



Основы анализа ценных бумаг

Основы рынка акций и облигаций

Талгат Камаров, председатель правления АО «Сентрас Секьюритиз»

Февраль 2018

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

KCEL LI \$ ↑ AT 4.72 -0.08 I 4.81 / 4.89 I 923 x 3316
 At 15:51 Vol 875 0 4.72I H 4.72I L 4.72I Val 4130.00

KCEL LI Equity **Actions** ▾ **Alert** **Analyst Recommendations**

KCell JSC As of 02/19/18

Consensus Rating 1.29

Buy 0.0% 0

Hold 14.3% 1

Sell 85.7% 6

12M Tgt Px 4/7 3.93

Last Price 4.72

Pricing Currency USD

Return Potential -16.7%

LTM Return 36.5%



Showing 7 of 8 sources

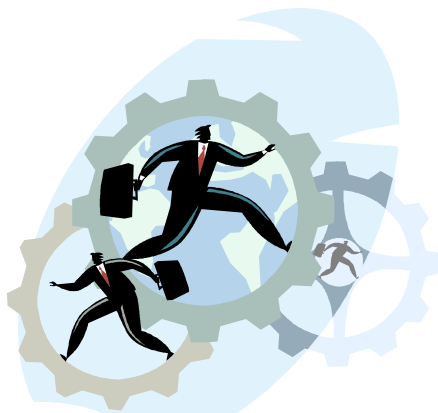
	Firm	Analyst	Recommendation	Tgt Px	Date	1 Yr Rtn	BARR	Rank	
1)	VTB Capital	Ivan Kim	sell	4.00	02/09/18	5.88%	1	1	
2)	Sberbank CIB	Maria Sukhanova	sell	3.71	01/30/18	5.88%	1	1	
3)	Halyk Finance	Andrey Kozhokaru	sell	4.16	12/11/17				
4)	Credit Suisse	Olga Bystrova	underperform	3.20	10/20/17	-38.86%	3	2	
5)	Renaissance Capital	Alex Kazbegi	hold	3.30	09/25/17	0.00%	2	3	
6)	Centras Securities	Marzhan Ibrayeva	sell	2.80	07/31/17	-42.49%	4		
7)	BCC Invest	Nurlan Ashinov	Under Review		02/09/16				

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 2018 Bloomberg Finance L.P.
 SN 290310 H834-2170-0 19-Feb-18 16:48:38 ALMT GMT+6:00

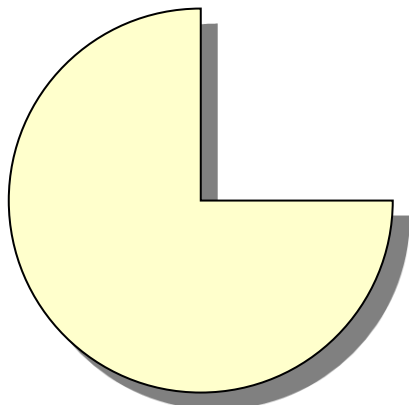
Количественный и качественный анализ

- 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



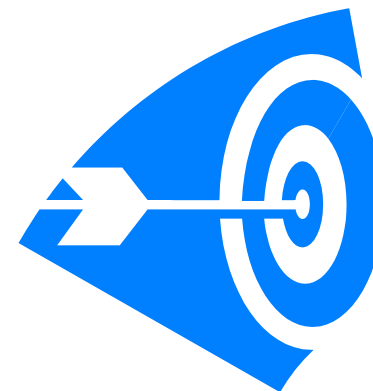
Портфельные инвесторы



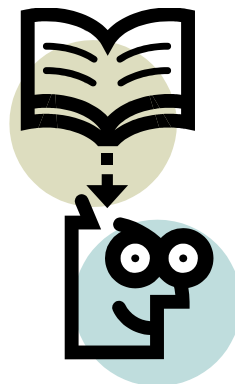
Выделяют \$ лимиты на инвестирование в акции



