



# Основы анализа ценных бумаг

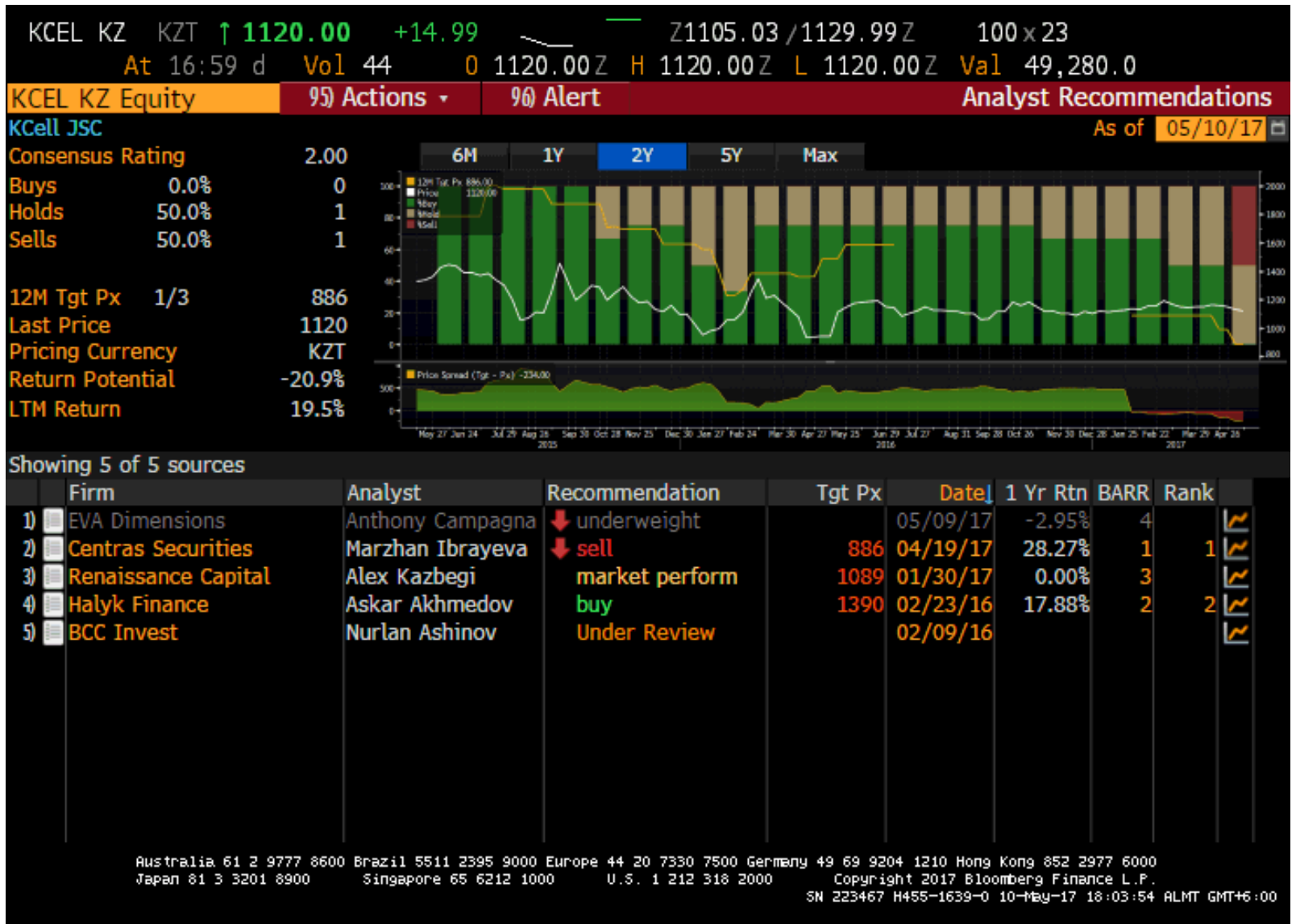
## Основы рынка акций и облигаций

Талгат Камаров, председатель правления АО «Сентрас Секьюритиз»

