

Федеральное государственное автономное
образовательное учреждение
высшего образования
«СИБИРСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»

Институт экономики, управления и природопользования
кафедра финансов

УТВЕРЖДАЮ
Заведующий кафедрой
_____ И.С. Ферова
подпись
« _____ » _____ 2016 г.

БАКАЛАВРСКАЯ РАБОТА

направление 38.03.01 «Экономика»
профиль 38.03.01.07 «Финансы и кредит»

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕТОДИКИ ОТБОРА НЕДООЦЕНЕННЫХ
ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ**

Научный
Руководитель _____ к.э.н., доцент Е.А. Шнюкова
подпись, дата должность, ученая степень

Выпускник _____ Д.А. Погребная
подпись, дата

Нормоконтролер _____ Л.П. Жигаева
подпись, дата инициалы, фамилия

Красноярск 2016

СОДЕРЖАНИЕ

Введение	3
1 Теоретические основы инвестиций в недооцененные финансовые активы	6
1.1 Особенности инвестирования в недооцененные финансовые активы	6
1.2 Основные подходы к определению стоимости недооцененных финансов- вых активов	13
1.3 Инвестиционная привлекательность отраслей экономики и ее оценка ...	20
2 Методика оценки недооцененных финансовых активов	35
2.1 Мультипликаторы оценки недооцененных финансовых активов	35
2.2 Существующие модели отбора инвестиционно-привлекательных финан- совых активов	47
2.3 Совершенствование методики оценки недооцененных финансовых акти- вов	56
3 Применение разработанной методики для определения недооцененных фи- нансовых активов	61
3.1 Обоснование выбора отрасли экономики для выявления недооцененных финансовых активов	61
3.2 Апробация предложенной методики оценки недооцененных финансовых активов российских компаний	66
Заключение	79
Список использованных источников	83
Приложения А-Е	88-101

ВВЕДЕНИЕ

С каждым годом финансовые рынки стран мира становятся всё более и более развитыми. Количество людей, занимающихся инвестиционной деятельностью в самых разных объемах, неуклонно растет. Каждый из них стремится получить максимальную прибыль от своих инвестиций в различные финансовые активы. Наиболее популярным финансовым активом является акция. Получить большую прибыль от инвестиций в акции инвесторы могут двумя способами. Первый способ – это инвестировать свои средства в акции стабильных и надежных «гигантов» финансового рынка, приносящих по статистике постоянный и достойный доход своим инвесторам (это так называемые «голубые фишки»). Второй способ – это начать поиск недооцененных компаний, чьи финансовые активы на момент инвестирования в них стоят меньше, чем их справедливая стоимость. Недооцененные компании найти довольно сложно, однако вложения в их акции могут принести прибыль, в несколько раз превышающую первоначальные затраты.

Существует множество методик отбора недооцененных финансовых активов. Все они были составлены западными экономистами, так как рынки финансовых активов в Европе и Соединенных Штатах Америки начали свое существование и развитие очень давно. Между тем, специфика российского финансового рынка такова, что эти методики мало подходят для применения их к отечественным финансовым активам и не учитывают современное состояние экономики страны, которое, ввиду своей изменчивости, коренным образом отличается от стабильного состояния экономик западных стран.

Актуальность выбранной темы состоит в том, что совершенствование наиболее подходящей методики отбора недооцененных финансовых активов, разработанной ведущими экономистами западных стран, с учетом российских реалий позволит отечественным инвесторам успешно применять её для поиска наиболее выгодных вложений.

Целью данной работы является совершенствование методики отбора недооцененных финансовых активов с учетом изменчивой экономической ситуации в России.

Для достижения поставленной цели необходимо выполнить следующие задачи:

- 1) определить, что является недооцененными и переоцененными финансовыми активами;
- 2) определить, что является акциями «стоимости» и акциями «роста»;
- 3) рассмотреть основные подходы к определению стоимости недооцененных финансовых активов;
- 4) изучить основные методики отбора инвестиционно-привлекательных отраслей и выбрать наиболее подходящую из них;
- 5) рассмотреть основные мультипликаторы, используемые для оценки недооцененных финансовых активов;
- 6) изучить существующие методики отбора недооцененных финансовых активов и выбрать наиболее подходящую;
- 7) предложить необходимые для внесения в методику изменения с учетом реальной экономической ситуации в стране;
- 8) применить измененную методику для отбора недооцененных финансовых активов с помощью исследования реальных российских компаний и их показателей.

Объект исследования – стоимость свободно обращающихся на рынке ценных бумаг акций существующих российских компаний, предмет исследования – методы отбора недооцененных акций.

Практическая значимость данной работы состоит в возможности успешного применения отечественными инвесторами предложенной методики отбора недооцененных финансовых активов российских компаний для получения значительной прибыли.

Теоретической основой для данной работы послужили труды российских и зарубежных ученых-экономистов. Информационной базой послужили

финансовая отчетность анализируемых в разрезе апробации усовершенствованной методики организаций и экспертные оценки различных показателей.

Методы исследования, использованные в данной работе: метод системного анализа, метод выборочного исследования, графический метод (таблицы), метод классификации, конкретно-научные методы (методы поиска инвестиционно-привлекательных отраслей, методы отбора недооцененных финансовых активов).

Выпускная квалификационная работа состоит из введения, трёх глав, заключения, списка используемых источников, приложений.

В первой главе содержатся теоретические основы инвестиций в недооцененные финансовые активы. Раскрывается суть недооцененных финансовых активов и их значимость для инвесторов, рассматриваются основные подходы к определению стоимости недооцененных финансовых активов и изучаются подходы к оценке инвестиционной привлекательности отрасли.

Во второй главе освещаются и раскрываются основные методики отбора и оценки недооцененных финансовых активов. Выбирается наиболее подходящая для применения в Российской Федерации методика, выдвигаются предложения по её совершенствованию для адаптации её к современному состоянию экономики страны.

В третьей главе проводится поиск наиболее инвестиционно-привлекательных отраслей и апробация усовершенствованной выбранной методики отбора недооцененных финансовых активов в разрезе этих отраслей.

1 Теоретические основы инвестиций в недооцененные финансовые активы

1.1 Особенности инвестирования в недооцененные финансовые активы

Перед каждым инвестором встаёт главный вопрос: во что инвестировать свои средства, чтобы получить хороший доход. Выбор финансового актива для инвестирования является не только очень важным, но и довольно трудным.

Что является финансовым активом? Финансовый актив – это специфическая форма собственности, предполагающая получение дохода. Финансовые активы – это финансовые ресурсы, представляющие собой совокупность денежных средств и ценных бумаг, находящихся в собственности предприятия. К финансовым активам относятся:

- денежные средства, включая кассовую наличность, и средства на банковских счетах;
- ценные бумаги: акции, паи других компаний, опционы на акции и так далее;
- дебиторские задолженности;
- финансовые вложения;
- расчетные документы в пути и так далее.

Собственно говоря, чаще всего под финансовым активом, в который вкладывается инвестор, понимают ценные бумаги (в особенности акции) и валюту. Акции компаний, являющиеся свободно торгуемыми на рынке ценных бумаг, представляют собой весьма обширные возможности получения доходов.

Если инвестор определился с видом финансового актива, в который он планирует вкладывать свои средства, то следующий шаг – определить, в активы какой компании делать вложения. В данной ситуации вступает в силу вопрос о справедливой цене финансового актива компании и об их оценке с точки зрения эффективности.

Очевидно, что если рыночная цена объединяет в себе всю имеющуюся информацию, которая имеет прямое или косвенное отношение к конкретному предприятию (его прошлому, настоящему и будущему), то она будет равна справедливой (внутренней) стоимости финансового актива (например, акции) этого предприятия. Заключение тех или иных сделок предопределяет определение стоимости акции или пакета акций. Определение стоимости осуществляется в процессе оценки стоимости акций. Процесс оценки стоимости акции – это процесс определения рыночной стоимости акции на основе ожидаемого риска и предполагаемого дохода.

Определение критерия, который может быть использован для принятия решения об инвестиционной привлекательности конкретного выпуска акций компании, составляет цель оценки стоимости акции. Можно выделить несколько целей оценки акций. Во-первых, определение вероятного уровня рыночной цены при отсутствии данных о результатах биржевых или внебиржевых торгов, выявление тенденций, прогнозирование изменения рыночной стоимости акций и определение диапазона цен, в которых можно осуществлять их покупку и продажу в будущем. Во-вторых, определение уровня "недооцененности" или "переоцененности" рынком тех или иных ценных бумаг. С этой целью определяется действительная (оценочная) стоимость акции. Она может называться "теоретически правильной", "учетной" или "фундаментальной" стоимостью. Она определяется аналитиками (оценщиками) на основе расчетов по различным методикам. Если рыночная цена акции компании значительно выше их действительной стоимости, цену такой акции следует считать завышенной (переоцененной рынком), а от приобретения таких акций следует воздержаться. Если текущая рыночная цена акции намного ниже оценочной стоимости, то рыночные ожидания сильно занижены, а акции недооценены.

Весьма опасна для инвестора ситуация, когда финансовый актив является переоцененным. Такая ситуация называется финансовым (или экономическим) пузырем. Финансовый пузырь - это резкое отклонение рыночной стоимости

актива от его базовой стоимости. То есть это торговля большими объёмами товаров или ценных бумаг по цене, совершенно несоответствующей, сильно завышенной. Такая ситуация создается при огромнейшем спросе на некий продукт (в нашем случае, финансовый актив), в результате цена возрастает, что приводит к еще большему спросу. Участники рынка с переоценёнными активами склонны тратить больше, поскольку чувствуют себя богатыми. Рано или поздно, рынок корректируется до справедливой цены, вызывая панику инвесторов и лавину продаж (с дальнейшим падением цены). Этот процесс сравнивают со схлопыванием мыльного пузыря, что и объясняет название. Когда пузырь неожиданно схлопывается, держатели переоценённых активов обычно склонны максимально урезать свои расходы, что приводит к замедлению экономического роста и углублению кризиса.

Изучение всей общедоступной информации с целью определения будущих потоков доходов, выбор наиболее приемлемого уровня процентной ставки и дисконтирование денежных потоков называется фундаментальным анализом. Выполняя его, участники рынка пытаются отыскать недооцененные или переоцененные рынком бумаги. В первом случае они будут покупать соответствующие активы, а во втором – воздержатся от их покупки или, в случае наличия таких бумаг в своем портфеле, продадут их.

Недооцененной называют такую компанию, цена которой на рынке слишком занижена, до такой степени, что ее акции торгуются по цене ниже действительной стоимости. Понятие действительной стоимости очень субъективно. Для его вычисления используются принципы фундаментального анализа.

Инвесторы ищут недооцененные компании, чтобы купить их акции по низкой цене, до того, как остальные участники рынка по достоинству оценят эти акции и их цена вырастет.

Очень важно отличать недооцененные компании от компаний, чья цена на рынке просто упала. Падение цены может быть вызвано неустранимой проблемой в компании, ведущей к ее упадку, или всего-навсего чрезмерной

реакцией рынка на несущественные события – в последнем случае цена обычно вскоре возвращается вверх.

"Инвесторы в недооцененные активы" выбирают качественные компании, не обязательно самые дешевые, и используют фундаментальный анализ для проверки финансовой стабильности компании перед тем, как принять решение о покупке. Они обычно ищут компании с высокой доходностью дивидендов и низким отношением цены к прибыли или цены к балансовой стоимости.

Недооцененные компании существуют во всех отраслях, но более вероятно обнаружить их среди циклических компаний, прибыль которых может испытывать резкие падения во время экономических кризисов, вследствие чего их акции могут быть недооцененными в нестабильные периоды.

Когда инвесторы решают, покупать акции недооцененной компании или нет, то они, как правило, учитывают "порог безопасности" сделки. Это означает, что они должны убедиться в том, что скидка, с которой торгуется компания, достаточно большая, чтобы иметь запас в случае ошибки в анализе при оценке компании.

По словам Фант А.П. и Шнюковой Е.А., большинство российских компаний, акции которых свободно обращаются на биржах, являются на сегодняшний день недооцененными (рыночная стоимость меньше ее балансовой стоимости или меньше потенциальной рыночной стоимости) по сравнению с компаниями-аналогами других развивающихся или западных рынков [34]. По мнению Тепловой Т.В., люди готовы заплатить за имущество (активы) не больше той суммы, за которую в настоящее время торгуются аналоги [31].

Особенности недооцененных финансовых активов состоят в том, что в недалеком будущем стоимость их акций может сильно вырасти. Практика показывает, что некоторые акции после периода низкой цены и своеобразного застоя выросли в стоимости в 2-3 раза, обеспечив инвесторам, приобретшим их, очень высокий доход. Экономист Грегори Цукерман сказал: «Наибольшие

доходы на фондовом рынке приносят инвесторам самые недооцененные акции».

Ibbotson Associates (SBBI2005 Yearbook) отмечает следующее:

- 1) Недооцененные акции компаний с высокой капитализацией (высокой общей рыночной стоимостью акций компании), как правило, демонстрируют большую доходность, чем акции роста компаний с высокой капитализацией, и характеризуются большей стабильностью и меньшим уровнем риска.
- 2) Недооцененные акции компаний со средней капитализацией обычно демонстрируют более высокую доходность, чем акции роста среднекапитализированных компаний, и для них характерны большая стабильность и меньший уровень риска.
- 3) Доходность недооцененных акций компаний с низкой капитализацией существенно превышает доходность растущих акций низкокапитализированных компаний, при этом первые отличаются большей стабильностью и меньшей рискованностью.
- 4) Недооцененные акции компаний с микрокапитализацией (очень мелких компаний) весьма значительно опережают по доходности акции роста компаний с микрокапитализацией, будучи при этом более стабильными и менее рискованными.

Существуют две стратегии инвестирования, которые в современном мире получили наибольшую популярность: инвестирование в акции «стоимости» и инвестирование в акции «роста».

Акции «стоимости» (value stocks) представляют собой обычно недооцененные ценные бумаги. То есть их рыночная стоимость является ниже справедливой цены. Происходит подобное несоответствие тогда, когда компания на определенный временной период обладает плохой финансовой отчетностью. Или же, несмотря на свой высокий потенциал для роста, они имеет слишком небольшое количество инвесторов. Чаще всего подобным компаниям необходимо немного времени для того, чтобы цена их акций

значительно выросла. А вместе с этим их дела пойдут в гору. Инвесторы покупают их в надежде на рост их стоимости, когда большая часть рынка признает их потенциал, что в итоге приведет к взлету цен этих акций. На российском биржевом жаргоне акции «стоимости», поэтому в целом соответствует понятие акции «второго эшелона». Инвесторы, держащие такие акции рассчитывают на то, что, купив их по льготным ценам, они, в конечном счете, вырастут в стоимости, и они заработают на этом больше денег, чем вложившись в высоко оцененные акции, имеющие тенденцию к умеренному увеличению в стоимости.

Акции «роста» (growth stocks) пользуются не менее широкой популярностью. Но предпочтение им обычно отдают долгосрочные инвестора или спекулянты. Акции «роста» ассоциируются с успешными компаниями, прибыли которых, как ожидается, будут продолжать расти с темпом, превышающим среднерыночный. Речь идет преимущественно об акциях очень молодых компаний, демонстрирующих отличную перспективу роста в ближайшем будущем. Также это могут быть ценные бумаги зрелых компаний, которые могут тоже продемонстрировать отличный рост, даже несмотря на свой статус долговременного участника рынка. Например, за счет использования определенных инноваций. Узнать такие компании можно по хорошей ликвидности активов и отличным финансовым показателям.

Временами акции «роста» могут казаться слишком дорогими и переоцененными, поэтому некоторые инвесторы и предпочитают акции «стоимости», которые рассматриваются как недооцененные рынком. Акции «стоимости» – это те бумаги, которые торгуются по относительно низким ценам относительно их фундаментальных показателей (включая дивиденды, прибыли и продажи). Акции «стоимости» в основном имеют крепкий «фундамент», но они могут не пользоваться популярностью на рынке и рассматриваться в качестве более дешевых аналогов своих конкурентов. Они могут иметь цены ниже исторических уровней или ассоциироваться с молодыми компаниями еще не получившими признания инвесторов. Также

бывает, что такие компании оказываются недооцененными под воздействием неблагоприятных новостей относительно их долгосрочных перспектив.

«Рост» и «стоимость» – это стили инвестирования в акции. Ни один из этих подходов не дает 100% гарантии успеха. Инвестиции в «рост» и «стоимость» имеют циклическую тенденцию, привязанную к взлетам и падениям всего фондового рынка. Понимание различий между этими стратегиями помогает решить, какая из них лучше подходит для достижения специфических инвестиционных целей. Лучше всего сочетать акции «стоимости» и «роста». Такая стратегия способствует лучшей диверсификации рисков.

