

Глава 12

Фундаментальный анализ акций

Разделы программы

(b)(ii)9. Продемонстрируйте знание принципов фундаментального анализа акций.

0. Введение

В предыдущей главе мы говорили о том, общий уровень рынка акций является функцией предложения акций и спроса на них, который, в свою очередь, основан на ожиданиях инвесторов относительно будущей прибыльности корпораций. Многие из обсуждаемых там идей уместны при обсуждении факторов, влияющих на относительные рыночные цены индивидуальных акций.

В данной главе мы очертим базовые идеи и методологию *фундаментального анализа акций*, который является важным инструментом, посредством которого инвесторы оценивают стоимость акций и принимают решение об их покупке и продаже. (Далее, в данном курсе, мы рассмотрим альтернативный подход, предлагаемый *техническим анализом*.) Некоторые подробности, связанные с моделью дисконтированных дивидендов и важными инвестиционными и бухгалтерскими коэффициентами, описаны в главе 14.

Фундаментальный анализ акций основан на изучении фундаментальных переменных, определяющих прибыльность компании. К ним относятся как внутренние характеристики компании, так и влияющие на них внешние, в первую очередь экономические, характеристики.

Фундаментальный анализ является одним из основных инструментов, используемых инвесторами для принятия решения о том, какие инвестиции иметь в портфелях, чтобы достигнуть своих инвестиционных целей, и может применяться ко всем прочим классам активов. Например, описанный ранее процесс оценивания проекта программы капиталовложений является, в сущности, (очень подробным) фундаментальным анализом программы капиталовложений.

Наконец, мы должны отметить, что цену каждой акции определяет, наряду с предложением акций, агрегированный спрос со стороны всех инвесторов, основанный на результатах данного анализа.

1. Влияющие на цену фундаментальные факторы

На цену акций конкретной компании влияет уровень спроса и предложения этих акций. Ключевым фактором, влияющим на относительный спрос на конкретные акции, являются предположения инвесторов относительно:

- будущего роста капитала и дивидендов;
- риска.

Факторами, определяющими предположения относительно роста капитала и дивидендов, являются оценка прибылей, свободного денежного потока и общей стоимости предприятия.

В главе 14 мы подробно обсудим *модель дисконтированных дивидендов*, которая широко используется для оценки индивидуальных акций. Как следует из наименования, модель оценивает акции как дисконтированную современную стоимость будущего потока дивидендов, которые они, предположительно, заработают. Поэтому, ожидаемый рост дивидендов очень важен для оценивания акций. Как мы увидим в главе 14, наши оценки роста дивидендов связаны с ожидаемым ростом стоимости акций.

Модель дисконтированных дивидендов вычисляет фундаментальную стоимость акции, основываясь на предсказанной структуре будущих дивидендов, которые обычно оцениваются на основании подробного анализа фундаментальных характеристик рассматриваемой компании. В этом качестве, она является примером численной методологии оценивания, использованной на втором этапе *фундаментального анализа акций*.

Изменяющиеся экономические факторы влияют на разные компании в разной мере и, возможно, различным образом, меняя тем самым относительные цены акций. Например, компания, продающая предметы роскоши (скажем дорогие автомобили), может быть более чувствительна к состоянию экономики, чем компания, продающая предметы первой необходимости (например, розничная торговля продуктами питания).

Риск обычно означает статистическую нестабильность доходности ценной бумаги. В финансово экономической теории, его часто интерпретируют как дисперсию или стандартное отклонение доходности инвестиций. С этой точки зрения, *циклические* компании, такие как производители автомобилей, являются, вероятно, более рискованными, чем защитные компании, такие как розничные торговцы продуктами питания.

Отметим, что мы можем также определить *актуарный риск*, как риск того, что инвестор не сможет достигнуть целей инвестирования, какими бы они ни были. На практике, его часто интерпретируют в более узком смысле, как риск того, что инвестор не сможет выполнить свои обязательства, когда наступит дата выплаты.