# Введение в фундаментальный анализ

- При инвестировании на фондовом рынке необходимо знание основ фундаментального анализа ценных бумаг.
- Оценка акций основывается на оценке стоимости компании, исходя из лежащих в основе факторов, отражающих деятельность компании и ее будущее.
- Для этого необходимы навыки чтения и понимания финансовой отчетности компаний.
- Принимаются во внимание также ситуация в индустрии и в экономике в целом.
- Большинство брокеров осуществляют собственную оценку акций на основе фундаментального анализа и выдают рекомендации клиентам.
- Фундаментальный анализ дает представление о финансовом благополучии компании, не взирая текущую на динамику цен, и отвечает на вопросы:
  - Растёт ли выручка компании?
  - Прибыльна ли компания сегодня?
  - Сильна ли рыночная позиция компании по сравнению с конкурентами?
  - Способна ли она выплачивать по долгам?
  - Пытается ли менеджмент манипулировать отчетностью?

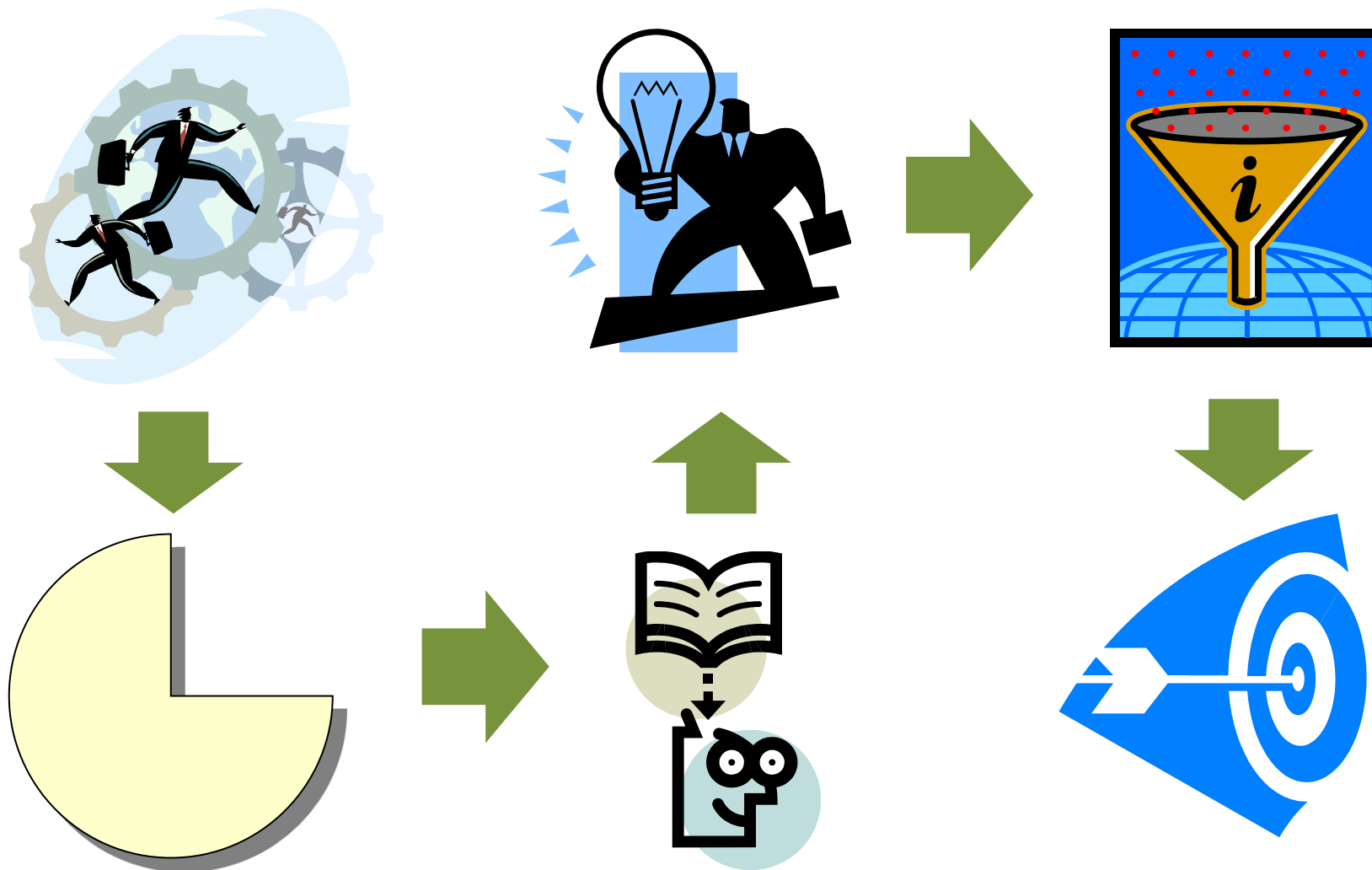
# Примеры фундаментальных оценок



# Количественный и качественный анализ

- Количественный фундаментальный анализ имеет дело с измеряемыми (цифровыми) характеристиками компании, получаемые из, например, финансовой и производственной отчетности
- Качественный фундаментальный анализ имеет дело с менее осязаемыми (косвенными) факторами, влияющими на бизнес компании:
  - профессионализм состава совета директоров,
  - профессионализм ключевых исполнительных директоров (правление),
  - стоимость бренда и его репутации на рынке,
  - эксклюзивные патенты и технологическая уникальность
- Количественный и качественный анализ не исключают, а взаимно дополняют друг друга
- Стоимость акции на фондовом рынке не полностью отражает реальной (внутренней) оценки акций на основе фундаментального анализа
- Если внутренняя стоимость акции ниже рыночной, то говорят, «акции недооценены рынком» и наоборот...
- В конечном счете рынок учтёт фундаментальную стоимость акций. Только никто не знает как долго это может занять время.

# Отбор акций на основе анализа



# Качественный анализ: Компания

- Бизнес модель. Как компания генерирует прибыль? Изучите сайт компании, ее инвестиционный меморандум на сайте биржи. Пример: McDonalds vs Boston Chicken
- Конкурентное преимущество. Захват и длительное удержание доли рынка. Стратегическое позиционирование на рынке против операционной эффективности
- Менеджмент (руководство). Качество менеджмента компании можно судить по наличию следующего:
  - ежеквартальные конференц-звонки и по прямые ответы на вопросы аналитиков
  - обсуждение и анализ руководством итогов и перспектив в Годовом отчете компании, сравнив их с предыдущими годами
  - владение акциями и продажи инсайдеров может раскрыть заинтересованность руководства в росте прибыли и сокрытии информации