К счастью для инвесторов в «стоимость» (термин «инвестирование в стоимость» ввел Бенджамин Грэхем), акции имеют тенденцию проходить через циклы переоцененности и недооцененности. Переоцененность возникает в результате того, что Алан Гринспен назвал «иррациональным оптимизмом» рынка. Недооцененность же – это результат последующего пессимизма, который самый знаменитый в мире инвестор в стоимость Уоррен Баффет описал следующим образом: «Наиболее частая причина низких цен – это пессимизм... порой повсеместно распространенный, порой относящийся к той или иной компании или индустрии. Мы хотим вести дела в подобной обстановке не потому, что нам нравится сам пессимизм, – нам нравятся цены, которые он обеспечивает. На самом деле враг рационального покупателя – это оптимизм» [38].

Классическим примером иррационального оптимизма можно назвать ситуацию в сегменте интернет-компаний в 1998–1999 гг. За ним последовал цикл пессимизма, в 2000 г. принявший форму краха в этом секторе. Иррациональный оптимизм подбросил акции интернет-компаний до таких высот, где они оказались чрезмерно переоценены (если судить по историческим нормам), а затем иррациональная подавленность отбросила их вниз на те уровни, где многие из них оказались недооцененными.

Есть и другие, более прозаические причины недооцененности акции. Таковой может быть просто циклическая природа конкретной отрасли или же превратности рыночной судьбы. Бывает и так, что падение цены акции вызвано каким-то специфическим фактором: к примеру, временной неудачей с продуктом, откатом на фоне необоснованных слухов или опасений, появлением сильного конкурента. Иногда экономика тянет рынок назад, как это случилось в период рецессии в конце 2001 г. Но какова бы ни была причина, инвестор в стоимость имеет возможность выбирать из множества недооцененных акций. Ключ в том, чтобы найти акции, которые уже недооценены и, вероятно, станут менее недооцененными.

1.2 Основные подходы к определению стоимости недооцененных финансовых активов

Для определения стоимости финансовых активов были разработаны два подхода: фундаментальный анализ и сравнительный анализ.

Фундаментальный анализ (от англ. *fundamental analysis*) – метод прогнозирования рыночной стоимости компании, основанный на анализе финансовых и производственных показателей её деятельности [38]. В узком смысле фундаментальный анализ – это анализ финансовой деятельности компании с целью выявления неправильно оцененных ценных бумаг. При таком анализе основное внимание уделяется доходам, прогнозам по дивидендам и будущим процентным ставкам, а также оценке риска компании.

Основы фундаментального анализа были определены в 1934 году в публикации «Анализ ценных бумаг» американских экономистов Бенджамина Грэхема и Дэвида Додда.

Основной целью фундаментального анализа является определение текущей рыночной стоимости ценных бумаг и последующий ее мониторинг для принятия соответствующих инвестиционных решений. Таким образом, объектом исследования в фундаментальном анализе являются цены акций

отдельных компаний. Внутренняя стоимость акции в большинстве случаев не совпадает с ее рыночной ценой, которая определяется на фондовом рынке. Поэтому одно из практических применений фундаментального анализа – выявив недооцененные (undervalued) компании, купить эти акции в надежде на то, что рынок оценит их по достоинству и цена на них вырастет. Сравнивая компании одной отрасли, можно выявить "неоцененные" и "переоцененные" бумаги.

В рамках фундаментального анализа производится углублённое изучение информации о текущем состоянии компании и перспективах её развития, материалов, которые компания публикует о себе, бухгалтерских отчётов о прибыли и убытках. По результатам анализа определяется состав инвестиционного портфеля. В него отбираются акции компаний, характеризующиеся устойчивыми финансово-экономическими показателями и имеющие высокий потенциал для дальнейшего развития. Также учитывается ряд макроэкономических показателей, таких как инфляция, процентная ставка Центрального Банка, уровень деловой активности. При этом аналитик-фундаменталист абстрагируется от поведения рыночных котировок акций. Поэтому фундаментальный анализ прекрасно дополняет технический анализ, базирующийся на изучении динамики рыночной цены и объёма торгов. Совместное применение обоих методов позволяет получить целостное представление о рыночной ситуации и наиболее точно предсказать направление изменения цен на акции.

Одной из важнейших задач, стоящих перед участником фондового рынка, является разделение всех компаний-эмитентов на две группы: "фундаментально сильные" и "фундаментально слабые". По каким критериям это можно сделать? Классический фундаментальный анализ не даёт точного ответа на этот вопрос. Каждый инвестор самостоятельно формирует список наиболее важных для него критериев, основываясь на собственных инвестиционных предпочтениях. Скажем, американский фонд IDEX Great Companies of America ориентирован на приобретение акции предприятий, основанных не менее 50 лет назад.

В первую очередь требуется выяснить, чем занимается данная компания, и какой вид деятельности приносит ей основной доход. В идеале инвестор должен хорошо разбираться во всех отраслях, представленных на фондовом рынке. Если же это не так, что лучше всего сосредоточиться на работе с бумагами из наиболее понятных видов бизнеса, избегая вложений в те отрасли, относительно которых отсутствует чёткое понимание их "внутренней кухни". По мнению великого инвестора Уоррена Баффета, финансовый успех на фондовом рынке прямо пропорционален мере понимания внутренних принципов работы компаний. «Инвестируйте в сфере своей компетенции, - говорит он. Важно не то, как широка эта сфера, а то, насколько точно вы определяете конкретные параметры». Из этого утверждения проистекает первый критерий: понятность бизнеса. Это наиболее субъективный критерий, но он играет важнейшую роль в выборе объектов для вложения средств. Инвестор может не обладать глубокими познаниями в сфере деятельности изучаемой компании, но тогда ему лучше уделить своё внимание другому эмитенту, которых на рынке, к счастью, есть большое множество. В действительности, едва ли покупка акций компаний, ведущих бизнес в малоизвестных сферах деятельности, принесёт прибыль. Неправильно слишком верить различным подсказкам, публикуемым в аналитических обзорах. Существует шанс, что, несмотря на безошибочные аналитические прогнозы и покупку акций стабильных компаний по хорошей цене, инвестор все равно может далее понести убытки, так как не сможет правильно реагировать на дальнейшие новости.

Фундаментальный анализ проводится на трех уровнях:

- 1) Анализ состояния экономики в целом.
- 2) Отраслевой анализ.
- 3) Анализ компаний.

На уровне состояния экономики фондового рынка в целом рассматривается влияние экономических и политических факторов на развитие фондового рынка. Фундаментальный анализ позволяет выяснить, насколько

общая ситуация благоприятная для инвестирования. Неустойчивость на макроэкономическом уровне имеет огромное значение, так как она может повлиять на ожидаемый доход и риск даже по хорошо сбалансированному портфелю.

Особенно важными показателями являются:

- 1) базовая процентная ставка в стране и ее изменение. Повышение ставки негативно сказывается на цене акций, а снижение, наоборот, поддерживает их рост. Объясняется это в основном большой степенью зависимости компаний от кредитов;
- 2) объем ВВП и ВНП. Рост этих показателей означает рост объемов производства компаний, что отражается на показателях фондового рынка;
- 3) цены на нефть. Особенно они важны для оценки компаний, так или иначе связанных с топливным сектором, например, автомобильных гигантов Ford General и Motors, авиакомпаний и др.;
- 4) политический строй, правящая партия. Приход власти демократов в США негативно отразился на состоянии американского фондового рынка. Поскольку считается, что демократы негативно относятся к крупным компаниям (акции которых торгуются на бирже), и склонны повышать налоговое бремя;
- 5) уровень экономической активности. Наиболее ярко его отражают индексы деловой активности ISM в сфере услуг и производства. Рост показателей характеризует подъем на фондовом рынке.

На этапе анализа отдельных сфер рынка ценных бумаг определяются наиболее перспективные отрасли. Динамику развития отраслей отражают отраслевые фондовые индексы. Самыми известными из них можно назвать DJIA (Dow Jones Industrial Average), отражающий динамику развития промышленного сектора, DJTA (Dow Jones Transportation Average) – транспортный сектор и DJUA (Dow Jones Utilities Average) – коммунальный сектор. Существует также целый ряд индексов NASDAQ: Nasdaq Financial-100 определяется на основе около ста акций финансовых компаний. Индексы

Nasdaq Industrial, Nasdaq Transportation, Nasdaq Bank, Nasdaq Telecommunications, Nasdaq Insurance, Nasdaq Computer, Nasdaq Other Finance, Nasdaq Biotechnology характеризуют курсовые колебания акций промышленных и транспортных компаний, банков, телекоммуникационных, страховых и компьютерных компаний, финансовых небанковских учреждений, компаний, работающих с биотехнологиями.

На российской фондовой бирже рассчитывается целый ряд отраслевых индексов. Именно эти индексы определяют состояние отраслей Российской экономики. Естественно, каждый отдельный индекс имеет свою базу расчета и периодичность публикации.

1) MICEX O&G. Взвешенный по рыночной капитализации индекс акций компаний, которые представляющих такие виды деятельности, как: сбыт и производство нефтепродуктов, добыча, разработка и продажа газа и нефти, геологоразведка, производство и сбыт нефтехимических продуктов. Пересчет данного индекса осуществляется в режиме реального времени, как только будет произведена любая сделка по акциям, входящим в базу расчета индекса. Публикация индекса производится каждые пять секунд. База расчета индекса пересматривается один раз в квартал. Базовое значение индекса 1000 — пунктов.

2) MICEX M&M. Индекс компаний, представляющих горнодобывающую и металлургическую отрасль. Основными видами деятельности данных компаний являются: производство и реализация черных, драгоценных и цветных металлов, добыча, обогащение, разведка и дальнейшая переработка полезных ископаемых и т. д. Так же, как и с индексом MICEX O&G, перерасчет его базы производится раз в квартал.

3) MICEXCGS. Представляет собой взвешенный по рыночной капитализации индекс наиболее ликвидных акций компаний потребительского сектора. Главные виды деятельности: производство и реализация продуктов питания, а также товаров повседневного использования. Базовое значение индекса 1000 — пунктов. Валюта расчета — российский рубль.

4) MICEX TLC. Взвешенный индекс телекоммуникационных компаний. В базу расчета входят такие крупнейшие компании, как МегаФон, МТС, Ростелеком. Виды деятельности компаний: доступ и работа в интернет, предоставление услуг кабельного телевидения и телефонной связи передача и обработка данных Пересмотр базы расчета — 1 раз в 3 месяца.

5) MICEX TRN. Индекс ликвидных акций компаний транспортного сектора. Виды деятельности: предоставление транспортных услуг. В базу расчета входят акции таких компаний как Аэрофлот, ТрансКонтейнер, ДВМП (FESCO), Трансаэро АК и др. Начальное значение индекса — 2500 индексных пунктов.

6) MICEX FNL. Взвешенный по рыночной капитализации индекс акций компаний, которые представляют финансово-банковскую отрасль. Основными видами деятельности таких компаний являются: предоставление услуг населению и юридическим лицам по расчетно-кассовому обслуживанию, кредитованию, вкладам, обслуживанию банковских карт, а также прочих банковских и финансовых услуг.

7) MICEX PWR. Индекс акций компаний энергетической отрасли. Главные виды деятельности компаний: производство, передача и сбыт электроэнергии и тепловой энергии. Базовое значение индекса 1000 — пунктов. Валюта расчета — российский рубль.

В ходе отраслевого анализа потенциальный инвестор выбирает отрасль, представляющую для него наибольший интерес. Выбрав отрасль, которая кажется наиболее привлекательной и перспективной, важно правильно определиться с самой компанией, акции которой выгоднее всего приобрести. Для этого необходимо проанализировать следующие показатели деятельности компаний:

- данные годовых и квартальных отчетов о деятельности компании - годовой отчет, основной документ, наиболее полно отражающий деятельность компании. Во внимание следует принимать не столько опубликованные прибыли, сколько динамику показателей и их сущность;

- материалы, которые компания публикует о себе;
- сведения, сообщаемые в публичных выступлениях руководства акционерного общества;
- запуск новой продукции;
- слияния и поглощения;
- увеличение/сокращение дивидендных выплат;
- наличие государственных заказов у компании;
- судебные разбирательства, в которых замешана компания;
- смена управляющего;
- наличие акций у высшего руководства.

Анализ компаний наиболее сложный и трудоёмкий. На этом этапе изучаются финансово-хозяйственное положение компании за несколько последних лет, как правило, 3-5 лет, эффективность управления компанией и прогнозируются перспективы её развития.

В учебнике «Инвестиции» Тепловой Т.В. [31] подробно рассказывается о сравнительном анализе. По словам Тепловой Т.В. сравнительный анализ позволяет инвестору найти недооцененные активы на рынке (компании, акции или другие ценные бумаги) через сопоставление качественных и количественных характеристик рассматриваемого инвестиционного объекта с формирующейся на рынке ценой по выборке схожих активов (по ожидаемому доходу, риску и горизонту инвестирования). Предпосылкой для проведения сравнительного анализа является выполнение «закона одной цены» (the law of one price), который утверждает, что два одинаковых актива не должны различаться по цене при хорошо функционирующем рынке и рациональном поведении инвесторов.

Главное достоинство сравнительного анализа по мнению Тепловой — возможность получения мгновенной оценки рассматриваемого актива. Так как показатель «справедливая рыночная стоимость» ориентирован на дисконтированные денежные выгоды, то результат сравнительной оценки актива часто обозначается терминами «вмененная оценка» или

«подразумеваемая стоимость». Подразумеваемая стоимость актива — оценка, полученная на базе ключевых параметров рассматриваемого актива и сопоставительных коэффициентов, полученных с рынка (по компаниям-аналогам, среднеотраслевым оценкам). Главная характеристика получаемой оценки актива — относительность. Аналитик получает относительно справедливую стоимость, может найти относительно переоцененные или недооцененные активы.

Недостаток сравнительного анализа по мнению Теплоевой — спорность нахождения на рынке подобных (аналогичных) компаний и активов. Только конкурентный рынок с большим числом котируемых активов позволяет корректно применить сравнительный анализ. Так как сравнительный подход очень упрощенно подходит к оценке компаний, то часто со стороны академических кругов звучит определение «быстрая и грязная оценка».

Теплова приводит два алгоритма применения сравнительного анализа:

1) расчет мультипликатора по анализируемой компании и сопоставление его с «нормативным значением мультипликатора», который рассчитывается либо по аналогу (группе аналогов), либо как среднеотраслевое значение мультипликатора, либо иным методом. Если мультипликатор по анализируемой компании (акции) превышает «нормальное» значение, то инвестиционный объект рассматривается как относительно переоцененный и не представляющий инвестиционного интереса. Если расчетный мультипликатор по анализируемой компании меньше, чем «нормальное» значение, то компания (как и её актив) трактуется как недооцененная, т.е. имеющая инвестиционную привлекательность;

2) расчет по «нормальному» значению мультипликатора справедливой вмененной стоимости анализируемой компании. В этом случае «нормальное» значение мультипликатора (полученное с помощью информации по компаниям-аналогам, возможно, с рядом корректировок) умножается на ключевой параметр, характеризующий конкурентные преимущества компании и выгоды инвестора (это могут быть прибыль, выручка, запасы природных

ресурсов, имеющиеся активы по балансовой оценке и т.п.). Далее вмененная оценка сопоставляется с биржевой ценой на рынке (или ценами сделок). Если вмененная оценка оказывается выше наблюдаемой рыночной, то цена трактуется как заниженная, а актив — как недооцененный [31].

Таким образом, при поиске недооцененных финансовых активов инвестор может выбирать подход к оценке стоимости таковых. Однако, можно сказать, что лучшим вариантом решения будет использование двух этих подходов одновременно.

1.3 Инвестиционная привлекательность отраслей экономики и ее оценка

Конечно, инвестор может искать выгодные для вложения финансовые активы хаотично, вразброс, не придерживаясь какой-то конкретной схемы. Однако лучшим вариантом будет сочетание определения инвестиционной привлекательности отрасли с последующим отбором в ней недооцененных финансовых активов.

В общем смысле инвестиционная привлекательность отрасли – это совокупность критериев, побуждающих инвестора относиться с предпочтением к вложению капитала в определенную отрасль экономики.

Основная цель изучения инвестиционной привлекательности отраслей экономики состоит в обеспечении диверсификации их деятельности, особенно в сфере реального инвестирования. Для инвестора, принимающего инвестиционное решение, важно определить, в какой отрасли с наибольшей эффективностью может быть осуществлен конкретный инвестиционный проект, какие направления инвестиций будут иметь наилучшие перспективы и обеспечат высокий доход на вложенный капитал.

Инвестиционная привлекательность отрасли - интегральная характеристика отдельных отраслей экономики с позиции эффективности инвестирования в них.