2. Фундаментальный анализ

2.1 Введение

Фундаментальный анализ основан на мнении, что каждая акция (и рынок в целом) имеют внутреннюю, фундаментальную или истинную стоимость, которую инвестор может оценить. Эта стоимость зависит от фундаментальных характеристик компании (оборот, денежный поток, прибыльность и т.д.). Анализ этих характеристик позволяет инвестору получить оценки как доходности, которую он предполагает получить за счет покупки акций компании, так и существующего риска, в терминах нестабильности этой доходности. Он может скомбинировать полученные в результате профили риска и доходности и использовать один из существующих методов, чтобы определить фундаментальную стоимость изучаемой акции.

Важно отметить, что:

- Общее состояние экономики, как отечественной, так и, возможно, мировой, будет напрямую влиять на будущую прибыльность каждой компании, и, поэтому, на оценку фундаментальной стоимости ее акций...
- ... равно как и реальные ставки процентов.
- Кроме того, разные инвесторы обычно получают разные оценки фундаментальной стоимости акции, даже если они владеют одинаковой информацией; последнее не всегда имеет место на практике.

Фундаментальный анализ может быть применен на уровне отрасли или экономики, равно как и на уровне отдельной компании. Действительно, прежде чем оценить перспективы отдельной компании, нужно провести фундаментальный анализ экономики в целом и конкретной отрасли. По мере глобализации предприятий и рынков, чтобы оценить конкретную компанию все более необходимым становится проведение, хотя бы в общих чертах, глобального анализа.

Здесь особенно важны вопросы финансового менеджмента компаний, изложенные в главах 1, 3, 4, 6 и 7 Конспекта предмета 108.

Одним из методов генерирования на экзамене идей, связанных с факторами, влияющими на конкретную компанию, является мышление в терминах:

- глобальной экономики;
- отечественной экономики;
- отрасли;
- конкретной фирмы.

Фундаментальный анализ может в равной мере применяться к иным типам финансовых ценных бумаг, материальным активам, таким как недвижимость, а также к инвестиционным рынкам в целом, чтобы определить, представляется ли рынок в целом переоцененным или недооцененным.

Вопрос 12.1

Для каких типов компаний, международный подход к фундаментальному анализу будет особенно уместен?

Фундаментальный анализ использует множество методов в попытке определить, является ли акция переоцененной или недооцененной рынком. Большинство методов связано с попыткой получения лучшей оценки будущих доходов или дивидендов, как за счет использования более качественной модели, так и за счет использования информации, которая не была учтена рынком.

Процесс можно считать состоящим из двух этапов. На первом этапе создается модель компании, позволяющая оценить будущие денежные потоки и доходы. Вторая связана с использованием результатов первого этапа для определения, является ли акция переоцененной или недооцененной рынком. На практике, используется большой набор методов, очень сильно отличающихся с точки зрения их изощренности.

Поэтому, мы можем считать, что фундаментальный анализ состоит из двух шагов:

1. Создание подходящей финансовой модели компании и использование ее для прогнозирования будущего потока доходов. В зависимости от используемой методологии, эти предсказания могут использоваться для предсказания будущего потока дивидендов, который вы предполагаете получить за счет владения акциями компании.
2. Использование этих прогнозов для оценки относительной дешевизны или дороговизны акций. Это может быть связано с:
 - оценкой «истинной» стоимости акции и сравнении ее с фактической рыночной ценой, например, за счет использования модели дисконтированных дивидендов;
 - вычислением подходящего коэффициента, размер которого можно сравнить со значениями этого коэффициента для похожих акций или с «нормальной» величиной, например, *отношение цены к доходу (ОЦД)*.

Мы обсудим эти два шага в двух последующих разделах данной главы. Модель дисконтируемых дивидендов, ОЦД и другие коэффициенты, используемые в фундаментальном анализе акций, подробно обсуждаются в главе 14.

Вопрос 12.2

Определите *отношение цены к доходу (ОЦД)*.

Получив прогноз прибылей компании, можно предсказать и дивиденды, используя оценку коэффициента выплаты дивидендов. После этого, фундаментальная стоимость находится с использованием подходящей модели, такой как модель дисконтированных дивидендов, и ее можно, как это описано выше, сравнивать с рыночной ценой акции.