  - Эффективность руководства в прошлом, изучив успешность их опыта работы ранее в предыдущих компаниях
- Корпоративное управление. Внутренняя политика взаимоотношений и ответственности между менеджментом, директорами и крупными акционерами для предотвращения связанных и заинтересованных сделок, повышение прозрачности деятельности компании.

# Качественный анализ: Индустрия

Понимание инвестором индустрии в целом даёт представление о финансовом здоровье самой компании.

- Клиенты. Чем больше клиентов, тем устойчивее компания. *Пример компании с одним клиентом, поставляющее вооружение Министерству обороны.*
- Рыночная доля. Компания с доминирующей рыночной долей не позволит конкурентам вырасти и отобрать ее будущие доходы. За счет экономики масштабов она легко справится с крупными капитальными затратами.
- Рост индустрии. Рост доходов компании нужно обеспечить ростом клиентов с учетом роста индустрии. *Пример производитель фотопленок.*
- Конкуренция. Индустрия с ограниченным числом барьеров для входа на рынок имеет сложную операционную среду для компании. Важна её способность поднимать цену и переносить их на потребителей. Ценовая политика в условиях высокой конкуренции несёт значительный риск. *Пример Wal-Mart, Magnum Cash and Carry.*
- Регулирование. Значимые товары и услуги подпадают под монопольное и другое регулирование, ограничивая доходы (коммунальные услуги, связь, производство жизненно важных лекарств).

# Введение в финансовую отчетность

Финансовая отчетность компании, составленный по международным стандартам МСФО – важнейший источник раскрытия информации о деятельности компании.

- Финансовая отчетность. Обычно квартальная и годовая.
  1. Баланс – срез состояния компании на определенную отчетную дату:  
Активы = Обязательства + Акционерный капитал = Пассивы
    - Активы (ресурсы компании: деньги, средства производства и пр.)
    - Пассивы – средства, затраченные на приобретение активов
  2. Отчет о прибылях и убытках – свод выручки за минусом расходов и равной полученной чистой прибыли за отчетный период.
  3. Отчет о движении денег - наиболее консервативный источник оценки деятельности:
    - a. Операционные потоки - от основной операционной деятельности
    - b. Инвестиционные потоки - от покупки и продажи активов
    - c. Потоки от финансирования - при получении и выдаче займов
- Годовой и аудиторский отчет вместе с финансовой отчетностью есть на сайте [kase.kz](http://kase.kz), [dfo.kz](http://dfo.kz), [sec.gov](http://sec.gov)
  - Годовые отчеты раскрывают особенности и перспективы деятельности, включая риски бизнеса
  - Аудиторские отчеты указывают на существенные моменты в финансовой отчетности