При оценке и прогнозировании инвестиционной привлекательности отраслей экономики важно учитывать роль отдельных отраслей в экономике страны, перспективность и эффективность их развития, степень государственной поддержки этого развития, уровень инвестиционных рисков, характерных для различных отраслей, и другие синтетические (обобщающие) показатели. Каждый из синтетических показателей оценивается по совокупности входящих в него аналитических составляющих, расчет которых основан на статистических данных и прогнозных оценках.

Изучением вопросов инвестиционной привлекательности занимались как отечественные, так и зарубежные авторы, однако в экономической литературе нет единого подхода к определению данного термина, что обусловлено его многоаспектностью. Помимо этого, не существует и конкретной методики определения инвестиционной привлекательности отрасли. Так, по мнению Л.С. Валинуровой и О.Б. Казаковой, под этим термином понимается совокупность объективных признаков, свойств, средств и возможностей, обуславливающих потенциальный платежеспособный спрос на инвестиции [4].

Валинорова и Казакова считают, что «хотя непосредственным объектом инвестирования является конкретный хозяйствующий субъект, инвестиционная привлекательность должна определяться на всех уровнях среды, которые его окружает, и от которой зависят предпринимательские риски» [4]. Таким образом, изучение инвестиционной привлекательности какого-либо хозяйствующего субъекта проводится по следующим параметрам:

- 1) Инвестиционная привлекательность страны;
- 2) Инвестиционная привлекательность региона;
- 3) Инвестиционная привлекательность отрасли;
- 4) Инвестиционная привлекательность хозяйствующего субъекта (компании).

Так как нам интересны российские компании, ценные бумаги которых свободно обращаются на всероссийском фондовом рынке, то первыми двумя параметрами, в целом, можно пренебречь.

В своей работе Валинорова и Казакова строят анализ инвестиционной привлекательности отраслей экономики, основываясь на динамике объема накопленных в них инвестиций и темпа их прироста. Примечательно, что они разделяют инвесторов на российских и зарубежных, анализируя динамику вышеназванных показателей для каждой из двух групп инвесторов. Таким образом, на основе анализа выделяются 4 группы отраслей:

- 1) Отрасли, характеризующиеся растущим притоком инвестиций (темп прироста положительный);
- 2) Отрасли со стабильным потоком инвестиций (темп прироста равен 0);
- 3) Отрасли, характеризующиеся нестабильным притоком инвестиций (нет четкой динамики темпа прироста, существуют как приток, так и отток инвестиций);
- 4) Отрасли, характеризующиеся оттоком инвестиций (темп прироста отрицательный).

Соответственно, наиболее привлекательными являются отрасли, оказавшиеся в первой группе. В целом, можно сказать, что отрасли второй группы тоже являются привлекательными. Отрасли третьей группы являются высокорисковыми. Отрасли четвертой группы являются непривлекательными для инвесторов.

Недостаток этой формы анализа состоит в том, что уделено внимание только объему инвестиций отраслей и их соответствующая некая сложившаяся «популярность» среди них, однако она не дает представления о доходности отрасли и затруднительна для использования в разрезе поиска недооцененных компаний в этих отраслях.

Существуют иные точки зрения, в том числе Э.И. Крылова и др., которые под инвестиционной привлекательностью понимают оценку эффективности использования собственного и заемного капитала, анализ платежеспособности и ликвидности (аналогичное определение — структура собственного и заемного капитала и его размещение между различными видами имущества, а также эффективность их использования) [14].

У Шарпа У.Ф. [38] инвестиционная среда (инвестиционный климат) сводится к такому определению, которое характеризуется только типами бумаг, обращающихся на рынке, а так же условиями их приобретения и продажи.

Инвестиционная среда (инвестиционный климат) – это:

- ценные бумаги;
- фондовые рынки;
- финансовые посредники.

В этом случае оценка инвестиционной привлекательности ограничивается рынком ценных бумаг и не учитывает других возможностей инвестора. Поэтому использование такого подхода целесообразно только при операциях с ценными бумагами.

Достаточно известной и признанной методикой оценки инвестиционной привлекательности отраслей экономики является методика, предложенная в работе М.И. Самаргородской [29]. Согласно этой методике анализ инвестиционной привлекательности отраслей проводится на основе системы показателей, в наибольшей степени оказывающих влияние на формирование инвестиционной привлекательности конкретных отраслей экономики страны.

Показатели, по которым проводится оценка инвестиционной привлекательности отраслей, разделяются на три группы и основываются на статистических данных и экспертной оценке:

1) Уровень перспективности развития отрасли оценивается на основе следующих основных показателей и характеристик:

— значимость отрасли в экономике страны (фактический и прогнозируемый удельный вес продукции отрасли в ВВП страны);

— устойчивость отрасли к экономическому спаду (определяется на основе анализа соотношения динамики объема производства продукции в отрасли и динамики ВВП);

— социальная значимость отрасли (численность занятых и их удельный вес в общей численности занятого населения страны);

— обеспеченность развития отрасли собственными финансовыми ресурсами (объем и удельный вес капитальных вложений за счет собственных средств предприятий отрасли и др.);

— степень государственной поддержки развития отрасли (объем государственных капитальных вложений в отрасль, объем льготного бюджетного кредитования, система налоговых льгот и др.);

— стадия жизненного цикла отрасли.

2) Уровень среднеотраслевой рентабельности деятельности предприятий отрасли оценивается на основе следующих коэффициентов:

— коэффициент рентабельности активов;

— коэффициент рентабельности собственного капитала;

— коэффициент рентабельности реализации продукции;

— коэффициент рентабельности текущих затрат.

3) Уровень отраслевых инвестиционных рисков:

— коэффициент вариации среднеотраслевого показателя рентабельности собственного капитала;

— коэффициент вариации показателей рентабельности в разрезе отдельных предприятий отрасли;

— уровень конкуренции в отрасли (число предприятий, функционирующих в данной отрасли; число предприятий, занимающих монопольное положение на рынке);

— уровень инфляционной устойчивости цен на продукцию отрасли (соотношение показателей динамики уровня цен на продукцию отрасли с динамикой индекса оптовых цен в целом по стране или индекса инфляции);

— уровень социальной напряженности в отрасли (соотношение среднего уровня заработной платы работников отрасли с реальным уровнем прожиточного минимума в стране).

На основе оценки трех перечисленных элементов и их ранговой значимости в общей характеристике инвестиционной привлекательности

рассчитываются интегральные показатели уровня инвестиционной привлекательности отдельных отраслей экономики.

На первом этапе рассчитывается ранговая значимость отрасли по каждому элементу ее оценки. Она определяется как ее средняя ранговая значимость по всем входящим в данный элемент аналитическим показателям.

На втором этапе на основе показателя ранговой значимости отрасли по каждому элементу рассчитывается интегральный ранговый показатель оценки ее инвестиционной привлекательности.

Методикой оценки установлена значимость каждого синтетического показателя в процессе разработки интегрированного показателя:

- а) уровень среднеотраслевой рентабельности деятельности предприятий отрасли — 65%;
- б) уровень перспективности развития отрасли — 20%;
- в) уровень отраслевых инвестиционных рисков — 15% .

Поскольку отдельные синтетические показатели играют разную роль в принятии инвестиционных решений, интегральный показатель оценки рассчитывается путем суммирования произведений рангового значения каждого синтетического показателя на его значимость (в процентах) в принятии инвестиционных решений.

По значениям рассчитанного интегрального показателя может быть проведено ранжирование и определено место отрасли или региона в экономике в зависимости от уровня инвестиционной привлекательности.

Свод характеристик экономико-финансового положения отраслей осуществляется расчетом для каждой отрасли интегрального показателя Z , который учитывает значение каждого из коэффициентов, входящих в группы, а также их значимость (вес). Факторная модель выглядит следующим образом:

$$Z = a_1 K_1 + a_2 K_2 + \dots + a_n K_n, \quad (1)$$

где Z – интегральный показатель инвестиционной привлекательности;

K_1, \dots, K_n – значения соответствующих коэффициентов;

a_1, \dots, a_n – веса этих коэффициентов.

На основе полученных количественных значений интегрального показателя все отрасли экономики классифицируются по четырем группам:

- приоритетные отрасли по уровню инвестиционной привлекательности;
- отрасли с высоким уровнем инвестиционной привлекательности;
- отрасли со средним уровнем инвестиционной привлекательности;
- отрасли с низким уровнем инвестиционной привлекательности.

Так как показатели, характеризующие экономическое развитие отраслей, весьма динамичны, результаты оценок необходимо периодически пересматривать.

Подход к определению инвестиционной привлекательности предложенный М.И. Самгородской в большей степени отражает ее направленность на выработку инвестиционной политики предприятия и позволяет ее рассматривать как одни из факторов принятия инвестиционного решения. Одним из основных этапов ее разработки, определяющим наиболее эффективные пути использования капитала в процессе инвестирования, является этап определения отдельных направлений инвестиционной деятельности. При этом оцениваются объект инвестирования и основные факторы, влияющие на него. С этой точки зрения, инвестиционная привлекательность является обобщающей характеристикой преимуществ и недостатков инвестирования отдельных направлений и объектов с позиций конкретного инвестора.

Анализируя определение, предлагаемое Н. В. Игошиным [30], следует выделить две основные составляющие инвестиционной привлекательности: во-первых, инвестиционная привлекательность является обобщающей характеристикой инвестиционных качеств конкретного объекта, во-вторых, оценивается конкретным инвестором.

Фактически процесс оценки инвестиционной привлекательности сводится к субъективной оценке конкретного объекта инвестирования тем или иным

инвестором. В зависимости от того, какие качества объекта инвестирования интересуют инвестора, будет оцениваться инвестиционная привлекательность. При данном подходе структурировать процесс оценки инвестиционной привлекательности маловероятно.

Приведенная методика оценки и прогнозирования инвестиционной привлекательности отраслей экономики использует достаточно обширную систему показателей, влияющих на формирование инвестиционной привлекательности в конкретной отрасли.

Но, в составе синтетического показателя инвестиционных рисков характерных для отрасли не нашли свое отражения ряд факторов, которые в настоящее время достаточно сильно воздействуют на инвестиционную привлекательность отрасли. К числу таковых может быть отнесен фактор экологической напряженности в отрасли. Вопросы экологии в промышленном производстве стоят настолько остро в нашей стране, что отсутствие внимания к ним со стороны инвесторов просто не представляется возможным, особенно если это иностранный инвестор. По-нашему мнению, необходимо включить в число инвестиционных рисков – экологический риск. В данной методике спорным представляется использование ранговых оценок для сопоставления уровней инвестиционной значимости отраслей. Большинство ранговых значений аналитических показателей в данной методике присваивается на основе весовых коэффициентов установленных экспертным путем, что не является достаточной гарантией точности исследования. Данная оценка инвестиционной привлекательности является достаточно субъективной. Действительно, ранговое место (по сумме мест) определяет лишь ранжирование объектов исследования по критерию «лучше, хуже, еще хуже» и т. д.. Здесь не видно, на сколько одна отрасль привлекательнее, предпочтительнее другой, т.к. не выявляются уровни привлекательности между отраслями, занимающими последовательные порядковые номера. Различие может быть и весьма большим, и незначительным, но ранговое место этого не показывает. Таким

образом, степень познания объекта исследования в этом случае оказывается довольно низкой.

В данном подходе можно выделить следующие недостатки и преимущества.

Преимущества:

- относительная простота в оценке;
- минимальный набор факторов, влияющих на принятие решения;
- относительно быстрое принятие решения при наличии большого объема информации по однородным объектам инвестирования;
- оценка практически любого объекта инвестирования.

Недостатки:

- высокая вероятность неточности оценки;
- невозможность сопоставления результатов анализа;
- индивидуальный подход к оценке объектов инвестирования, что возможно увеличивает затраты на проведение анализа реальных инвестиционных проектов (как временные, так и стоимостные).

Следует отметить, что при индивидуальной оценке каждого объекта инвестирования обобщающая характеристика инвестиционных качеств будет строго субъективной. Сопоставление результатов анализа происходит индивидуально каждым инвестором, в результате чего выявить определенные параметры, критерии оценки инвестиционной привлекательности, а тем более факторы, на нее влияющие, довольно сложно.

При этом следует отметить, что внешние факторы, воздействующие на объект инвестирования, составляют инвестиционный климат, однако в перечень факторов включается только правовые условия инвестиционной деятельности в целом и в разрезе отдельных форм инвестирования. Внешними факторами по отношению к объекту инвестирования, влияющими на принятие решения, являются не только правовые, но и экономические, и финансовые условия функционирования.

Другой методикой оценки и прогнозирования инвестиционной привлекательности отраслей экономики является методика, предложенная специалистами Совета по изучению производительных сил РФ [26]. По предложенной методике оценивается текущая и перспективная инвестиционная привлекательность отраслей. Текущая инвестиционная привлекательность рассматривается в качестве независимой переменной, определяющей величину зависимой переменной – уровня текущей инвестиционной активности в отрасли, что позволяет авторам методики использовать некий объективный критерий для оценки правомерности выбранной совокупности частных факториальных признаков и методики свода их числовых характеристик, а именно – высокая степень корреляции между текущей инвестиционной привлекательностью и текущей инвестиционной активностью отраслей промышленности. Этот факт, по мнению авторов, может являться доказательством обоснованности применяемого ими метода. Инвестиционно-значимые факторы в отраслевом разрезе могут быть сгруппированы следующим образом.

1) Отношения собственности и монополизм в отрасли:

1.1 доля новых видов собственности в отрасли (доля частной и смешанной с иностранным участием собственности в общем объеме продукции отрасли);

1.2 уровень монополизации производства.

2) Спрос на продукцию отрасли:

2.1 темпы изменения объема выпуска продукции за последние годы;

2.2 уровень экспортоориентированности отрасли;

2.3 обеспеченность производства портфелем заказов.

3) Финансовое состояние отрасли:

3.1 рентабельность продукции отрасли;

3.2 рентабельность активов предприятий отрасли;

3.3 доля прибыльных предприятий отрасли за последние годы;

3.4 индекс фондовой активности отрасли по объемам рыночной капитализации предприятий отраслей;

3.5 уровень самофинансирования предприятий отрасли (доля собственных средств предприятий а финансировании пополнения своих активов).

4) Воздействие предприятий отрасли на природную среду:

4.1 относительный уровень объема выброса вредных веществ в атмосферный воздух;

4.2 относительный уровень сброса загрязненных сточных вод в поверхностные водоемы.

5) Социально-политический климат на предприятиях отрасли:

5.1 уровень инвестиционной некоммерческой безопасности в регионах преимущественного сосредоточения соответствующей отрасли;

5.1.1 дифференциация доходов населения в регионе;

5.1.2 уровень преступности в регионе;

5.1.3 уровень безработицы в регионе;

5.1.4 уровень благоприятствования регионального законодательства для инвестиций в основной капитал;

5.1.5 уровень политической стабильности в регионе;

5.1.6 отношение местной администрации к рыночным нововведениям;

5.1.7 отношение населения к курсу реформ;

5.1.8 уровень экологической безопасности и комфортности климата в регионе.

Опираясь на факторы, формирующие инвестиционную привлекательность отрасли, производится ранжирование отраслей по интегральному уровню инвестиционной привлекательности.

Свод факториальных показателей в единый интегральный показатель осуществляется по методу многомерной средней. В результате этого метода определяются интегральные уровни инвестиционной привлекательности в виде коэффициентов, соотнесенных со среднепромышленным и среднероссийским

уровнем инвестиционной привлекательности (принятым за 1,0 или 100 %) для отраслей. Этот метод является общим для определения текущей и перспективной инвестиционной привлекательности. Для текущего уровня показатели принимаются с одинаковым весовым баллом, равным 1,0, так как при исследовании текущего уровня инвестиционной привлекательности невозможно определить, во сколько раз показатель уровня монополизации сильнее влияет на интегральную инвестиционную привлекательность, нежели, например, относительный показатель уровня выброса вредных веществ в атмосферу. Для соблюдения методического единства авторы предлагают определять текущую инвестиционную активность отрасли по типу многомерной средней.

Отмечу, что основным недостатком данной методики, на наш взгляд, является сравнение со средними по промышленности показателями. Это приводит к уменьшению сферы применения этой методики, так как в некоторых отраслях такое сравнение провести невозможно.

В.П. Таров и др. выделяют пять блоков показателей, необходимых для оценки инвестиционной привлекательности отраслей [30]:

1) Показатели динамики развития отрасли (%):

- темп роста/падения уровня производства,
- темп роста физического объема,
- отношение индекса физического объема отрасли к индексу по всем

отраслям РФ в целом.

2) Показатели эффективности:

- коэффициент рентабельности всего капитала,
- коэффициент рентабельности продаж,
- коэффициент рентабельности собственного капитала.

3) Показатели финансового состояния (характеризуют степень защищенности интересов инвесторов и кредиторов):

- коэффициент финансового рычага (левериджа),

- коэффициент обеспеченности предприятий собственными средствами, выраженный в %,

- коэффициент текущей ликвидности,

- коэффициент восстановления платежеспособности (%).