Управляющие принимают инвестиционные решения



Успешные решения приносят доход



Аналитики изучают компании и выдают рекомендации

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, dfo.kz, 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 LI \$ ↑ AT 4.72 -0.08 I4.81 / 4.89 I 923 x 3316
 At 15:51 Vol 875 0 4.72I H 4.72I L 4.72I Val 4130.00

KCEL LI Equity Output Settings Relative Valuation

Comp Source GICS Region Region of Domicile Curr USD

Classification	Type	Metric	KCEL	Low Comp Range	High
1) Telecommunication Services	Sector	Est P/E Current Yr	13.70	7.01	94.77
2) Telecommunication Services	Industry Group	EV/T12M EBITDA	N.A.	2.77	380.08
3) Wireless Telecommunication Services	Industry	Sales Growth Yoy	0.13	-77.63	101.32
4) Wireless Telecommunication Services	Sub Industry	EBITDA Margin (%)	37.61	-2.07k	86.62
		CapEx to Sales (%)	15.34	0.01	447.90

Showing Closest 50 Comps by Mkt Cap

Overview Comp Sheets Markets EPS Preview Ownership Credit Custom

Name	Mkt Cap (USD)	Last Px	Chg	Pct 1D	Chg	Pct 1M	Rev - 1 Yr Gr: Y	EPS - 1 Yr Gr: Y	P/E	ROE	Dvd	12M Yld
Average	6.22B	11.30		0.61%		-4.02%	1.13%	-23.78%	35.13	23.95%		3.25%
KCELL JSC - REG S	944.00M	4.72		-1.67%		-3.67%	0.13%	-6.79%	--	20.54%		3.83%
ACE ACHIEVE INFOCOM LTD	5.16M	0.01		12.50%		-18.18%	16.35%	16.59%	3.36	2.17%		--
MTOUCHE TECHNOLOGY BHD	4.91M	0.04		0.00%		3.45%	-16.89%	80.18%	--	--		--
M3 TECHNOLOGIES ASIA BHD	19.52M	0.03		4.00%		-7.14%	-6.26%	51.43%	--	-12.48%		--
XOX BHD	25.52M	0.03		0.00%		-13.04%	19.22%	--	15.58	3.88%		--
MEDIAN GROUP INC	46.38M	0.00		0.00%		2.56%	-8.55%	74.91%	--	--		--
KRTNET CORP	81.79M	15.47		0.30%		10.74%	-22.36%	-18.22%	14.52	7.46%		--
BAKRIE TELECOM TBK PT	135.70M	0.00		0.00%		0.00%	-77.63%	83.88%	--	--		--
TATA TELE SERVICES MAHAR	194.30M	0.10		-0.78%		-9.86%	-9.06%	-558.47%	--	--		--
SMARTFREN TELECOM TBK P	382.68M	0.00		0.00%		0.00%	20.21%	-25.74%	--	-70.38%		--
BEIJING BEWINNER COMMUN	649.53M	1.14		0.14%		-19.87%	101.32%	--	28.95	9.71%		0.69%
DIALOG AXIATA PLC	707.24M	0.09		-0.74%		3.05%	8.59%	18.92%	10.15	18.64%		2.89%
RELIANCE COMMUNICATIONS	1.22B	0.44		0.18%		-3.57%	-10.47%	--	--	-4.85%		--
INDOSAT TBK PT	2.27B	0.42		0.00%		2.26%	9.03%	--	22.74	9.71%		1.26%
XI AXIATA TBK PT	2.30B	0.21		0.00%		-7.62%	7.19%	-85.70%	83.72	0.27%		--

(Accounting Adjustments: Adjusted for Abnormal Items when Applicable)

10 Analyze List

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 2018 Bloomberg Finance L.P.
 SN 290310 H834-2170-0 19-Feb-18 16:47:56 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.