2.2 Моделирование компании

Должны быть определены ключевые факторы, определяющие прибыль конкретной компании, и анализ должен быть сфокусирован на них. Поэтому, аналитик должен

хорошо понимать бизнес компании. В некоторых случаях, для анализа влияния на прибыль различных экономических сценариев, может использоваться модель денежных потоков.

Оценивание будущих денежных потоков и доходов

Способность компании генерировать прибыль является жизненно важным фактором для определения стоимости ее акций, так что прогнозирование прибыли часто является начальной точкой оценивания акций.

Один из подходов связан с прогнозированием будущих продаж и затрат компании, с учетом инфляции зарплаты и цен, а также состояния национальной и международной экономик. В результате, могут быть получены счета прибылей и убытков для будущих лет.

Нужно будет оценить ставки процентов на превышение кредита и новые выпуски долговых бумаг. Если компания имеет отдельные производственные подразделения (например, пивоварение и гостиничный бизнес), обычно принято делать отдельные прогнозы для разных производственных подразделений.

Для получения точных результатов могут потребоваться существенные затраты времени и сил, хотя и в этом случае аналитик должен опасаться мнимой точности результатов. Даже самый подробный анализ вряд ли даст совершенно точные оценки будущих денежных потоков, особенно выходящих за пределы следующих одного-двух лет.

Факторы, влияющие на относительную рыночную цену акции

Каждая компания должна рассматриваться индивидуально, но важными общими факторами являются:

- **качество руководства.** Если руководство компании пользуется высоким уважением, инвесторы больше уверены в перспективах компании. Это достаточно важный фактор;
- **качество продукции.** Компания, имеющая хороший набор продуктов, сможет поддержать и увеличить будущую прибыльность, хотя современный уровень прибыльности может уже полностью отражать качество продукции;
- **перспективы роста рынка.** Большая компания, относящаяся к зрелой отрасли, может иметь худшие перспективы роста по сравнению с малой компанией развивающейся отрасли;
- **конкуренция.** Если рынок считает, что конкуренция в отрасли, к которой относится компания, увеличится, ОЦД компании будет ниже;
- **затраты.** Аналитик может считать, что затраты (рента, проценты, зарплата) конкретной компании могут расти быстрее, чем продажи;
- **нераспределенная прибыль.** Низкий коэффициент выплаты дивидендов может означать, что компания удерживает прибыль для финансирования будущего роста;
- **история.** Взгляды на то, как изменится в будущем спрос на продукцию компании, сильно влияют на ОЦД.

Чтобы сформировать свои взгляды на эти факторы, фундаментальный аналитик изучает:

- **финансовые счета и финансовые коэффициенты;**
- **покрытие дивидендов и доходов;**
- **нестабильность и рост прибыли (за счет изучения всех источников выручки и расходов).** Прибыль является относительно малой величиной, вычисляемой как разность двух более крупных величин, поэтому она может сильно колебаться;
- **уровень заимствований;**
- **уровень ликвидности;**
- **рост стоимости активов;**
- **сравнимые величины для других аналогичных компаний.**

Некоторые из наиболее важных инвестиционных и бухгалтерских коэффициентов, используемых в фундаментальном анализе акций, в частности те, что включены в глоссарий предмета 301, определены и подробно обсуждены в главе 14. Другие коэффициенты, показывающие уровень ликвидности, прибыльности и т.д., обсуждаются в предмете 108.

Для большинства коэффициентов тренд от года к году обычно более важен, чем абсолютные величины, полученные для любой конкретной компании, поскольку именно изменение во времени является индикатором изменения фундаментальной прибыльности компании. Сами по себе абсолютные величины могут зависеть от принятой компанией учетной политики. Также применяется сравнение с другими аналогичными компаниями, хотя оно может быть осложнено различиями в учетной политике.