4) Показатели деловой активности (оборачиваемости) и технико-экономического состояния отраслей:

- износ ОПФ (%),

- коэффициент ввода в действие ОПФ на 1 рубль инвестиций в основной капитал,

- коэффициент оборачиваемости запасов,

- общий коэффициент оборачиваемости капитала,

- фондоотдача основных фондов на 1 тысячу рублей,

- соотношение темпов роста производительности труда и заработной платы.

5) Характеристика институциональной среды:

- отношение кредиторской задолженности к дебиторской (%),

- коэффициент отношения выручки от реализации к просроченной дебиторской задолженности и авансам,

- коэффициент выручки от реализации к просроченной кредиторской задолженности,

- доля просроченной кредиторской задолженности в общей сумме задолженности (%),

- доля просроченной дебиторской задолженности (%).

П.А. Авдюкова в своей работе "Совершенствование методики оценки качества объектов инвестирования коммерческого банка на рынке ценных бумаг" предлагает иной подход к отбору инвестиционно-привлекательных отраслей, акцентируя внимание именно на недооцененных компаниях в этих отраслях, говоря о том, что именно отрасли с такими компаниями должны привлекать инвестора. Данный подход основывается на расчете среднеотраслевых показателей мультипликаторов «Текущая рыночная цена

акции / Прибыль на акцию» (P/E) и «Рыночная капитализация / Объем реализации продукции» (P/S), о способе расчета которых и применении будет подробно рассказано в параграфе 2.1 данной работы. Ранжирование по первому показателю идет от меньшего к большему и отраслями с недооцененными компаниями являются те, где значение его меньше всего. Отбор с помощью второго показателя основывается на положении, что значение $P/S < 1$ показывает недооцененные компании, таким же образом отбираются и отрасли. Комбинирование использования обоих показателей позволяет наиболее точно отобрать наиболее привлекательные для инвестирования отрасли, находя их на пересечении обеих процедур отбора. Выборка, по которой происходят все расчеты, строится из компаний, акции которых свободно обращаются на фондовом рынке.

Еще один подход представлен в статье Е.А. Шнюковой и А.П. Фант [3[9]. Он также предполагает составление выборки из компаний, чьи ценные бумаги свободно обращаются на рынке. После составления подобной выборки и группировки компаний по отраслям (в каждой отрасли далее выделяется 3-4 самых крупных компании) происходит ранжирование их по доле в общей сумме компаний. Таким образом, та отрасль, в которой находится больше всего компаний, лидирует. Далее для этих отраслей считаются среднеотраслевые значения мультипликатора «Рыночная капитализация / Объем реализации продукции» (P/S) и рассчитывается процент отклонений в выборке фактических значений от среднего. После этого отбираются отрасли, в которых $P/S < 1$, так как здесь также идет речь о поиске недооцененных финансовых активов.

В данной работе будет использоваться методика, предложенная П.А. Авдюковой.

2 Методика оценки недооцененных финансовых активов

2.1 Мультипликаторы оценки недооцененных финансовых активов

В помощь инвестору в поиске недооцененных финансовых активов существует множество различных мультипликаторов, позволяющих проводить всесторонний анализ компании и её деятельности.

Мультипликатор «Цена / Чистая прибыль» (Price/Net Income или Price/Earnings Ratio, P/E) является наиболее распространенным и часто используемым показателем при оценке инвестиционной привлекательности компании. Данный мультипликатор позволяет напрямую оценивать стоимость собственного капитала. Мультипликатор P/E показывает, сколько средств готов заплатить заинтересованный инвестор за получаемую компанией прибыль. По словам Тепловой Т.В., он «показывает срок окупаемости инвестированных в компанию денег и определяется как величина, обратная ставке дисконтирования» [31].

В качестве базы для расчёта мультипликатора можно использовать не только сумму прибыли, полученную в последний год перед датой оценки. Аналитик имеет возможность использовать среднегодовую величину прибыли, исчисленную за последние пять лет. Оценочный период может быть изменен в зависимости от имеющейся информации и наличия ситуаций «из ряда вон», искажающих основную тенденцию в динамике прибыли.

Данный мультипликатор наиболее успешным образом можно применять в большинстве прибыльных компаний со стабильной структурой капитала, которая совместима с отобранными компаниями-аналогами.

Рассчитывается P/E делением рыночной капитализации на чистую прибыль или делением цены одной акции (P) на прибыль на акцию (Earnings Per Share, EPS) (или делением рыночной капитализации на чистую прибыль):

$$\frac{P}{E} = \frac{P}{EPS} \quad (2)$$

Для расчета коэффициента P/E в данном случае используется не просто прибыль, а прибыль на акцию за 12 месяцев, причем, не только прошедших, но и будущих. В связи с этим различают два вида EPS и, соответственно, P/E:

- 1) Скользящий P/E (Trailing P/E) — основывается на прошлых фактических показателях прибыли.
- 2) Прогнозный/Форвардный P/E (Forward P/E, Projected P/E) — основывается на ожидаемых аналитиками прогнозах по прибыли.

Сравнение скользящего и форвардного P/E дает инвестору представление о перспективах компании. Снижение последнего говорит о том, что рынок ждет от компании роста (однако нет никаких гарантий, что эти прогнозы оправдаются). В свою очередь величина, обратная коэффициенту P/E, часто используется как индикатор доходности.

Главное преимущество мультипликатора P/E состоит в том, что он быстро реагирует на изменения рынка и представляет собой простой способ для сравнения компаний. При этом, сравниваемые компании могут не совпадать по размеру, объему выручки или величине активов. Однако при его использовании есть ряд ограничений, о которых инвестору следует знать:

- 1) P/E «работает» в рамках одной отрасли, то есть не применим для сравнения компаний различной отраслевой и страновой принадлежности.
- 2) P/E не всегда можно рассчитать, например, если компания имеет убытки.
- 3) В связи с тем, что чистая прибыль подвержена большим случайным колебаниям, чем, например, операционная прибыль EBIT, это вносит погрешность в оценку P/E. Что особенно верно для циклических компаний. На дне делового цикла прибыль у них ниже всего, а P/E — выше, и наоборот. Такая зависимость называется эффектом Молодовского, по имени американского ученого, зафиксировавшего данный факт.

4) Из-за того, что проценты по долгу входят в себестоимость и влияют на размер чистой прибыли, мультипликатор P/E игнорирует различия между компаниями с высокой и низкой долей долга в структуре капитала.

Оценивать значение P/E необходимо всегда относительно отрасли, то есть сравнивать его со средним P/E индустрии. Однако значение $P/E > 20$ с большой долей вероятности говорит о том, что компания переоценена. Значение P/E в районе 12-15 может указывать на справедливость оценки. Малые значения коэффициента сигнализируют о недооценённой компании, большие — о переоценённых акциях.

Дополнительно для проверки оценки следует соотнести величину P/E компании с темпом роста ее чистой прибыли. Так, по Питеру Линчу [38], P/E и темп роста прибыли должны совпадать. Если P/E в 2 раза меньше темпа роста прибыли, то это значит, что у акции есть потенциал роста. При этом с низким значением P/E инвестору следует быть осторожным. Особенно, при анализе циклических компаний. Низкое значение P/E циклической компании часто предупреждает о том, что она находится на завершающей стадии своего роста и далее последует спад.

Кроме этого при оценке мультипликатора P/E следует всегда помнить о том, что он базируется на показателях отчета о прибыли и убытках и учитывает «бумажную» прибыль, а не «реальные» денежные потоки, представляющие основной интерес для инвестора.

Мультипликатор «Цена / Денежный поток» предпочтителен при оценке фондоемких предприятий, с большим объемом внеоборотных активов, убыточных, проблемных предприятий с небольшой величиной прибыли. Мультипликатор P/CF в отличие от P/E и P/S оценивает состояние компании не по прибыли и выручке, а по генерируемому свободному денежному потоку. Денежный поток (Cash Flow) определяется денежными средствами, остающимися у компании после оплаты всех расходов.

Низкий P/CF означает, что у компании здоровый бизнес и у нее остается достаточный объем средств, которые она может пустить, в том числе и на свое

развитие. Но стоит опасаться слишком низкого значения коэффициента. Если компания, накапливая наличность, не инвестирует средства в развитие бизнеса, у неё может быть недостаток капиталовложений и огромная потребность в таковых.

Высокое значение коэффициента указывает на дефицит финансового потока. Это может объясняться ухудшением текущей операционной деятельности. Или, с другой стороны, слишком обширной инвестиционной программой.

Информационной базой для расчета мультипликатора «Цена/Денежный поток» служит величина денежного потока на основе показателя любого вида прибыли и суммы начисленной амортизации. Таким образом, существует несколько вариантов мультипликатора цена/денежный поток: по валовой, балансовой, чистой прибыли и амортизации.

На основе чистой прибыли лучше оценивать крупные предприятия, находящиеся в сходных налоговых условиях. На основе прибыли до уплаты налогов - индивидуальный бизнес и малые компании, поскольку в этом случае устраняется влияние различий в налогообложении.

Мультипликатор P/CF рассчитывается по формуле:

$$\frac{P}{CF} = \frac{\text{Price}}{\text{Cash Flow}}, \quad (3)$$

где Price – рыночная капитализация компании (или цена акции);

Cash Flow – свободный денежный поток.

Как применять данный мультипликатор:

- 1) Смотреть изменение коэффициента во времени;
- 2) Сравнить со среднеотраслевым значением в долгосрочном периоде.

Преимущества P/CF:

- 1) Является более значимым и информативным, чем P/E;
- 2) В отличие от P/E, его значением трудней манипулировать.

Недостаток P/CF состоит в том, что данный мультипликатор не учитывает амортизацию, изменение дебиторской и кредиторской задолженности, а также изменение запасов;

Особенности применения P/CF:

- $P/CF < 20$ условно считается нормой;

- $P/CF < 15$ говорит о том, что у компании остаются деньги, которые она может направить на развитие бизнеса, сокращение задолженности, выплату дивидендов или обратный выкуп акций.

Мультипликатор «Цена / Выручка» (P/S), при помощи которого оценивают компанию по продажам, является одним из самых распространенных. Согласно финансовой теории, более корректным считается мультипликатор «стоимость бизнеса/выручка» (EV/S) — поскольку выручка компании служит источником доходов как для акционеров, так и для кредиторов, а также источником уплаты налогов, — но на практике более широкое распространение получил все-таки мультипликатор P/S, что объясняется его простотой.

Данный мультипликатор применяется для сравнительной оценки инвестиционной привлекательности акционерных компаний. Широкое распространение данного коэффициента обусловлено следующими факторами:

- 1) Простота расчета. Выручка - это как раз тот финансовый показатель, по которому легче всего найти информацию.
- 2) Волатильность выручки намного ниже волатильности чистой прибыли компании.
- 3) Оценивание состояния компании по выручке более прозрачно.
- 4) Мультипликатор может быть определен практически всегда (исключение составляют компании на начальной стадии развития).

Но у данного мультипликатора есть и недостаток. Показатель не учитывает разницы в эффективности операций сравниваемых компаний. Предприятия с одинаковыми продажами могут иметь совершенно разную прибыльность, следовательно, они будут стоить по-разному.

Можно сделать оценку, что компания с невысоким P/S действительно недооценена рынком только в том случае, если, как минимум, ее маржа чистой прибыли не ниже среднеотраслевой [34].

Мультипликатор P/S рассчитывается по формуле:

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{Price}}{\text{Sales}}, \quad (4)$$

где Price – рыночная капитализация компании (или цена акции);

Sales – валовая выручка.

Мультипликатор «Стоимость бизнеса / Объем продаж» (EV/S), как и мультипликатор P/S, основывается на выручке предприятия, и потому имеет тот же недостаток: не принимает во внимание рентабельность компании.

В свою очередь, стоимость бизнеса определяется следующим образом:

Стоимость предприятия = Стоимость всех обыкновенных акций предприятия (рассчитанная по рыночной стоимости) + стоимость долговых обязательств (рассчитанная по рыночной стоимости) + стоимость доли меньшинства (рассчитанная по рыночной стоимости) + стоимость всех привилегированных акций предприятия (рассчитанная по рыночной стоимости) – стоимость инвестиций в ассоциированные компании – денежные средства и их эквиваленты. (5)

Мультипликатор EV/S рассчитывается по формуле:

$$\frac{EV}{S} = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Sales}}, \quad (6)$$

где Enterprise Value – стоимость бизнеса.

Мультипликатор «Цена / Балансовая стоимость» (P/B) отражает стоимость активов компании, сформированных за счет собственных средств, в расчете на одну акцию и в качестве финансовой базы использует балансовую стоимость либо всех, либо чистых активов аналогичных компаний на дату оценки или на последнюю отчетную дату. Данный мультипликатор относится к так называемым моментным показателям, поскольку используется информация о состоянии на конкретную дату, а не за определенный отрезок времени.

Оптимальная сфера применения данного мультипликатора — оценка холдинговых компаний, либо оценка в случае необходимости срочной продажи крупного пакета акций, входящего в состав портфеля ценных бумаг оцениваемой компании.

Финансовой базой для расчета является либо величина чистых активов, либо полная стоимость активов оцениваемой компании и компаний-аналогов. Причем, за основу можно брать как информацию официальных балансовых отчетов компаний, так и скорректированную величину, полученную оценщиком расчетным путем.

Мультипликатор P/B рассчитывается по формуле:

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Price}}{\text{Balance Value}} = \frac{P/E}{BV/E} = \frac{E/BV}{E/P} = \frac{ROE}{r}, \quad (7)$$

где P – капитализация компании;

BV – балансовая стоимость;

E – чистая прибыль компании;

ROE – рентабельность собственного капитала;

r – требуемая доходность (рыночная ставка).

Фактически, коэффициент P/BV (P/B) – это соотношение рентабельности собственного капитала (ROE) к требуемой доходности.

Если коэффициент $P/B < 1$ – это говорит о хорошем соотношении рыночной капитализации компании к её балансовой стоимости. Другими словами акция, у которой $P/B < 1$ – недооценена рынком.

Мультипликатор «Цена / Дивиденды» (P/DIV) – это соотношение между ценой акции и дивидендными выплатами либо реальными, либо потенциально возможными. Он может рассчитываться как на базе фактически выплаченных дивидендов, так и на основе потенциальных дивидендных выплат. Под потенциальными дивидендами понимаются типичные дивидендные выплаты, рассчитанные по группе сходных предприятий на основе сравнения их фактических дивидендных выплат и чистой прибыли. Возможность применения того или иного мультипликатора данной группы зависит от целей оценки.

Данный мультипликатор на практике используется достаточно редко, несмотря на доступность необходимой для расчёта информации. Это связано с тем, что порядок выплаты дохода инвесторам в открытых и закрытых компаниях существенно различается. В закрытых обществах собственники могут получать денежную выгоду в виде различных выплат, снижения арендной платы и т. д. Данный мультипликатор целесообразно использовать, если дивиденды выплачиваются достаточно стабильно как в аналогах, так и в оцениваемой компании, либо способность компании платить дивиденды может быть обоснованно спрогнозирована. Он рассчитывается по формуле:

$$\frac{P}{DIV} = \frac{\text{Price}}{\text{Dividends}}, \quad (8)$$

где P (Price) – капитализация компании;

DIV (Dividends) – фактически выплаченные или возможные дивиденды.

В случае недооцененности компании данный мультипликатор будет иметь низкие значения, так как стоимость акций таких компаний невелика, но она имеет возможность стабильно выплачивать дивиденды.

Мультипликатор EV/EBITDA представляет собой отношение стоимости компании (Enterprise Value, EV) к полученной ею прибыли до уплаты налогов EBITDA. По своей сути он близок к показателю P/E, так как используется инвесторами для оценки того, за сколько лет окупятся их инвестиции. Рассчитывается как:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Стоимость компании}}{\text{Прибыль до вычета налогов, \% и амортизации}}, \quad (9)$$

Преимущество EV/EBITDA заключается в том, что в отличие от коэффициента «Цена/Прибыль» (P/E), он не подвержен влиянию изменений в структуре капитала компании. Так, если компания выпускает дополнительные акции, то это уменьшает прибыль на акцию (EPS), увеличивает ее P/E и заставляет компанию выглядеть дороже. Тогда как значение EV/EBITDA остается неизменным.

Приведем цитату из учебника «Инвестиции» Тепловой Т.В.:

«Преимущества мультипликатора EV/EBITDA:

- 1) возможность сравнения компаний с разным финансовым рычагом (уровнем использования заемного капитала);
- 2) возможность сравнения компаний с разным уровнем амортизационных начислений (из-за различий в бухгалтерском учете или в сроке жизни активов);
- 3) применимость для убыточных компаний.

Ограничения для ранжирования компаний по мультипликатору EV/EBITDA связаны с игнорированием политики управления оборотным капиталом. Если чистый оборотный капитал растет (NWC), то мультипликатор будет переоценивать выгоды инвесторов» [31].

