов роста)</b>						
Темп роста чистой прибыли	>	Темп роста операционной прибыли	>	Темп роста выручки	>	Темп роста активов

Рисунок 1 – Золотые правила роста

В третьем разделе рассмотрен **доходный подход фундаментального анализа**. С практической точки зрения рассмотрена модель CAPM, WACC.

С помощью модели CAPM будущая доходность акций. С помощью модели WACC найдена средневзвешенная стоимость капитала м помощью таких показателей, как, требуемая доходность на акционерный (собственный) капитал, доля акционерного капитала в инвестиционном капитале, стоимости долгового инвестирования и доли долгосрочного процентного долга в инвестированном капитале.

Проведен анализ обеих компаний с помощью модели DCF.



## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Основная цель фундаментального анализа, как бы сильно она не была замаскирована аналитиками, это — выявление недооцененных (переоцененных) рынком компаний. Обнаружив, что по тем или иным показателям компания сильно недооценена (переоценена), инвестор покупает (или продает) ее акции в надежде, что в скором времени биржевая стоимость акций компании сравняется с реальной.

В работе рассмотрено влияние микроэкономического фундаментального анализа на конкретные компании. Проанализированы наиболее привлекательные и развивающиеся методы фундаментального анализа.

В данной работе рассмотрена такая модель оценки активов, как DCF — то есть модель дисконтированных денежных потоков. Наиболее эффективной данная модель оценки является в отношении акций. Преимуществу данной модели оценки, главным из которых является не просто анализ денежных потоков и финансовых показателей, но еще и учет альтернативных возможностей получения доходности. Суть в том, что необходимо учитывать доходность той или иной акции одновременно в совокупности с доходностью безрискового актива — чаще всего, это либо процент в банковском депозите, либо государственная облигация.

Несмотря на то, что WACC является ненаблюдаемой величиной и рассчитывается с использованием теории оценки стоимости капитальных активов CAPM, которая лишь приближенно описывает реальные рынки, инвесторы и финансисты во всем мире ежедневно принимают инвестиционные решения с использованием метода дисконтированных денежных потоков.

Именно этот метод оценки бизнеса дает наибольший простор для увеличения стоимости предприятия. Другие методы оценки дают меньшее поле для подобного маневра, поэтому именно на них необходимо ориентироваться покупателю. И в любом случае не полагаться на число,

полученное на основании лишь одного метода оценки бизнеса. В определении стоимости ресурсов и капитала при помощи ДДП большое влияние на оценку бизнеса предприятия может оказать точка зрения тех кругов, для которых она делается.

Основным преимуществом сравнительного подхода является то, что стоимость бизнеса предприятия фактически определяется рынком, т.к. оценщик лишь корректирует реальную рыночную цену аналога для лучшей сопоставимости, тогда как при применении других подходов к оценке бизнеса или акций предприятия, стоимость является результатом расчета.

Итак, анализ описанной выше методики на примере ПАО НК «Роснефть» и ПАО «Лукойл» позволяет нам констатировать следующее. Данный вид анализа позволяет не только выявить «больные» статьи финансовой отчетности, но и получить представление о деятельности предприятия с глобальной точки зрения. В результате проведения фундаментального анализа аналитик получает полное представление о функционировании предприятия и может на основе имеющихся данных предложить пути совершенствования финансовой политики и способы привлечения различных видов инвесторов.

На практике рассмотрен анализ относительных показателей компаний ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «ЛУКОЙЛ», таких как EPS, PRICE, P/E, SALES, P/S, ROE, Балансовая стоимость акции, Price Book Ratio, маржа EBITDA, а также практическое применение модели CAPM.

Из показателей модели CAPM найдены коэффициенты регрессии  $\beta$ , которые служат количественным измерителем систематического риска, не поддающегося диверсификации. У обеих компаний коэффициент больше 1. Реакция ценных бумаг опережает изменение рынка как в одну, так и в другую сторону. Систематический риск такого финансового актива выше среднего. Нашли нормы доходности акций Роснефти и Лукойла, которые составили менее нуля. Следовательно, акции не будут приносить прибыль в следующем месяце. Коэффициент корреляции у Лукойла составляет 0,75, а

Роснефти – 0,68, что говорит о сильной связи между доходностью индекса и доходностей акций Лукойла и Роснефти.

Сравнительный анализ обеих компаний показал, что прибыль за 1 акцию EPS компании Лукойл больше в 16 раз в 2016 году, чем компании Роснефть.

Выручка компании Лукойл в 2016 году больше на 239 млрд. рублей, но в то же время, выручка обеих компаний за 2016 год по сравнению с 2015 годом снизилась.

С помощью DCF анализа найдены справедливые приведенные стоимости компаний Роснефть и Лукойл за 2017 и 2018 гг. Чистая приведенная стоимость НК Роснефть в 2017 году составляет 2144 млрд. рублей, данная стоимость на 458 млрд. рублей меньше, чем в 2018 году. Чистая приведенная стоимость в 2018 году, предположительно, будет составлять 2711 млрд. рублей, данная сумма на 151 млрд. рублей больше, чем в 2017 году.

Для эффективного проведения фундаментального анализа необходимо использовать все модели, описанные в данной работе в совокупности. Наиболее эффективный – метод дисконтирования денежных потоков, который включает в себя метод CAPM, WACC, а также использование некоторых отраслевых коэффициентов.