Источники информации

Необходимо использовать все доступные источники информации. Главным источником будут, вероятно, публикуемые бухгалтерские счета, но существует множество иных источников, к которым относятся:

- **финансовая пресса и другие поставщики коммерческой информации;**
- **торговая пресса;**
- **публичные заявления компании;**
- **биржа, на которой зарегистрированы ценные бумаги;**
- **правительственные источники предписанной информации, которую компания должна предоставлять;**
- **посещения компании;**
- **обсуждение с руководством компании;**
- **обсуждение с конкурентами;**
- **публикации биржевых маклеров.**

Аналитики должны принять меры, чтобы использование информации, полученной из частных обсуждений или посещений компании, не противоречило регулированию инсайдерных торговых операций с ценными бумагами.

Полученная из большинства вышеуказанных источников информация известна большинству инвесторов, заинтересованных в конкретной акции. Это особенно верно для акций самых крупных компаний. Однако некоторая информация о каждой компании не доступна для широкой публики, она доступна только некоторым лицам внутри компании или вне нее. Осуществление торговых сделок на основе такой привилегированной информации известно как *инсайдерные торговые операции с ценными бумагами*, которые во многих странах являются незаконными.

Многие используемые фундаментальными аналитиками методы предсказания будущего развития компании похожи на те, что используются руководством компании. Однако инвестиционные аналитики не имеют доступа к подробной информации, доступной менеджерам компании.

Вопрос 12.3

Вас попросили проанализировать две компании, относящиеся к сектору розничной торговли продуктами питания, и рекомендовать одну из них в качестве объекта для инвестирования. Перечислите относящиеся к компаниям факторы, которые вы будете исследовать при оценивании достоинств руководства каждой компании.

2.3 Оценивание

Полученные из фундаментального анализа компании оценки будущих доходов или иных важных факторов, могут использоваться для вычисления стоимости акций с использованием таких методов, как модель дисконтированных дивидендов или сравнение отношений цены к доходам. Эти методы изучаются в следующей главе. Полученную фундаментальную стоимость акций можно сравнить с рыночной стоимостью и принять решение, является ли акция кандидатом на продажу или покупку. Следует отметить, что фундаментальная стоимость, полученная конкретным аналитиком, может отличаться от рыночной даже в том случае, когда акция оценена рынком правильно. Это будет иметь место в случае, когда аналитик требует иную, чем рынок, норму доходности.

Оценив фундаментальную стоимость акции, ее можно сравнить с рыночной ценой акции, чтобы решить, представляется ли текущая цена акции низкой или высокой. Если фундаментальная цена ниже текущей рыночной цены, то акция, возможно, переоценена, и *наоборот*. Если, скажем, акция кажется недооцененной, то, возможно, удастся получить краткосрочную прибыль за счет покупки ее до ожидаемой коррекции рынка, которая произойдет, когда прочие инвесторы поймут, что она недооценена. И наоборот, если фундаментальная стоимость меньше рыночной цены, то это может означать отказ от покупки или продажу имеющихся вложений.

Альтернативно, явные ценовые аномалии можно идентифицировать за счет определения акций, чье отношение цены к доходности отличается от других аналогичных акций, например, компаний, относящихся к той же отрасли.

Возможность получения такой краткосрочной прибыли зависит от двух факторов:

1. *Неэффективности* рынка акций, в том смысле, что цены не всегда равны фундаментальной стоимости и, следовательно, не выполняется *гипотеза эффективного рынка*.
2. Способности инвестора обнаружить явную неэффективность цен раньше других, и, следовательно, до неизбежной коррекции рынка.

Другой подход заключается в том, чтобы избежать полного оценивания, а вместо этого проводить сравнение некоторых фундаментальных факторов (таких как ожидаемые доходы) с оценками рыночного консенсуса. Если оценка аналитика более оптимистична, чем рыночная, то он может считать акцию хорошим вложением.

Отметим, что если аналитик использует этот метод, то он полностью принимает мнение рынка по другим факторам, влияющим на стоимость акции (например, рискованность, перспективы роста).

Вопрос 12.4

Почему ОЦД для одной акции может быть выше, чем для другой предположительно похожей акции компании, относящейся к той же отрасли.