Отраслевое применение данного мультипликатора заключается, в первую очередь, в применении при оценке капиталоемких отраслей, где амортизация является весьма существенной, например, сталелитейная промышленность.

Значение EV/EBITDA напрямую зависит от индустрии компании, к которой он применяется. Так, для быстро развивающихся отраслей характерно более высокое его значение; для зрелых — более низкое. Если показатель EV/EBITDA рассматриваемой компании оказывается ниже среднего по отрасли, то ее акции можно считать недооцененными.

Мультипликатор PEG сопоставляет цену акции с прибылью на акцию и ожидаемой прибылью компании. Он представляет собой измененный мультипликатор P/E, однако, в отличие от P/E, отражающего прошлое компании, PEG учитывает ее тенденции роста. Рассчитывается как:

$$PEG = \frac{P/E}{G}, \quad (10)$$

где G - годовой прогноз роста EPS.

Темпы роста чистой прибыли или G, используемые для расчета этого мультипликатора, представляют собой средние темпы роста с учетом сложных процентов за прогнозный период — CAGR (Compounded Average Growth Rate).

При прочих равных показателях инвестор выберет компанию с $PEG \leq 1$. Однако инвестору стоит принимать во внимание прогнозное значение коэффициента PEG. Возможные ошибки аналитиков могут завышать их оценки. Для снижения риска стоит делать поправку на субъективность оценки, снижая прогноз аналитиков минимум на 20%.

Ограничения использования данного мультипликатора:

1) не учитывается временная продолжительность роста прибыли. Например, можно вычислять мультипликатор на базе прогноза роста прибыли за пять лет, а можно на основе долгосрочного роста. Мультипликаторы будут иметь разное значение;

2) так же как и в P/E, не учитываются различия в риске по компаниям;

3) взаимосвязь между P/E и темпом роста не является линейной. В мультипликаторе PEG делается существенное упрощение;

4) высокие дивидендные выплаты.

Теплова делает акцент на том, что «при расчете PEG не учитывается размер дивидендных выплат, следовательно, для компаний с большими дивидендами, но невысокими темпами роста, мультипликатор может дать очень большую ошибку в оценке» [31]. Она считает, что «наиболее корректно сопоставлять по PEG растущие компании с небольшими дивидендными выплатами» [31].

Мультипликатор PEGY позволяет учесть ожидаемые выплаты дивидендов. Компании, регулярно выплачивающие большие дивиденды, являются более привлекательными в глазах инвесторов. Поэтому добавление в знаменатель мультипликатора предполагаемых дивидендных доходов способствует различению рыночной стоимости действительных прибылей компании. Он рассчитывается по формуле [31]:

$$PEGY = \frac{P/E}{G + \text{Dividend Yield}} \quad (11)$$

Если значение мультипликатора для компании выше среднеотраслевого, то компания переоценена, если ниже, то недооценена.

Бета-коэффициент (β) показывает чувствительность ценной бумаги (чаще всего акции) к колебаниям рынка и используется для оценки того уровня рыночного риска, который можно ожидать от бумаги. Рассчитывается по формуле:

$$\beta = \frac{\text{Изменение доходности акции}}{\text{Изменение доходности рынка}} \quad (12)$$

Интерпретация его значений следующая:

- 1) $\beta = 1$ означает, что степень риска акции схожа с уровнем риска на рынке;

2) $\beta < 1$ означает, что риск акции ниже, чем в среднем по рынку;

3) $\beta > 1$ означает, что риск акции выше, чем в среднем по рынку.

В целом по рынку ценных бумаг $\beta = 1$. Так, если у акции $\beta=1$, это значит, что она повторяет динамику рынка. Таковую акцию можно считать стабильной, т. е. она движется синхронно с рынком.

Если у акции $\beta = 0,8$, то при соответствующем движении фондового индекса на 10% ее цена изменится в среднем на 8%. При снижении рынка такая бумага падает меньше. В то же время акции с $\beta > 1$ быстрее растут при восстановлении рынка.

Очевидно, что наличие в портфеле акций с $\beta < 1$ делает его более устойчивым и защищает от общего падения рынка. β всего портфеля оценивается как среднее значение беты ценных бумаг (с учетом весов), входящих в портфель.

Однако инвестору следует помнить, что значение β основано на динамике прошлой доходности. Поведение акции может в любой момент измениться под влиянием ситуации на рынке, в отрасли или внутри компании.

Мультипликатор «R-квадрат» - это коэффициент, который характеризует долю риска вклада в данную ценную бумагу, вносимую неопределенностью фондового рынка в целом. Чем ближе R-квадрат к нулю, тем более независимым является поведение акции по отношению к общей тенденции рынка [29]. Чем выше этот коэффициент, тем предпочтительнее инвестировать в данную ценную бумагу.

Для упрощения расчета данного коэффициента следует использовать специальную функцию «R-квадрат» в Microsoft Excell или специализированные программы подсчета статистических данных типа Gretl. В качестве данных будет временная выборка из прошедших фондовых индексов и цен акций данной компании за соответствующие периоды.

Коэффициент Тобина (или Q-отношение) является аналитическим показателем, характеризующий инвестиционную привлекательность фирмы. Известны два подхода к его исчислению:

1) сопоставляются рыночная капитализация фирмы и величина его чистых активов в рыночной оценке:

$$Q = \frac{P}{\text{Чистые активы в рыночной оценке}} \quad (13)$$

2) сравниваются совокупная рыночная цена акций (P_a) и облигаций (P_o) фирмы с восстановительной стоимостью активов фирмы, очищенных от задолженности перед текущими (т.е. краткосрочными) кредиторами:

$$Q = \frac{P_a + P_o}{\text{Восст.стоимость активов} - \text{Кратк.кредит.задолж.}} \quad (14)$$

Например, низкая Q (между 0 и 1) означает, что расходы на замену фирмы активов превышает стоимость его запасов. Это означает, что акции недооценены. Напротив, высокая Q (более 1) означает, что фирмы запасов обходится дороже, чем стоимость его активов, которая предполагает, что акции переоценены.

2.2 Существующие модели отбора инвестиционно-привлекательных финансовых активов

Использование всех возможных мультипликаторов, названных в предыдущем параграфе, является неверным решением и заставляет инвестора в своем анализе делать слишком много лишней работы. Ученые-экономисты уже предложили модели, которые инвесторы могут успешно использовать для поиска недооцененных финансовых активов, вместо «изобретения велосипеда».

1. Инвестирование с низким P/E Бенджамина Грэхема и инвестирование в акции роста.

Инвестирование в акции компаний с низким значением P/E можно иначе назвать стоимостным инвестированием, о котором говорилось ранее.

Родоначальником теории стоимостного инвестирования является Бенджамин Грэхем (в некоторой литературе его фамилия пишется иначе – Бенджамин Грэм). Будучи знаменитым американским экономистом, профессиональным инвестором и профессором в бизнес-школе Колумбийского Университета, он написал несколько книг, помогающих многим инвесторам по всему миру, в числе которых входит книга «Разумный инвестор» [8], подробно описывающая модель стоимостного инвестирования в акции компаний с низким P/E. Примечательно, что эта книга считается «лучшей из когда либо написанных» Уорреном Баффетом, пожалуй, самым знаменитым учеником Грэхема.

В 8 главе «Разумного инвестора» Грэхем сравнивает фондовый рынок с «эмоционально неуравновешенным господином, который подвержен сильным перепадам настроения». Грэхем говорит, что «Господин Рынок находится то в эйфории, то в депрессии, которые поочередно сменяют друг друга». По мнению экономиста, на фондовом рынке в состоянии «эйфории» цены на акции неоправданно взлетают, а в состоянии «депрессии», наоборот, падают ниже их справедливой цены. Таким образом, разумный инвестор должен уметь отличать состояния рынка, и, в случае «депрессии», покупать акции по заниженной стоимости, затем, дожидаясь стадии роста, продать их, получив прибыль в виде разницы цен покупки и продажи, которую он назвал «маржой безопасности».

Почему же говорится именно о низком P/E? Дело в том, что Грэхем считает данный мультипликатор основополагающим для принятия решений. Он считает, что компании с низким значением P/E и высоким качеством управления являются куда более надежными, нежели другие.

Теплова приводит следующие критерии отбора акций, используемых по модели Грэхема:

- 1) мультипликатор P/E не должен превышать значение 15. Расчет мультипликатора проводится по средней величине прибыли за последние три года;
- 2) мультипликатор P/B не должен превышать 1,5;

3) у компании должна быть дивидендная политика. Как минимум последние 20 лет должны платиться дивиденды;

4) компания должна быть среднего и крупного размера (его можно назвать адекватным). Выручка для промышленной компании должна быть не меньше 100 млн долл., а для коммунального хозяйства не менее 50 млн долл.;

5) последние 10 лет компания должна демонстрировать положительную прибыль [31].

Помимо приведенных Тепловой критериев, можно выделить еще несколько требований, выдвигаемых по модели Грэхема:

1) Устойчивое финансовое положение:

- Текущие активы в два раза больше текущих обязательств;
- Долгосрочные обязательства не должны превышать стоимость чистых текущих активов (оборотного капитала);

2) Вытекающее из условий размера мультипликаторов требование к размеру произведения P/E и P/B – не более 22,5.

Как мы видим, критерии отбора являются довольно жесткими, и лишь немногие, действительно стабильные компании, могут удовлетворить подобные требования.

Стоит отметить и то, что к марже безопасности тоже предъявлялись некоторые требования. Так, Грэхем рекомендовал приобретать недооцененные акции, когда их рыночная цена дешевле их истинной стоимости на $2/3$, то есть, минимальная маржа безопасности должна составлять не менее 30% цены покупки. Впрочем, данное условие является именно рекомендацией, а не требованием, так как разумный инвестор сам определяет минимальный размер маржи безопасности.

Проблема использования данной модели в российской действительности состоит в том, что существует совсем немного компаний, работающих столь продолжительный срок и показывавших стабильность доходов и дивидендов при частых волнах кризиса девяностых годов прошлого века, чтобы удовлетворить критериям прибыльности и дивидендных выплат. Таким

образом, с помощью данной модели невозможно вести поиск недооцененных финансовых активов в России.

Инвестирование в акции роста, казалось бы, противоречит самому понятию недооцененных финансовых активов. Однако, оно означает поиск компаний с высокими P/E, P/B и бета-коэффициентом, так как они показывают потенциал роста компаний в будущем, а значит, сейчас их акции являются недооцененными.

2. Модель отбора акций с опережающим темпом роста Р. Леви: учет инерции роста

В данной модели внимание мультипликаторам не уделяется, но акцентируется изменение цены. Цель данной модели – поиск таких акций, процентное изменение цен которых за определенный период было выше, чем в среднем по рынку и у компаний-аналогов. На рынке существует ситуация определенной инерции, при которой акции, цены которых росли за некоторый промежуток времени, будут сохранять такую тенденцию в ближайшем будущем. При поиске таких акций происходит ранжирование цен на них по убыванию, и отбираются акции с максимальным опережающим ростом, который был назван Робертом Леви как «относительная сила» акции (Relative Strength).

Проблема использования данной модели кроется в её некоторой неполноценности относительно поиска именно недооцененных активов. Да, инвестор может получить доход, особенно большим он будет, если тот угадал и вложил свои средства в недооцененные акции. Но, в случае, если цена акций является завышенной в виду их (акций) переоцененности, и рост цены является показателем некоторой «неадекватности» рынка, то инвестор может просто не успеть продать такие акции, не поймать этот момент, и получить колоссальный убыток.

3. Отбор недооцененных компаний по методу Грэхема-Ри

Данная модель является, пожалуй, наиболее привлекательной для инвесторов в виду её конкретности и возможности применения в России.

Предложенная в 1970 году Б. Грэхемом и Дж. Ри методика в своей основе использует мультипликатор P/E, а также ряд других показателей и общей доходности облигаций наивысшего рейтинга AAA. Высокие значения P/E и финансового рычага являются неприемлемыми, и акции с такими показателями отменяются и не включаются в выборку, которую должен построить инвестор. Кроме того, желательно, чтобы компании в такой выборке имели достаточно высокие показатели темпа роста прибыли.

Данная методика описана У.Шарпом [38]. Процедура данной методики предполагает ответы «да» и «нет» на 10 вопросов, о которых будет сказано далее. Первые 5 вопросов относятся к премии, а остальные – к риску, и инвестору предстоит выявить акции, имеющие наибольшее соотношение «премия-риск».

Чтобы рекомендовать акции к инвестированию, не обязательно, чтобы на все вопросы был дан положительный ответ. Чтобы найти «победителей» рынка, достаточно сделать несколько простых шагов.

Шаг 1: Построение выборки акций компаний на основе следующих показателей:

1) «Долг/Собственный капитал» (D/E) – коэффициент, рассчитываемый по балансовым оценкам и использующий значение долговых обязательств в качестве вышеупомянутого долга;

2) «Текущая ликвидность» - отношение текущих активов к текущим пассивом, данные о которых берутся из финансовой отчетности;

3) «Чистая стоимость текущих (краткосрочных) активов» - текущие активы за вычетом общего долга, рассчитываемые по показателям финансовой отчетности;

4) «Чистая стоимость текущих активов на акцию» - отношение текущих активов за вычетом общего долга к числу обыкновенных акций в обращении;

5) «Балансовая стоимость акции» - отношение разницы суммы активов и суммы обязательств к числу обыкновенных акций, находящихся в обращении;

6) «Дивидендная доходность», равная отношению величины годового дивиденда на акцию к цене акции;

7) «EPS» - отношение чистой прибыли к числу обыкновенных акций, находящихся в обращении;

8) «Годовой темп роста EPS» - показатель, рассчитываемый как разность между отношением EPS отчетного периода к EPS базисного периода и единицей, выраженной в процентах $((EPS_t/EPS_{t-1}-1)*100\%)$;

9) «Мультипликатор P/E» - отношение рыночной капитализации к чистой прибыли;

10) «Средний P/E акции за год» - отношение среднегодовой рыночной капитализации к чистой прибыли за год.

Шаг 2: из выборки отбрасываются акции, по которым на 6 вопрос есть отрицательный ответ.

Шаг 3: из выборки отбрасываются акции, по которым был дан отрицательный ответ на 1, 3, 5 вопрос.

Шаг 4: оставшиеся компании являются победителями рынка.

Вопросы, которые ставятся инвестором для формирования привлекательного инвестиционного портфеля:

А. Премия.

1) Значение мультипликатора P/E меньше, чем половина обратного значения доходности облигаций с рейтингом AAA?

2) Значение мультипликатора P/E меньше 40% от наибольшего значения среднего P/E за последние пять лет?

3) Дивидендная доходность по акции равна не менее чем 2/3 доходности по облигациям AAA?

4) Цена акции ниже 2/3 реальной балансовой стоимости в расчете на акцию?

5) Цена акции ниже, чем 2/3 от чистой стоимости текущих активов в расчете на акцию?

Б. Риск.

- б) «Долг/Собственный капитал» меньше единицы?
- 7) Текущая ликвидность больше двух?
- 8) Общий долг меньше, чем удвоенная чистая стоимость текущих активов?

9) Темп роста EPS за последние 10 лет составил в среднем не менее 7% в год? (Если доходы на одну акцию за последний год обозначить через E_0 , а доходы на одну акцию за год, завершившийся 10 лет назад, через E_{-10} , то темп роста g есть число, которое находится из уравнения $E_0 = E_{-10} \times (1 + g)^{10}$, ответ «да» дается, если g не меньше 7%).

10) За период времени, о котором шла речь в вопросе 9, в течение восьми или более лет годовой темп роста EPS был равен -5% или меньше? (Здесь нужно определить десять показателей годового темпа роста доходности и затем проверить, что не более чем два из них превышают -5%, например равны -4%) [38].

4. Акции стоимости и стратегия «собак Доу»

Во всех предыдущих моделях если и уделялось внимание дивидендным выплатам по приобретаемым ценным бумагам, то весьма незначительное. Однако, существует такая стратегия инвестирования, где акцент делается как раз на получение дивидендных выплат (dividend-yield strategy). Она ориентирована на инвесторов, которые работают с акциями «стоимости» и, по сути, относится к стратегиям получения выгоды от распознавания стоимости компании. По словам Тепловой, стратегия заключается в отборе акций с наибольшим потенциалом роста дивидендных выплат. В 1988 году ей было дано жаргонное название – «собаки Доу».

Суть стратегии состоит в следующем:

1) Инвестиционный портфель формируется только из "голубых фишек", то есть, из тех компаний, показатели и дивидендные выплаты которых наиболее стабильны.

2) Инвестиционный портфель формируется раз в год. Желательно - в декабре. И, точно так же, раз в год состав портфеля пересматривается (например, на 31 декабря).