# Финансовая отчетность

## Баланс

- Активы
- Пассивы
- Долг
- Нераспределенная прибыль
- Капитал

## Отчет о прибылях и убытках

- Выручка от продаж
- От основной деятельности
- От инвестиционной деятельности
- От прочей деятельности

## Отчет о движении денег

- От операционной деятельности
- От финансовой деятельности
- От инвестиционной деятельности

# Важные моменты отчетности

- Обсуждение и анализ руководством итогов и перспектив. Обычно первые несколько страниц в Годовом отчете компании о важнейших событиях, где они преуспели. *Читай между строк, что компания могла утаить.*
- На что следует обратить в них внимание:
  - На сколько беспристрастны и точны комментарии руководства?
  - Обсуждается ли существенный финансовый тренд за последние годы?
  - Насколько ясно изложены комментарии без длинных рассуждений?
  - Упомянутся ли потенциальные риски и неопределенность?
- Независимый аудиторский отчет. Подтверждает точность составленной финансовой отчетности и состоит из:
  - §1 Ответственность аудиторов и директоров и проаудированные разделы отчетности
  - §2 Как применены принципы МСФО и какие разделы отчетности оценены
  - §3 Мнение аудиторов о проаудированной финансовой отчетности (без гарантии достоверности)
- Примечания к финансовой отчетности. Увязывают и наполняют картину финансового состояния компании:
  - Учетная политика компании
  - Раскрытие информации, не отраженной в финансовой отчетности

# Отчет о прибылях и убытках ОПИУ

Компания должна зарабатывать денег больше чем их тратит. Фокус на компаниях, имеющих максимальную выручку при минимальных расходах.

- Выручка (продажи) – важнейшая часть ОПИУ. Устойчивый рост выручки по сравнению с эпизодическим является главным драйвером роста акций. *Пример Starbucks.*
- Главными статьями расходов являются:
  - Себестоимость товаров или услуг – затраты на производство
  - Общие административные расходы – ФОТ, маркетинг, амортизация, исследования и разработка
  - Расходы на финансирование, налоги, штрафы и пр.
- Чистая прибыль = Доходы – Расходы. Компании с большей чистой прибылью имеют большее преимущество в годы спада бизнеса. Обратить внимание на:
  - Гросс маржа = Выручка – Себестоимость. Может быть размыт высокими расходами на другие статьи (маркетинг и исследование)
  - Операционный доход = Выручка – Себестоимость – Общие административные расходы. Более точное определение прибыльности бизнеса. Контроль расходов при росте доходов.
- Рост продаж – признак сильного фундамента. Рост маржи – указывает на рост эффективности и прибыльности. Полезно рассмотреть эти показатели в сравнении с ближайшими конкурентами. Обратите внимание на сильные изменения выручки, себестоимости и общих административных расходов, чтобы понять источники прибыли.

# Изучаем баланс

- Финансовое состояние. Описание активов компании Компании и его долгов. Сравнение долга с её ликвидностью. Их разность - Акционерный капитал или Чистые активы. Структура баланса:
- Активы = Текущие + Долгосрочные активы.
- Текущие активы = Деньги, Запасы и Дебиторская задолженность.
  - Деньги – запас прочности на трудные времена. Их рост – признак процветания и наоборот... Вопрос «почему они не работают»?
  - Запасы: рост оборачиваемости запасов (отношение себестоимости продаж к среднегодовому остатку запасов) хороший признак и наоборот...
  - Дебиторская задолженность. Анализируем скорость её погашения. Выявляем манипуляции с продажами через призму дебиторки.
- Долгосрочные активы = основные средства и оборудование, недвижимость. Здания могут отражаться в балансе по себестоимости без учета их рыночной стоимости и, соответственно, обесцениваться, что в ущерб интересам акционеров.