Определение текущей рыночной цены

Таким образом, фундаментальный анализ может оказать серьезное влияние на принятие инвестором решений в отношении конкретной акции, хотя другие факторы, например, *технический анализ*, который мы будем обсуждать позднее, также могут иметь значение. Взаимодействие индивидуальных решений определяет агрегированный спрос на конкретную акцию, который, в свою очередь, определяет ее цену.

Таким образом, цена акции будет отражать оценку фундаментальной стоимости маргинальными инвесторами, которым все равно, покупать или продавать акцию по ее текущей цене. Для маргинального инвестора фундаментальная стоимость будет равна текущей стоимости акции. Для всех остальных инвесторов, фундаментальная стоимость акции будет отличаться от ее текущей цены. Например, для тех, кто владеет этой акцией, фундаментальная стоимость будет, по крайней мере, не меньше рыночной цены (в противном случае, они бы от нее избавились).

3. Влияние экономического цикла

Изменение экономической среды влияет на компании по-разному. Одним из примеров является то, как оценивание, измеряемое историческими величинами ОЦД, различается для разных компаний в течение экономического цикла.

Судьба некоторых компаний очень тесно привязана к состоянию экономики. Когда экономика оживленная, их прибыли высоки. Когда экономика вялая, их прибыли низки. Они известны как «циклические» компании (например, общие отрасли). Цена акции циклической компании по отношению к остальному рынку будет, поэтому, зависеть от текущего состояния экономики и степени, в которой фондовый рынок учел ожидаемые будущие изменения экономики.

Положение циклической компании по сравнению с защитной компанией, такой как розничный торговец продуктами питания (т.е. компанией, которая относительно невосприимчива к состоянию экономики), обычно следующее.

Экономика умеренно оживленная, реальные перспективы быстрого роста или спада отсутствуют

Если экономика умеренно оживленная и прибыли достаточно стабильны, как защитные, так и циклические компании могут оцениваться похожим образом, т.е. иметь близкие величины ОЦД. Размах значений ОЦД может быть довольно узок.

В экономике начинается спад

По мере того, как в экономике начинается спад, ОЦД циклических компаний, вероятно, упадет, поскольку рынок начинает ожидать падения прибыли, тогда как ОЦД защитных компаний останется стабильным, он даже может слегка подрасти.

Экономический спад: «на дне»

На дне цикла, ОЦД циклических компаний, вероятно, вырастет по сравнению с нижней точкой в связи с падением доходов, но защитные акции все еще будут цениться выше (т.е. иметь более высокие ОЦД). Компания с очень низкими прибылями может иметь очень высокое ОЦД. Для компаний, потерпевших убытки, ОЦД не определяется.

Ростки восстановления

Когда экономика начинает восстанавливаться, ОЦД циклических компаний поднимется, поскольку цены вырастут в ожидании будущего роста доходов. ОЦД защитных компаний может быть ниже, чем циклических.

Начнут восстанавливаться капитальные расходы. До того, как вырастут прибыли некоторых компаний, может пройти год или два, но рынок начнет покупать акции высоко циклических

компаний в ожидании очень хорошей прибыли. Цены защитных акций могут даже упасть, поскольку инвесторы переключатся на более вдохновляющие акции.

По мере продолжения роста, доходы циклических компаний догонят цены акций, и ОЦД упадет.

Внезапное изменение рыночных цен

Время от времени, может происходить внезапное изменение цен отдельных акций. Оно отражает новую информацию, имеющую важные последствия для будущей прибыльности компании, которая приводит к внезапной корректировке взглядов на будущую прибыльность. Например, потеря или получение важного контракта, проигрыш или выигрыш юридической битвы, объявление о поглощении и т.д.

Вопрос 12.5

Какая из нижеприведенных компаний является защитной, а какую лучше классифицировать как циклическую:

- 1) телекоммуникационная компания;
- 2) строительная компания;
- 3) компания по общему страхованию;
- 4) клиринговый банк?