3) Для каждой из выбранных компаний считается коэффициент дивидендной доходности (dividend yield, DY).

$$DY = \frac{\text{Последний годовой дивиденд}}{\text{Текущая цена акции}} \quad (15)$$

При наличии промежуточных дивидендов, то они учитываются путем суммирования с годовым. Даже лучшие дивидендные доходности редко превышают уровень в 4—6% годовых, в то время, как традиционно фиксируемый уровень — 2—3%.

4) Традиционно в портфель отбирают только десять акций компаний-«голубых фишек» с самой высокой дивидендной доходностью, однако их может быть и 5, и 15, и 30. Для каждой из таких стратегий существует соответствующее название: «Доу 5», «Доу 10», «Доу 15», «Доу 30». Примечателен тот факт, что, чем меньше акций в портфеле, тем выше доходность. Однако, уменьшая количество акций, мы нарушаем принцип диверсификации портфеля, поэтому оптимальным является использование 10 акций.

5) В каждую из выбранных в портфель акций инвестируется равная доля капитала (например, в каждую из 10 акций инвестируется 10% капитала).

6) В течение года инвестиций не происходит, инвестор оставляет портфель нетронутым.

7) Ровно через год инвестиционный портфель полностью распродается и инвестиционный цикл повторяется, формируется новый инвестиционный портфель. Но прежде, чем продавать старый портфель, надо посчитать дивидендные доходности заново, чтобы определить, стоит ли какие-то ценные бумаги оставить в портфеле на следующий год.

В современной деловой периодике часто публикуют коэффициент, обратной дивидендной доходности P/E. Чем ниже P/E, тем выше дивидендная доходность.

$$DY = \frac{1}{P/E} \quad (16)$$

Как показывает история американского фондового рынка, "собаки Доу" всегда бегут вперёд, опережая оппонентов. Сильнее всего это проявляется, если неукоснительно инвестировать по этой стратегии 10-15 лет подряд.

Встает вопрос: почему же данная стратегия применяется к недооцененным финансовым активам? Все достаточно просто. Компания, у которой наилучший коэффициент дивидендной доходности, недооценена по определению. Так как её цена является весьма низкой, то, находясь в знаменателе формулы расчета DY, она делает последний наиболее высоким, демонстрируя у этой компании самый высокий потенциал роста капитализации.

Существует мнение, что стратегия «собак Доу» не работает на изменчивом и все еще формирующемся (в отличие от США) фондовом рынке России. В действительности, история нашего фондового рынка совсем мала, и это составляет проблему поиска «голубых фишек» в виду постоянных перепадов конъюнктуры рынка. На таком рынке зачастую динамика котировок определяется не экономическими показателями в работе компаний, а слухами, сплетнями, скандалами, новостями и действием политических властей. Первые сто лет развития на фондовом рынке США ситуация складывалась аналогично. Стратегия "собак Доу" начала действовать лишь тогда, когда рынок стабилизировался, его состояние стало более «адекватным», а информация о показателях тех или иных стабильных компаниях была накоплена. Российский фондовый рынок всё ещё развивается, поэтому стратегия «собак Доу» не показывала результатов, но рыночная ситуация постепенно входит в уверенное русло, и использование данной стратегии в недалеком будущем станет возможным.

5. Инвестиционные стратегии на первичных публичных размещениях акций (IPO)

В ситуации, когда эмитент выпускает ценные бумаги в публичное обращение впервые, сопряжена с недооцененностью таковых в момент размещения. Заметим, что цены таких акций в момент закрытия биржевых торгов в конце первого дня существенно выше цены размещения. Собственно разница между ценой размещения и последующей ценой на торгах составляет недооценку, и, чем она больше, тем больше доход инвестора. Размер данной недооценки, как показывает опыт, зависит как от действий эмитента или андеррайтера, так и от специфики предприятия, отрасли и ситуации на фондовом рынке. Отметим, что ценные бумаги небольших по объему выручки компаний при первичном размещении несут не только большой риск для инвестора, но и сверхдоходы, так как их ценные бумаги являются весьма недооцененными.

Помимо прочего, на размер недооценки влияет и форма размещения. Например, при аукционном размещении ценных бумаг недооценка имеет небольшой размер, тогда как закрепленная в российской практике «книга заявок» порождает большую недооценку.

Проблема первичного публичного размещения ценных бумаг состоит в следующих двух аспектах:

1) обычно такая недооценка устраняется в первый же день торгов, реже – в течение непродолжительного срока, что означает весьма короткий момент и маловероятную возможность инвестора получить за счет неё доход;

2) такие акции, прошедшие первичное публичное размещение и приобретенные в тот момент, показывают низкую доходность в долгосрочной перспективе (ниже отраслевых индексов акций и оценок по фондовому рынку в целом).

Таким образом, проанализировав существующие модели отбора инвестиционно-привлекательных компаний с помощью мультипликаторов, мы

остановимся на одной наиболее приемлемой модели в российских реалиях: отбор недооцененных компаний по методу Грэхема-Ри.

2.3 Совершенствование методики оценки недооцененных финансовых активов

В целом, выверенные методики не требуют дополнительных изменений. Их использование само по себе ведет к успешному поиску недооцененных финансовых активов.

Однако российская действительность такова, что нельзя полагаться исключительно на американский опыт. Наш фондовый рынок постоянно претерпевает изменения, политическая обстановка нестабильна, а менталитет населения всё еще отрицает инвестиционную деятельность как реальную профессию, с которой нужно считаться и заниматься которой не зазорно.

В течение последних двух лет Российская Федерация стала объектом санкций со стороны США и ряда европейских стран. Какими бы ни были действия государственного аппарата нашей страны, какой бы ни была активность российских компаний, а цены на почти весь перечень возможных товаров, работ и услуг значительно (в сравнении с прошлыми годами) вырос.

Если смотреть в более далекое прошлое, то можно заметить, что в условиях мирового кризиса и различных политических и экономических колебаний инфляция была весьма серьезным побочным эффектом, серьезным образом отражающимся на жизни страны в целом.

Между тем, официальные данные об уровне инфляции представлены в Таблице 1.

Таблица 1 – Уровень инфляции в России за 2000-2015 годы

Год	Уровень инфляции, %	Год	Уровень инфляции, %
2015	12,91	2007	11,87
2014	11,36	2006	9,00
2013	6,45	2005	10,91
2012	6,58	2004	11,74

2011	6,10	2003	11,99
2010	8,78	2002	15,06
2009	8,80	2001	18,8
2008	13,28	2000	20,1

Как мы видим, уровень инфляции в стране за последние 16 лет не опускался ниже 6,45%. Максимальный уровень инфляции, который имел место в 2000 году, составлял колоссальные 20,1%. Высокий уровень инфляции свидетельствует о нестабильности и стадии развития экономики.

Для сравнения, уровень инфляции в США за тот же период представлен в Таблице 2.

Таблица 2 – Уровень инфляции в США за 2000-2015 годы

Год	Уровень инфляции, %	Год	Уровень инфляции, %
2015	0.4	2007	4.3
2014	0.7	2006	2.7
2013	1.4	2005	3.3
2012	1.6	2004	3.3
2011	2.9	2003	1.9
2010	1.4	2002	2.4
2009	2.8	2001	1.6
2008	-0.1	2000	3.3

Как мы видим, в сравнении с уровнем инфляции РФ, уровень инфляции США находится на незначительном уровне, в связи с этим в расчетах им пренебрегают. Проблема состоит в том, что при подобном уровне инфляции в нашей стране мы просто не можем не учитывать её в поиске и анализе недооцененных финансовых активов, так как она коренным образом сказывается и на инвестиционной деятельности в разрезе доходов, расходов и стоимости акций и компаний в целом. В связи с этим, нашим предложением является изменение используемых мультипликаторов по типу мультипликатора «Shiller P/E» вместо классического P/E.

Мультипликатор «Shiller P/E» был предложен и разработан профессором Йельского университета Робертом Шиллером, автором книги Irrational

Exuberance («Иррациональный оптимизм»). Методика его расчета предполагает корректировку значений текущих цен акций (Price, P) и прибылей (Earning, E) с поправкой на инфляцию за последние 10 лет (CPI).

Предполагается, что такой подход сглаживает цикличность, присутствующую в бизнесе компаний, и более точно отслеживает «реальное» значение мультипликатора P/E, необходимого в модели отбора недооцененных компаний Грэхема-Ри.

Сам Шиллер называет этот коэффициент циклически скорректированным P/E (CAPE), а для его обозначения часто используют аббревиатуру P/E₁₀.

Однако, 10 лет – весьма продолжительный срок, и колебания инфляции в этот период были весьма различны. Кроме того, в действительности, поправка цены акции на инфляцию является нецелесообразным, так как она не сказывается на таковой. Наше предложение состоит в поправке P/E и прочих мультипликаторов на средний за анализируемый период уровень инфляции Infl. Таким образом, используемый в знаменателе P/E показатель прибыли на акцию умножается на 1-Infl. Подобным образом в модели отбора недооцененных компаний мы изменяем следующие показатели:

- 1) «Долг/Собственный капитал», увеличив числитель на 1+Infl;
- 2) «Очищенная стоимость текущих (краткосрочных) активов», умножив полученный при расчете показатель на 1-Infl;
- 3) «Очищенная стоимость текущих активов на акцию», используя значение, полученное в п.2 в числителе;
- 4) «Дивидендная доходность», умножив полученное значение на 1-Infl;
- 5) «Прибыль на акцию EPS», умножив показатель на 1-Infl;
- 6) «Годовой темп роста EPS», видоизменив формулу на формулу:

$$\frac{EPS_t \cdot (1 - Infl_t)}{EPS_{t-1} \cdot (1 - Infl_{t-1})} \cdot 100\% \quad (17)$$

- 7) «Средний P/E акции за год» по аналогии с P/E.

Таким образом, мы учитываем влияние инфляции на возможные доходы, более реально оцениваем то, в каком положении находятся анализируемые компании, и более серьезно подходим к вопросу о том, действительно ли компания недооценена.

Помимо коррекции показателей, следует немного изменить и саму модель отбора недооцененных компаний по методу Грэхема-Ри. Обратим внимание на то, что в данной модели в первую очередь обращается внимание на 6, 1, 3 и 5 вопрос. Получив положительные ответы на эти вопросы в отношении каких-либо акций, мы можем их рекомендовать к инвестированию в них. Однако вместо 5 вопроса «цена акции ниже, чем $2/3$ от чистой стоимости текущих активов в расчете на акцию» мы будем ориентироваться на 4 вопрос «цена акции ниже $2/3$ реальной балансовой стоимости в расчете на акцию». На это существует ряд причин.

Во-первых, в российских реалиях очень сложно найти компанию, у которой обязательства будут гораздо меньше текущих активов. Это означает, что оборотные активы занимают большую долю в сумме активов, чем внеоборотные, и они финансируются по большей части собственными средствами.

Во-вторых, рыночная цена акции формируется стихийно, однако сама по себе стоимость акции связана именно с собственными средствами, нежели с суммой долга. Сумма долга лишь косвенно относится к стоимости акции, однако она учитывается при расчете балансовой стоимости акции. Поэтому для рекомендации компании, в чьи финансовые активы следует инвестировать средства, мы будем ориентироваться именно на сравнение рыночной цены и $2/3$ балансовой стоимости акции.

3 Применение разработанной методики для определения недооцененных финансовых активов

3.1 Обоснование выбора отрасли экономики для выявления недооцененных финансовых активов

Как уже говорилось ранее, для выбора отрасли будут использованы среднеотраслевые мультипликаторы «Текущая рыночная цена акции / Прибыль на акцию» (P/E) и «Рыночная капитализация / Объем реализации продукции» (P/S). Каким образом идет расчет среднеотраслевых показателей? Дело в том, что подобную информацию о конкретных показателях сложно найти в свободном доступе, так что расчет велся по следующей схеме:

- 1) По каждой отрасли выбирались входящие в неё компании, чьи акции свободно обращаются на рынке ценных бумаг;
- 2) Для каждой из них отдельно рассчитывались значения мультипликаторов P/E и P/S
- 3) Значения мультипликаторов суммируются и полученное число делится на количество компаний.

Для расчетов воспользуемся экспертными оценками коэффициентов P/E P/S на по итогам 2014 года [44]. Полный список компаний с необходимыми показателями можно найти в Приложении А. В данный список не были включены отрасли банковского и страхового сектора, ввиду специфики их деятельности. Очень сложно оценить действительную недооцененность или переоцененность этих компаний и, соответственно, этих отраслей.

Главным критерием выбора инвестиционно-привлекательной отрасли по мультипликатору P/E является его положительное значение, то есть, отрасли со среднеотраслевым отрицательным значением отбрасываются, так как это говорит о существовании убытков на акцию. В Таблице 3 представлен список отраслей с их среднеотраслевым значением P/E и количеством компаний, действующих в этих отраслях, в выборке, а также рейтинговой оценкой,

присвоенной им. Пометка «не входит» присвоена тем компаниям, чье значение Р/Е является отрицательным. Ранжирование производится по принципу «от большего к меньшему», где первое место присваивается отрасли с самым низким значением Р/Е.

Таблица 3 – Отбор инвестиционно-привлекательных отраслей с помощью мультипликатора Р/Е

Отрасль	Средний Р/Е	Количество компаний в выборке	Рейтинг
1	2	3	4
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	91,41	15	17
Цветная металлургия	1125,05	8	20
Розничная торговля	64,56	7	14
Промышленность драгоценных металлов и алмазов	-8,87	8	Не входит
Черная металлургия	-5,55	13	Не входит
Телекоммуникации и связь	7,85	7	9
Химическая и нефтехимическая промышленность	0,71	12	1
СМИ	-127,87	2	Не входит
Электроэнергетика	14,13	47	10
Финансы	24,84	1	12
Строительство	7,76	2	8
Машиностроение	54,22	22	13
Транспорт	-1,41	8	Не входит
Фармацевтическая промышленность	416,07	3	19
Угольная промышленность	-8,08	3	Не входит
Пищевая промышленность	3,08	6	4
Инжиниринг, промышленно-инфраструктурное строительство	4,17	1	5
Оптовая торговля	4,45	1	6
Операции с недвижимостью	2,26	3	3

Агропромышленный комплекс	209,43	2	18
Инвестиционные компании	81,68	2	15

Окончание таблицы 3

1	2	3	4
Жилищно-коммунальное хозяйство	-271,28	1	Не входит
Общественное питание	90,1	1	16
Многоотраслевые холдинги	22,17	3	11
Здравоохранение	-51,28	1	Не входит
Информационные технологии	1,79	1	2
Интернет-торговля	-3,85	1	Не входит
Промышленность строительных материалов	6,66	1	7
Итого		182	

Стоит также вспомнить, что значения $P/E > 20$ говорит о переоцененности компании (и, соответственно, отрасли), P/E в пределах 12-15 говорит о справедливой оценке, а $P/E < 12$ говорит о недооцененности компаний (и, соответственно, отрасли). Так как нам интересны именно недооцененные отрасли как наиболее привлекательные для инвестирования, мы отберем те отрасли, где $P/E < 12$.

Как мы видим, по критерию мультипликатора $0 < P/E < 12$ наиболее привлекательными отраслями являются:

- 1) химическая и нефтехимическая промышленность;
- 2) информационные технологии;
- 3) операции с недвижимостью;
- 4) пищевая промышленность;
- 5) инжиниринг, промышленно-инфраструктурное строительство;
- 6) оптовая торговля;
- 7) промышленность строительных материалов;
- 8) строительство;

9) телекоммуникации и связь.

Для более точного отбора инвестиционно-привлекательной отрасли воспользуемся мультипликатором P/S. Отметим, что значения $P/S > 1$ говорит о переоцененности компаний (и, соответственно, отрасли), а $P/S = 1$ говорит о справедливой оценке. Таким образом, при отборе недооцененных отраслей как наиболее привлекательных для инвестирования, мы будем исходить из критерия $P/S < 1$. В Таблице 4 представлен список отраслей с их среднеотраслевым значением P/S [44] и количеством компаний в них, а также рейтинговой оценкой, присвоенной им. Пометка «не входит» присвоена тем компаниям, чье значение $P/S > 1$. Ранжирование происходит по принципу «от меньшего к большему», так как, чем меньше значение P/S, тем более недооцененной является компания или отрасль.