# Обязательства и Капитал

- Текущие обязательства подлежат к выплате компанией в течение текущего года, например поставщикам.
- Долгосрочные обязательства – долги по облигациям и кредитам. Хороший знак, если в динамике они снижаются.
- Плохой сигнал, если обязательства превышают активы. Или если обязательства значительно превышают положительный денежный поток, то высока вероятность банкротства компании

$$\text{Коэффициент текущей ликвидности} = \frac{\text{Текущие активы} - \text{Запасы}}{\text{Текущие обязательства}}$$

- Капитал = Активы – Обязательства. Включает в себя оплаченный уставный капитал + нераспределенная акционерам прибыль. Нераспределённая прибыль – сумма реинвестированных в компанию акционерами денег. Как они работают и приносят прибыль?
- Не все активы и обязательства могут быть отражены в статьях баланса. «Нематериальные активы» как патенты и авторские права, торговые знаки и бренды а также забалансовые активы и обязательства, например, с целью занижения долгов.

# Отчет о движении денег

- Отличие этого отчета от ОПИУ – кассовый денежный поток здесь и начисление доходов в ОПИУ (бумажный доход).
- Положительный денежный поток – залог финансового здоровья компании и её будущего роста.
- Три раздела отчета: 1) от операционной, 2) финансовой и 3) инвестиционной деятельности компании.
- Операционная и финансовая деятельность показывают как компания получает деньги, тогда как инвестиционная – на что тратит (инвестирует) их.
- Положительный поток от операционной деятельности – хороший сигнал для покупки. Но при этом быстрорастущие технологические компании показывают отрицательный поток.
- Изменения в операционном денежном потоке - сигнал к скорому изменению в чистой прибыли. Если чистая прибыль намного выше денежного потока от операционной деятельности, то компания приписывает доходы (откладывает расходы).

# Неоперационная деятельность

- Инвестиционная деятельность показывает сколько денег компания потратила на капитальные затраты, необходимые для поддержания бизнеса, покупку другого бизнеса или инвестиции на рынках капитала
- Инвесторы хотят видеть кап.затраты в размере не меньше суммы амортизации за прошлый период. Если этого нет, то возможно компания искусственно завышает чистый денежный поток, что только временно.
- Положительный денежный поток от финансовой деятельности формируется от продажи компанией своих акций или облигаций или от полученных кредитов, и наоборот...
- Мудрые инвесторы выбирают компании с **положительным денежным потоком** (FCF) = Чистая прибыль
  - + Амортизация и износ
  - Изменение в оборотном капитале
  - Капитальные затраты
- Инвесторы ожидают от компании самостоятельно без стороннего привлечения денег финансирования своих крупных приобретений.

# Основы оценки акций

- Метод Дисконтированного денежного потока (DCF) заключен в стоимости компании, оцениваемой текущей стоимостью будущих денежных потоков CF ( $r$  – рыночная ставка, 11%):

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

- Подобный подход у DDM (Метода дисконтированных дивидендов), WACC (средневзвешенная стоимость капитала).
- Оценка по коэффициентам Price-to-Earnings  $P/E$  и Price-to-Book  $P/B$  может быть легко подсчитана из финансовой отчетности.
- Book value – балансовая стоимость акций определяется делением акционерного капитала на число акций в обращении. Компании с  $P/B < 1$  считаются недооцененными.
- Удобно коэффициенты сравнивать с коэффициентами конкурентов, по индустрии или в динамике с прошлых лет.
- Альтернативным фундаментальному методу анализа ценных бумаг является технический анализ, который можно использовать для ликвидных акций дополнительно к фундаментальному.



# Оценочный подход

## Финансовая отчетность

- Долговые обязательства
- Доходность капитала ROE
- ROA Доходность активов
- EPS Доход на акцию

## Ценовые мультипликаторы

- P/E Цена на прибыль
- P/B Цена к балансу
- D/P Дивидендная доходность

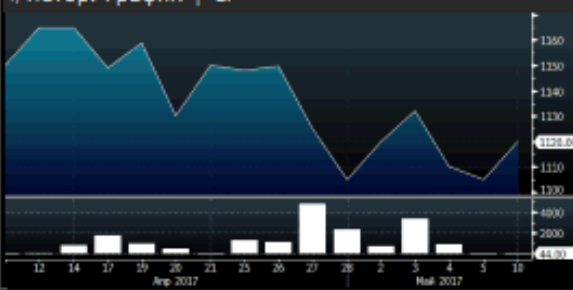
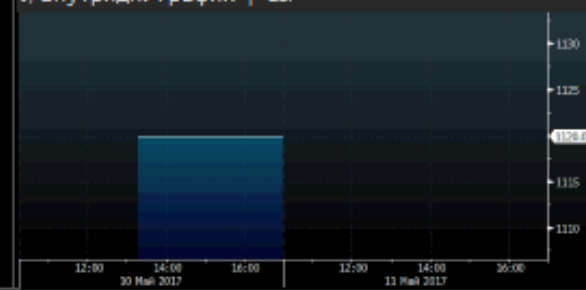
## Свободный денежный поток