Вопрос 12.6

Подытожьте цели фундаментального анализа акций в одном предложении.

Глава 12. Резюме

Фундаментальный анализ акций

На цену акций конкретной компании влияют уровень предложения и спроса на эти акции. Ключевым фактором, влияющим на относительный спрос на конкретные акции, являются ожидания инвесторов в отношении:

- будущего роста капитала и дивидендов, который зависит как от внутренних характеристик компании, так и от внешних экономических воздействий;
- риска.

Изучение экономических и финансовых факторов, влияющих на цену акций компании, известно как *фундаментальный анализ акций*.

Фундаментальный анализ может применяться как на уровне отрасли или экономики, так и на уровне конкретной компании. Он может также применяться и к иным типам инвестиций, и состоит из двух этапов:

1. Создание модели компании для оценки будущих денежных потоков и доходов.
2. Использование результатов первого этапа для определения, являются ли ценные бумаги компании переоцененными или недооцененными рынком.

На практике используется широкий набор методов, выбор которых может определяться доступной информацией. Основным источником информации обычно являются бухгалтерские счета компании.

Изменение экономической среды влияет на компании в разной степени и, возможно, по-разному, поэтому оно изменяет их относительные цены. Одним из примеров является то, как оценивание, измеряемое историческими величинами *отношения цены к доходу*, различается для разных компаний в течение экономического цикла.

Решения

Решение 12.1

Международный подход будет обязателен для тех компаний, прибыльность которых зависит от экономических условий нескольких стран. К ним могут относиться:

- многонациональные компании, работающие в нескольких странах;
- экспортеры, спрос на продукцию которых определяется, в основном, зарубежными рынками;
- компании, продающие импортные товары на отечественном рынке, либо компании, чье производство сильно зависит от зарубежного импорта.

Он обычно более важен для крупных компаний.

Решение 12.2

ОЦД определяется как:

$$ОЦД = \frac{\text{цена акции}}{\text{доходы на акцию}}$$

Оно может быть *историческим* или *перспективным*, в зависимости от того, являются ли использованные доходы фактическими доходами недавнего прошлого, или прогнозируемыми величинами.

Указанные в отчетности величины ОЦД обычно вычисляются на историческом, основанном на нетто доходах базисе, с учетом последних данных о прибылях, возможно уточненных с использованием промежуточных данных или недавних публичных заявлений конкретной компании. Отметим, однако, что на практике аналитики часто используют *перспективные* величины.

Решение 12.3

Факторы, которые необходимо рассмотреть при оценке руководства компаний, относящихся к сектору розничной продажи продуктов питания:

- тренд и уровень маржи прибыли;
- тренд и уровень оборота;
- тренды и уровни основных статей затрат (рента, заработная плата);
- индикаторы эффективности использования ресурсов (объем продаж и прибыль на единицу торговых площадей, объем продаж и прибыль на одного работника);
- эффективность также характеризуется скоростью оборота товарных запасов (например, средним размером хранимых запасов по отношению к объему продаж);

- отношение цены к доходам по сравнению с другими розничными торговцами продуктами питания;
- индикаторы здорового финансового контроля (например, средний размер кредита по закупкам).

Решение 12.4

ОЦД может быть выше потому, что:

- акции считаются менее рискованными;
- предполагается, что дивиденды компании будут быстро расти;
- недавние доходы были понижены или исключительно малы по конкретным однократным причинам.
- акции *переоценены*.

Решение 12.5

1. Защитная.
2. Циклическая.
3. Вероятно защитная, поскольку страхование нужно независимо от состояния экономики.
4. Вновь, *вероятно*, защитная, хотя резервы плохих долгов и даже небольшие изменения маржи между ставками процентов, по которым он занимает и дает в долг, *могут* привести к большому сокращению прибыли в период спада.

Решение 12.6

Фундаментальный анализ акций предназначен для оценки «истинной» стоимости акции за счет анализа всех факторов, влияющих на будущую доходность, получаемую за счет инвестирования в акцию, и, поэтому, нацелен на выявление переоцененности или недооцененности акций.