Таблица 4 – Отбор инвестиционно-привлекательных отраслей с помощью мультипликатора P/S

Отрасль	Средний P/S	Количество компаний в выборке	Рейтинг
1	2	3	4
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	2,6	15	Не входит
Цветная металлургия	41,89	8	Не входит
Розничная торговля	34,76	7	Не входит
Промышленность драгоценных металлов и алмазов	2,49	8	Не входит
Черная металлургия	0,54	13	6
Телекоммуникации и связь	0,97	7	9
Химическая и нефтехимическая промышленность	1,03	12	Не входит
СМИ	191,22	2	Не входит
Электроэнергетика	0,34	47	5
Финансы	27,94	1	Не входит
Строительство	2,7	2	Не входит
Машиностроение	0,735	22	8
Транспорт	1,34	8	Не входит
Фармацевтическая промышленность	2,75	3	Не входит

Угольная промышленность	2,16	3	Не входит
Пищевая промышленность	13,14	6	Не входит
Инжиниринг, промышленно-инфраструктурное строительство	0,17	1	3
Оптовая торговля	0,14	1	2

Окончание таблицы 4

1	2	3	4
Операции с недвижимостью	0,91	3	8
Агропромышленный комплекс	0,17	2	3
Инвестиционные компании	0,08	2	1
Жилищно-коммунальное хозяйство	4,09	1	Не входит
Общественное питание	0,2	1	4
Многоотраслевые холдинги	1,45	3	Не входит
Здравоохранение	2,29	1	Не входит
Информационные технологии	124,64	1	Не входит
Интернет-торговля	5,9	1	Не входит
Промышленность строительных материалов	0,66	1	7
Итого:		182	

Как мы видим, по критерию мультипликатора P/S также выделились 9 наиболее привлекательных для инвестирования отраслей:

- 1) инвестиционные компании;
- 2) оптовая торговля;
- 3) агропромышленный комплекс;
- 4) общественное питание;
- 5) электроэнергетика;
- 6) чёрная металлургия;
- 7) промышленность строительных материалов;
- 8) промышленность драгоценных металлов и алмазов;
- 9) телекоммуникации и связь.

Таким образом, можно выделить следующие отрасли, которые мы будем анализировать:

- 1) оптовая торговля;
- 2) промышленность строительных материалов;
- 3) телекоммуникации и связь.

Среди этих отраслей следует выделить следующие предприятия, акции которых свободно обращаются на рынке ценных бумаг. Выбор будет проводиться по критерию минимизации показателя P/E и $P/S < 1$.

В сфере оптовой торговли выделена только одна организация: Группа компаний «Протек». В сфере промышленности строительных материалов выделена только одна организация: «Группа ЛСР». В сфере телекоммуникаций и связи среди 7 можно выделить 4 организации: «Таттелеком», «МГТС», «Ростелеком», «Центральный телеграф». Однако при исследовании отчетности ПАО «Таттелеком» мы выяснили, что организация по итогам 2014 года понесла убытки, что исключает её из нашего списка анализируемых компаний.

3.2 Апробация предложенной методики оценки недооцененных финансовых активов российских компаний

Группа компаний «Протек» (ПАО) - одна из крупнейших фармацевтических компаний России. Группа имеет диверсифицированную структуру бизнеса и работает во всех основных сегментах фармацевтической отрасли: производстве лекарственных средств, дистрибуции фармацевтических препаратов и товаров для красоты и здоровья, а также розничных продажах. Общее число сотрудников Группы составляет более 12,5 тысяч человек. Аудированная консолидированная выручка Группы по результатам 2014 г. составила 156,9 млрд руб. Основа сегмента «Производство» - «ФармФирма «Сотекс». Компания производит ампульные инъекционные растворы на собственном заводе в Московской области. Портфель компании составляют собственные бренды, а также препараты, производимые по лицензиям

партнеров-производителей. Завод функционирует в соответствии со стандартами GMP и является одним из наиболее высокотехнологичных фармацевтических предприятий в России. По результатам 2015г. компания заняла 3-е место в рейтинге отечественных производителей по объему продаж.

ЦВ «Протек» - крупнейший российский национальный дистрибьютор фармпрепаратов и товаров для красоты и здоровья. Работает на фармацевтическом рынке России с 1990 г. По результатам 12 месяцев 2015 года ЦВ «ПРОТЕК» занимает второе место по прямым продажам по данным IMS Health. Компания поставляет лекарства во все регионы РФ, общая площадь складов, по данным первого полугодия 2015 г., составляет более 160 000 кв. м.

Розничный бизнес Группы представляет аптечная сеть «Ригла», которая занимает 1-е место по объёму продаж. По результатам 12 месяцев 2015 года сеть насчитывает 1461 аптек в 46 регионах РФ. Компания развивает три формата аптек: фарммаркеты «Ригла» и дискаунтеры «Будь здоров!» и «Живика» [46].

ПАО «Группа ЛСР» работает на строительном рынке России с 1993 года. За это время компания достигла масштабов крупнейшего строительного холдинга в стране. Основные направления деятельности «Группы ЛСР»:

- девелопмент и строительство недвижимости;
- производство строительных материалов.

Девелоперские проекты Группа реализует во всех сегментах недвижимости: от строительства жилья массовых серий до элитных домов по проектам ведущих отечественных и зарубежных архитекторов.

Домостроительные комбинаты «Группы ЛСР» в Санкт-Петербурге, в Москве и в Екатеринбурге производят 1 млн кв. м жилья в год.

Предприятия «Группы ЛСР» занимаются добычей и производством основных строительных материалов: песка, гранитного щебня, бетона, железобетона, газобетона и кирпича.

Основной бизнес компании сконцентрирован в крупнейших регионах России: в Санкт-Петербурге и Ленинградской области, в Москве и Московской области, в Екатеринбурге и Свердловской области.

Акции «Группы ЛСР» обращаются на фондовом рынке группы ММВБ-РТС, а глобальные депозитарные расписки – на Лондонской фондовой бирже. Общая численность сотрудников компании – более 15 500 человек [45].

ПАО «Московская городская телефонная сеть» (ПАО «МГТС») – один из крупнейших операторов местной проводной связи в Европе. Основным акционером «МГТС» является ПАО «МТС» (доля обыкновенных акций – 99,1%, привилегированных акций – 69,7%).

В 2015 году «МГТС» вышла на завершающий этап реализации масштабного проекта по разворачиванию высокоскоростной сети передачи данных GPON, закончив строительство магистральной оптической сети. Возможность подключить услуги по новейшей технологии имеют более 3 920 000 квартир или более 95% всех домохозяйств Москвы. Цифровая платформа на базе сети GPON обеспечивает скорости передачи данных до 300 Гбит/с на магистральных участках и до 1 Гбит/с в направлении к абоненту, что позволяет компании фокусироваться на разработке и продвижении инновационных комплексных продуктов.

Технологические преимущества сети GPON дают возможность «МГТС» уже сегодня предоставлять частным абонентам, бизнесу и государственным учреждениям широкий спектр инновационных сервисов: сверхбыстрый интернет на скорости до 500 Мбит/с, интерактивное цифровое телевидение, облачное видеонаблюдение, охранно-пожарную сигнализацию по IP-каналам, организовывать VPN-сети между подразделениями компаний, зоны Wi-Fi и другие передовые услуги. Являясь мультисервисным оператором, «МГТС» предоставляет услуги мобильной связи на сети «МТС» по модели MVNO (Mobile Virtual Network Operator). «МГТС» первой среди российских операторов вывела на рынок пакетные предложения, включающие до 6-услуг:

широкополосный доступ в Интернет, фиксированная телефония, платное ТВ, а также мобильные интернет, голосовая связь и ТВ.

На конец 2015 г. компания обслуживала около 3,4 млн частных абонентов, из которых сервисами на базе сети GPON пользовалось 1,450 млн человек. На московском рынке фиксированной связи для частных пользователей доля МГТС составляет 96%, на рынке корпоративных клиентов – около 45%. У компании 21 центр продаж и обслуживания. С учетом дочерних компаний МГТС оказывает услуги в более чем 50 городах Московской области, включая Балашиху, Железнодорожный, Жуковский, Зеленоград, Королев, Красногорск, Люберцы, Мытищи, Одинцово, Подольск, Пушкино, Орехово-Зуево, Сергиев Посад, Серпухов, Химки, Щёлково и Электросталь.

Выручка «МГТС» по РСБУ за 9 месяцев 2015 г. по сравнению с аналогичным периодом 2014 г. выросла на 2,7 п.п. и составила 29 487,9 млн рублей. Чистая прибыль «МГТС» по РСБУ за 9 месяцев 2015 г. по сравнению с аналогичным периодом 2014 г. выросла на 28,3 п.п. и составила 9 597,5 млн рублей. Доля проникновения пакетных предложений среди абонентов по сети GPON на конец 3 кв. 2015 г. составила 60%.

«МГТС» основана в 1882 г., когда в Москве начала работать первая телефонная станция. В 1932 г. в «МГТС» была создана бесплатная справочная служба 09, в 1937 г. – служба точного времени. С 2007 г. «МГТС» предоставляет абонентам доступ в интернет, с 2012 г. – цифровое телевидение. В 2014 г. компания в партнерстве с «МТС» предоставила клиентам возможность получать фиксированные и мобильные услуги в едином пакете, реализовав первый в России проект слияния мобильных и фиксированных сетей по модели MVNO [47].

ПАО «Ростелеком» – одна из крупнейших в России и Европе телекоммуникационных компаний национального масштаба, присутствующая во всех сегментах рынка услуг связи и охватывающая миллионы домохозяйств в России. Компания занимает лидирующее положение на российском рынке услуг ШПД и платного телевидения: количество абонентов услуг ШПД

превышает 11,6 млн, а платного ТВ «Ростелекома» – более 8,6 млн пользователей, из которых свыше 3,4 миллионов смотрит уникальный федеральный продукт «Интерактивное ТВ».

За 2015 год:

- выручка Группы компаний составила 297,4 млрд руб.;
- чистая прибыль - 14,4 млрд руб.

«Ростелеком» является безусловным лидером рынка телекоммуникационных услуг для российских органов государственной власти и корпоративных пользователей всех уровней. Компания — признанный технологический лидер в инновационных решениях в области электронного правительства, облачных вычислений, здравоохранения, образования, безопасности, жилищно-коммунальных услуг. Стабильное финансовое положение Компании подтверждается кредитными рейтингами: агентства Fitch Ratings на уровне “BBB-”, а также агентства Standard&Poor’s на уровне “BB+” [48].

ПАО «Центральный телеграф» – старейшая компания на телекоммуникационном рынке страны, входит в пятерку провайдеров Москвы и Московской области. Компания оказывает следующие услуги физическим и юридическим лицам, а также операторам связи:

- фиксированная и мобильная телефония;
- доступ в Интернет и IPTV;
- аренда каналов связи;
- документальная электросвязь;
- комплексные решения для бизнеса, такие как: виртуальная офисная станция IP PBX, видеонаблюдение, «офис под ключ».

Крупными клиентами компании являются: Администрация президента, МВД, Министерство обороны РФ, Министерство Экономического развития РФ, ПАО «Аэрофлот – российские авиалинии», ПАО «Сбербанк России», Банк «Открытие», Государственный Исторический музей, Государственный университет – Высшая школа экономики, а также около 160 бизнес-центров.

Всего насчитывается более 4,5 тысяч юридических лиц, ставших клиентами «Центрального телеграфа».

Основным акционером «Центрального телеграфа» является ПАО "Ростелеком", которому принадлежит 60% уставного капитала и 80% голосующих акций. Выручка компании по итогам 2015 года составила 3 333 052 тыс. руб., чистая прибыль составила 13 397 тыс. руб. [49].

На момент написания данной работы в свободном доступе вся необходимая информация есть лишь об итогах 2014 года и годах до него. Таким образом, совершать отбор недооцененных акций мы будем на 2014 год, что составляет для нас некоторое «удобство». В частности, в случае нахождения интересующих нас финансовых активов по усовершенствованной модели отбора недооцененных компаний Грэхэма-Ри, мы можем проверить правильность наших выводов. Сделать это мы можем путем сравнения цен на эти активы за 2014 год с ценами на них на 2015 год и часть 2016 года, так как информация о ценах за эти периоды есть в свободном доступе в сети Интернет.

В модели отбора недооцененных компаний Грэхэма-Ри есть показатели, которые необходимо рассчитать за весьма долгий период. Так, нам необходимо знать значения среднегодового P/E за последние 5 лет (для ответа на 2 вопрос модели) и тем роста «прибыли на акцию» EPS за последние 10 лет (для ответа на 9 и 10 вопросы модели). Кроме того, мы помним о том, что в целях учета состояния экономики страны значение EPS оценивается на величину $1 - \text{Infl}$, где Infl – инфляция. Благодаря этому меняется и значение среднегодового P/E. Информация об инфляции в Российской Федерации за годы с 2004 по 2014 представлены в Таблице 1 данной работы.

В Таблицах 5-9 представлены данные о показателе EPS компаний и его темпе роста с 2004 по 2014 года, а также среднегодовом P/E за последние 5 лет. В первой строке таблицы имеются данные о EPS, взятые из финансовой отчетности по МСФО анализируемых предприятий, во второй строке таблицы $\text{EPS}(1 - \text{Infl})$ представляет собой оцененный на инфляцию показатель EPS, темп роста за год, G (являющийся темпом роста за последние 10 лет) и

среднегодовой P/E за последние 5 лет рассчитаны с учетом оцененного значения EPS.

Таблица 5 – Данные о EPS за 10 лет и среднегодовом P/E за 5 лет ПАО «Протек»

Год	2004	2005	2006	2007	2008	2009
EPS	40,05	67,60	44,3	13,7	10,5	7,09
EPS(1-Infl)	35,35	60,23	40,31	12,07	9,11	6,47

Окончание таблицы 5

Год	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Темп роста за год, %	-	70,38	-33,07	-70,05	-24,58	-28,99
Год	2010	2011	2012	2013	2014	
EPS	1,83	3,5	5,28	3,57	9,16	
EPS(1-Infl)	1,67	3,29	4,93	3,34	8,12	
Темп роста за год, %	-74,2	97	50,09	-32,29	143	
Среднегодовой P/E	52,8	10,5	5,12	12,16	4,92	
Темп роста за 10 лет G	-18,16%					

Таблица 6 – Данные о EPS за 10 лет и среднегодовом P/E за 5 лет ПАО «Группа ЛСР»

Год	2004	2005	2006	2007	2008	2009
EPS	-0,00031	3,09	11,56	101,81	-87,3	50,33
EPS(1-Infl)	-0,00027	2,75	10,52	89,73	-75,71	45,9
Темп роста за год, %	-	-1005382	282	753	-184	-161
Год	2010	2011	2012	2013	2014	
EPS	17,76	23,93	46,06	50,58	89,78	
EPS(1-Infl)	16,20	22,47	43,03	47,32	79,58	
Темп роста за год, %	-64,7	38,7	91,5	9,97	68,2	
Среднегодовой P/E	55	38,92	13,81	12,48	7,09	

Темп роста за 10 лет G	39,99%
------------------------	--------

Таблица 7 – Данные о EPS за 10 лет и среднегодовом P/E за 5 лет ПАО МГТС

Год	2004	2005	2006	2007	2008	2009
EPS	22,48	47,80	35,61	47,57	71,09	34,58
EPS(1-Infl)	19,84	42,59	32,41	41,93	61,65	31,54
Темп роста за год, %	-	114,69	-23,9	29,37	47,03	-48,84

Окончание таблицы 7

Год	2010	2011	2012	2013	2014
EPS	15,28	69,06	127,00	136,00	129,00
EPS(1-Infl)	13,94	64,85	118,64	127,23	114,35
Темп роста за год, %	-55,8	365	83	7,24	-10,13
Среднегодовой P/E	28,38	6,82	4,24	3,69	4,15
Темп роста за 10 лет G	10,38%				

Таблица 8 – Данные о EPS за 10 лет и среднегодовом P/E за 5 лет ПАО «Ростелеком»

Год	2004	2005	2006	2007	2008	2009
EPS	4,39	1,01	1,5	2,89	12,54	8,2
EPS(1-Infl)	3,87	0,90	1,37	2,55	10,87	7,48
Темп роста за год, %	-	-76,79	51,7	86,6	327	-31,23
Год	2010	2011	2012	2013	2014	
EPS	10,14	15,81	12,29	9,35	16,47	
EPS(1-Infl)	9,25	14,85	11,48	8,75	14,60	
Темп роста за год, %	23,7	60,5	-22,66	-23,82	66,9	
Среднегодовой P/E	14,14	11,15	11,30	12,78	6,57	
Темп роста за 10 лет G	32,13%					

Таблица 9 – Данные о EPS за 10 лет и среднегодовом P/E за 5 лет ПАО «Центральный телеграф»

Год	2004	2005	2006	2007	2008	2009
EPS	0,76	0,9	1,17	0,7	0,073	0,583
EPS(1-Infl)	0,67	0,80	1,06	0,62	0,06	0,53
Темп роста за год, %	-	19,53	32,8	-42,1	-89,8	744

Окончание таблицы 9

Год	2010	2011	2012	2013	2014
EPS	0,021	-0,373	0,0065	1,136	1,795
EPS(1-Infl)	0,02	-0,35	0,01	1,06	1,59
Темп роста за год, %	-96,5	-1976	-102	17506	49,73
Среднегодовой P/E	1214,07	-	3754,81	15,45	7,27
Темп роста за 10 лет G	7,09%				

Остальные показатели, оговоренные в параграфе 2.2 рассчитываются исключительно для 2014 года. Необходимо помнить, что по внесенным нами изменениям мы должны оценивать величину общего долга на 1+Infl при расчете показателя «Долг / Собственный капитал», показатель «очищенная стоимость текущих активов» необходимо оценить на 1-Infl (таким образом, меняется и значение показателя «очищенная стоимость текущих активов на акцию»). Кроме того, значение мультипликатора P/E на конец года меняется, так как показатель EPS оценивался на 1-Infl. Данные о показателях EPS (первоначальных и оцененных на инфляцию), а также об оцененном значении среднегодового P/E за 2014 год были рассчитаны и представлены в Таблицах 5-9, однако, продублируем их для наибольшей наглядности. Наконец, показатель «дивидендная доходность» также изменяется на величину 1-Infl. В Таблице 10 представлены рассчитанные на 2014 год показатели, необходимые для ответов

на поставленные в модели отбора недооцененных компаний по методу Грехэма-Ри вопросы.