- От операционной деятельности
- От финансирования
- От инвестиционной деятельности

# Сравнительный подход

KCEL KZ KZT C **1120.00** +14.99 Z1105.03 /1129.99Z 100x23  
 On 10 May d Vol 44 0 1120.00Z H 1120.00Z L 1120.00Z Val 49,280.0

**KCEL KZ Equity** Шаблоны Связь Котировка Bloomberg

KCell JSC		1) Прибыль   EE »		2) Дивиденды   DVD »			3) Цен. коэф-ты   GF »			
Посл.	1120.00 d	Фактическ.	Прогн.	Дхдн	5.21	12м.дхдн	10.41	Ц/БС	3.13	
Изменение	+14.99 +1.36%	Дата	12/31/16 12/17	Бл.рост		1л.рост	-42.83	Ц/Прдж	1.52	
Бид	1105.03 100	Ц/П	13.43 10.41	Экс-...	05/24/17	Тип	Reg. Cash	Ц/ДП	6.13	
Аск	1129.99 23	EPS	83.43 107.55	Валюта	KZT	Сумма	58.39	СП/ЕБИТДА		
Откр/закр	1120.00 1120.00	4) Истор. график   GP »		5) Внутридн. график   GIP »						
Макс/Мин	1120.00 1120.00									
52макс	1259.99 05/30/16	7) Отн. стоимость   RV »								
52мин	1035.01 09/21/16	Название	Цена	1d%	5d%	Ц/П	Дхдн	YTD%	1y%	
СНГ	+17.99 +1.63%	11) KCELL	1120.00	1.36	1.37	13.43	5.21	1.63	16.74	
1гДхд	+177.39 +16.74%	12) MAXIS BHD	6.57	0.31	1.70	24.70	3.04	9.87	21.47	
Бета	.953 KZKAK	13) TELEKOM MALAY	6.50	0.31	0.46	31.55	3.31	9.24	1.78	
AVAT	1.07k -100.00%	14) TELEKOMUNIKAS	4370.00	0.69	0.69	20.14	4.49	10.29	21.26	
Рынкап	224.00B	15) PLDT INC	1743.00	-1.25	0.23	18.88	3.21	27.69	4.30	
ADV	1.19M	16) TRUE CORP PCL	6.50	-0.76	-0.76			-9.09	-11.56	
СВЦ	1120.00	8) Новости   CN »								
6) Сводка торгов/ктрв   QR »		20) Kcell Jsc: Bonus pack of services! - 05.05.2017						CO6	05/05	
Врм	Разм	Цена	Б	21) Kcell Jsc: 'mobi music' subscription fee will be increased - 03.05.2017				CO6	05/03	
Дата сделки: 05/10/2017				22) [Delayed] Kcell JSC KCEL Annual Financial Report				RNS	04/28	
16:59:35		1120	Z							
13:17:06	44	↑1120	Z							

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000  
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2017 Bloomberg Finance L.P.  
 SN 223467 H257-3163-1 11-May-17 9:53:29 ALMT GMT+6:00

# Заключение

При принятии решения об инвестировании в компанию надо разобраться в её бизнес модели, в рыночных условиях и прежде всего изучить её финансовую отчетность.

1. Финансовая отчетность публикуется ежеквартально и аудировается ежегодно.
2. К аудируемой отчетности больше доверия, чем к промежуточным, квартальным.
3. Баланс должен быть сведён и содержать активы, обязательства и акционерный капитал.
4. ОПИУ включает выручку, расходы, прибыль и прибыль на акцию
5. Отчет о движении денег вычищает все неденежные операции и показывает реально заработанные деньги.
6. Отчет о движении денег делится на три компонента: от операционной деятельности, от финансовой деятельности и от инвестиций.
7. Читайте внимательно примечания к финансовой отчетности, которые раскрывают большой объем информации о цифрах в финансовой отчетности.