Таблица 10 – Показатели компаний за 2014 год

Организация	Долг / Собственный капитал, ед.	Текущая ликвидность, ед.	Очищенная стоимость текущих активов, руб.	Очищенная стоимость текущих активов на акцию, руб.	Балансовая стоимость акции, руб.
1	2	3	4	5	6
Протек	2,27	1,20	7359343091,20	13,96	44,31

Окончание таблицы 10

1	2	3	4	5	6
Группа ЛСР	1,98	1,66	17898110353,60	173,72	568,21
МГТС	0,23	5,11	3734846400,00	46,83	1005,33
Ростелеком	1,66	0,58	-232931294400,00	-90,46	86,41
Центральный телеграф	1,34	0,82	-1374558208,00	-8,27	11,50
Организация	EPS, руб.	Годовой темп роста EPS, %	Мультипликатор Р/Е (Р на 30.12.14), ед.	Средний Р/Е акции за год, ед.	Дивидендная доходность, %
Протек	8,12	143,12%	4,82	4,92	4,22%
Группа ЛСР	79,58	68,18%	5,76	7,09	12,26%
МГТС	114,35	-10,13%	3,71	4,15	2,05%
Ростелеком	14,60	66,90%	5,96	6,57	3,09%
Центральный телеграф	1,59	49,73%	7,27	9,69	0,00%

Некоторый справочный материал, который был использован для расчетов показателей в Таблице 10, представлен в Приложении А.

Таким образом, имея все необходимые показатели организаций, мы способны ответить на вопросы модели. Однако, прежде, чем это сделать, нужно узнать, какова доходность высоконадежных облигаций с рейтингом AAA. Следует отметить тот факт, что в Российской Федерации не существуют облигации, международный рейтинг надежности которых имеет статус AAA. В целом, самыми надежными являются государственные облигации, но и доходность их весьма мала. С точки зрения разумного инвестора мы должны сравнивать Р/Е и дивидендную доходность акций анализируемых организаций с доходностью высоконадежных корпоративных облигаций, которая больше, чем у государственных облигаций. В качестве ориентира в разрезе доходности высоконадежных облигаций с рейтингом AAA мы воспользуемся доходностью облигаций Газпромбанка серии ГПБ-1Б-об, находящихся в обращении, имеющих национальный рейтинг AAA и международный рейтинг А. Доходность этих облигаций – 3% в год, дата погашения – 27.04.2048.

Ответы на вопросы модели представлены в Таблице 11.

Таблица 11 – Ответы на вопросы модели отбора недооцененных компаний по методу Грехэма-Ри

№ вопроса	Организация	Протек	Группа ЛСР	МГТС	Ростел еком	Центральный телеграф
1	2	3	4	5	6	7
1	Значение мультипликатора Р/Е меньше, чем половина обратного значения доходности облигаций с рейтингом AAA?	4,82< 16,67 ДА	5,76< 16,67 ДА	3,71< 16,67 ДА	5,96< 16,67 ДА	7,27< 16,67 ДА
2	Значение мультипликатора Р/Е меньше 40% от наибольшего значения среднего Р/Е за последние пять лет?	4,82< 21,1 ДА	5,76< 22 ДА	3,71< 11,35 ДА	5,96> 5,65 НЕТ	7,27< 1501,9 ДА

3	Дивидендная доходность по акции равна не менее чем 2/3 доходности по облигациям AAA?	4,22%> 2% ДА	12,26%> 2% ДА	2,05%> 2% ДА	3,09%> 2% ДА	0%<2% НЕТ
4	Цена акции ниже 2/3 реальной балансовой стоимости в расчете на акцию?	39,93> 0,03 ДА	563,87> 378,8 НЕТ	474,7< 670,2 ДА	95,89> 57,6 НЕТ	11,57> 7,67 НЕТ
5	Цена акции ниже, чем 2/3 от чистой стоимости текущих активов в расчете на акцию?	39,93> 9,3 НЕТ	563,87> 115,8 НЕТ	474,7> 31,22 НЕТ	95,89> -60,31 НЕТ	11,57> -5,52 НЕТ
6	«Долг / Собственный капитал» меньше единицы?	2,27>1 НЕТ	1,98>1 НЕТ	0,23<1 ДА	1,66>1 НЕТ	1,34>1 НЕТ

Окончание таблицы 11

1	2	3	4	5	6	7
7	Текущая ликвидность больше двух?	1,2<2 НЕТ	1,66<2 НЕТ	5,11>2 ДА	0,58<2 НЕТ	0,82<2 НЕТ
8	Общий долг меньше, чем удвоенная чистая стоимость текущих активов?	2*Чист. активы-Долг<0 НЕТ	2*Чист. активы-Долг<0 НЕТ	2*Чист. активы-Долг<0 НЕТ	2*Чист. активы-Долг<0 НЕТ	2*Чист. активы-Долг<0 НЕТ
9	Темп роста EPS за последние 10 лет составил в среднем не менее 7% в год?	7%> -18,7% НЕТ	7%< 39,99% ДА	7%< 10,38% ДА	7%< 32,13% ДА	7%< 7,09% ДА
10	За последние 10 лет в течение восьми или более лет годовой темп роста EPS был равен -5% или меньше?	6 лет темп роста EPS<-5% НЕТ	4 года темп роста EPS<-5% НЕТ	4 года темп роста EPS<-5% НЕТ	4 года темп роста EPS<-5% НЕТ	5 лет темп роста EPS<-5% НЕТ

По результатам ответов на 6 вопрос мы отбросили все анализируемые компании, кроме организации «МГТС». Положительные ответы на 6, 1, 3, 4 и большую часть остальных вопросов говорят нам о том, что акции данной компании недооценены и рекомендуются к инвестированию. Помимо этого,

положительные ответы были даны на все вопросы, кроме 5, 8 и 10, что, в целом, подтверждает, что акции «МГТС» были недооценены.

Чтобы узнать, правильный ли вывод мы сделали, необходимо проверить, какова динамика цены на обыкновенные акции организации «МГТС». Данные об изменении цены акций с 30.12.14 по 1.06.16 представлены в Таблице 12. Для удобства, в 2015 году были отобраны цены акции на конец каждого квартала. В качестве цены акции использованы значения цены закрытия на каждую конкретную дату [42].

Таблица 12 – Динамика цены обыкновенных акций «МГТС»

Дата	Цена акции «МГТС»
30.12.2014	474,70

Окончание таблицы 12

Дата	Цена акции МГТС
30.03.2015	500,00
30.06.2015	550,00
30.09.2015	515,00
30.12.2015	540,00
30.03.2016	570,00
01.06.2016	917,00

Как мы видим, несмотря на некоторые колебания цены акции, она все же выросла за период с 30.12.14 по 01.06.16 почти в 2 раза, что подтверждает вывод об её недооцененности и показывает правильность модели и целесообразность изменений, внесенных в неё в данной работе с учетом современного состояния экономики России.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

На сегодняшний день вопрос о том, куда выгодно вложить свои средства, волнует не только профессиональных инвесторов, но и любых граждан, желающих получить доход без каких-либо физических и временных затрат. Встает вопрос о справедливой цене финансовых активов, торгуемых на рынках, о том, не являются ли они переоцененными. Теперь люди заинтересованы в поиске «темных лошадок» - недооцененных компаний, вложения в финансовые активы которых дадут серьезный доход. Яркий пример такого «инвестора в недооцененные активы» - Уоррен Баффет, который, пользуясь знаниями о поиске недооцененных финансовых активов, полученными от своего учителя Бенджамина Грэхема, сделал свое огромное состояние и вышел в рейтинг самых успешных инвесторов мира.

Наиболее популярный финансовый актив, который используется для инвестирования, - это акции. Недооцененной называют такую компанию, цена которой на рынке слишком занижена, до такой степени, что ее акции торгуются по цене ниже действительной стоимости. Инвесторы ищут недооцененные компании, чтобы купить их акции по низкой цене, до того, как остальные участники рынка по достоинству оценят эти акции и их цена вырастет. "Инвесторы в недооцененные активы" выбирают качественные компании, и используют фундаментальный и сравнительный анализы для проверки финансовой стабильности компании и справедливости современной цены акции перед тем, как принять решение о покупке.

В качестве основы для анализа, который позволяет определить недооцененные финансовые активы, используются такие мультипликаторы, как «цена/прибыль» (P/E); «цена/объем продаж» (P/S); «стоимость бизнеса/объем продаж» (EV/S); PEG; PEGY; «цена /балансовая стоимость» (P/B); EV/EBITDA; «цена/денежный поток» (P/CF); «цена/дивиденды (P/DIV)»; Бета-коэффициент; R-квадрат (R-squared); коэффициент Тобина. Помимо того, существует множество разных методик, позволяющих пользоваться этими

мультипликаторами и некоторыми другими показателями для поиска недооцененных активов. Это такие методики, как инвестирование с низким P/E Грэхема и инвестирование в акции роста; модель отбора акций с опережающим темпом роста Леви; отбор недооцененных компаний по методу Грэхема-Ри; акции стоимости и стратегия «собак Доу»; инвестиционные стратегии на первичных публичных размещениях акций.

Наиболее подходящей для России методикой является модель отбора недооцененных компаний Грэхема-Ри, однако и она требует изменений, которые бы позволили учесть современное состояние российской экономики. Рынок финансовых активов в России еще только развивается; между тем, в стране имеет место большой уровень инфляции. Это коренным образом отличает экономическую ситуацию нашей страны от таковой в западных странах, уроженцами которых являлись ученые-экономисты, составившие вышеназванные методики. В частности, Соединенные Штаты Америки, чей финансовый рынок уже давно завершил фазу развития, являются основопологателем методик отбора недооцененных финансовых активов, и имеют весьма низкий уровень инфляции, порой сменяющийся на дефляцию. В таких условиях вполне возможно игнорировать влияние инфляции на состояние экономики, однако, в России это невозможно.

Именно высокий уровень инфляции в России диктует необходимые изменения. Первым, как это ни противоречиво, предложил учитывать инфляцию американский экономист Шиллер. Он предложил заменить традиционный мультипликатор «цена/прибыль» (P/E) на мультипликатор «Shiller P/E», который предполагает корректировку значений текущих цен акций (Price, P) или индекса (например, S&P 500) и их прибылей (Earning, E) с поправкой на инфляцию за последние 10 лет. Однако, 10 лет – слишком долгий срок, и колебания уровня инфляции в России в этот период огромны, кроме того, учет инфляции такого большого периода для поиска недооцененных финансовых активов не имеет смысла.

Некоторые показатели, рассчитываемые в наиболее подходящей для российских условий модели отбора недооцененных компаний Грехэма-Ри, следует изменить с учетом инфляции. Таким образом, при расчете показателя «Долг / Собственный капитал» размер долга оценивается на величину $1+Infl$, где $Infl$ – уровень инфляции. При расчете показателя «Очищенная стоимость текущих (краткосрочных) активов» полученное значение умножается полученный на величину $1-Infl$; таким образом, изменяется и показатель «Очищенная стоимость текущих активов на акцию». Показатель «Дивидендная доходность» необходимо изменить, умножив полученное значение на $1-Infl$. Показатель «Прибыль на акцию» EPS умножается на величину $1-Infl$ для каждого года соответственно, поэтому, показатель «Годовой темп роста EPS» становится разницей между отношением EPS каждого года, оцененного на величину $1-Infl$ соответствующего периода, и единицей. «Мультипликатор P/E» и «Средний P/E акции за год» изменяется благодаря оценке значения EPS в знаменателе показателя на $1-Infl$. В подобном изменении мультипликаторов кроется научная и практическая новизна, позволяющая адаптировать уже существующую модель к отечественным условиям.

Не только показатели модели требуют изменения. Изменения в соответствии с российскими реалиями требуют и ключевые вопросы модели отбора недооцененных компаний Грехэма-Ри. В данной модели в первую очередь обращается внимание на 6, 1, 3 и 5 вопросы, получив положительные ответы на них в отношении каких-либо компаний, мы можем рекомендовать инвестировать в них. Однако, вместо 5 вопроса «цена акции ниже, чем $2/3$ от чистой стоимости текущих активов в расчете на акцию» нужно ориентироваться на 4 вопрос «цена акции ниже $2/3$ реальной балансовой стоимости в расчете на акцию». Это необходимо, потому что, во-первых, в российских реалиях очень сложно найти компанию, у которой обязательства будут гораздо меньше текущих активов, и, во-вторых, рыночная цена акции формируется стихийно, однако сама по себе стоимость акции связана именно с

собственными средствами, нежели с суммой долга, которая лишь косвенно относится к стоимости акции.

Прежде, чем начать поиск недооцененных компаний, следует определить инвестиционно-привлекательные (в нашем случае недооцененные) отрасли экономики с помощью среднеотраслевых мультипликаторов P/E и P/S. Низкие значения P/E (меньше 12) и $P/S < 1$ помогли определить, что в 2014 году наиболее привлекательными для инвестиций оказались отрасли оптовой торговли, производства строительных материалов и телекоммуникаций и связи. Среди них были выделены такие организации, как Группа компаний «Протек», «Группа ЛСР», «МГТС», «Ростелеком» и «Центральный телеграф».

По итогам использования измененной модели отбора недооцененных компаний Грехэма-Ри было выявлено, что компания ПАО «Московская Городская Телефонная Сеть» на 2014 год являлась недооцененной, и, соответственно, её акции, о чем говорят положительные ответы на ключевые вопросы 6, 1, 3, 4 и почти все остальные вопросы, за исключением трёх. Вывод о недооцененности компании был проверен с помощью оценки динамики цены акции, которая показала, что в период с 30.12.14 по 01.06.16 цена акции выросла с 474,70 рублей до 917 рублей. Это подтверждает успешность применения методики и, соответственно, целесообразность и правильность внесенных в неё изменений. Таким образом, поставленная в данной работе цель была достигнута.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1 Аленинская, Е. И. Применение сравнительного подхода к оценке стоимости акций на основе фундаментального анализа: поиск наиболее привлекательных для инвестирования акций в нефтегазовом секторе России / Е. И. Аленинская, Ю. П. Рябов // Социально-экономические процессы и явления. – 2013. – № 5. – С. 303-307.

2 Бахрамов, Ю. М. Финансовый менеджмент : учебник / Ю. М. Бахрамов, В. В. Глухов. – Изд. 2-е. – Санкт-Петербург : Питер, 2011. – 496 с.

3 Блохина, Т. К. Мировые финансовые рынки : учебник / Т. К. Блохина. – Москва : Проспект, 2016 – 160 с.

4 Валинурова, Л. С. Организация инвестиционной деятельности в отраслях промышленности : монография / Л. С. Валинурова. – Москва : Палеотип, 2008. – 80 с.

5 Веретенникова О. Б. Инвестиционная привлекательность отрасли и подходы к ее оценке / О. Б. Веретенникова, Е. С. Рыбина // Вестник Ленинградского государственного университета им. А.С. Пушкина. – 2011. – № 4. – С. 43-51.

6 Галанов, В. А. Рынок ценных бумаг : учебник / В. А. Галанов. – Москва : НИЦ ИНФРА-М, 2014. – 378 с.

7 Гальперин, М. А., Теплова Т. В. Инвестиционные стратегии на дивидендных акциях российского фондового рынка: «собаки Доу» и портфели с фильтрами по фундаментальным показателям / М. А. Гальперин, Т. В. Теплова // Экономический журнал ВШЭ. – 2012. – № 2 – С. 205-242.

8 Грехэм, Б. Разумный инвестор: полное руководство по стоимостному инвестированию (The Intelligent Investor The Definitive Book On Value Investing) / Бенджамин Грехэм. — Москва : Альпина Паблишер, 2014. — 568 с.

9 Гуськова, Н. Д. Инвестиционный менеджмент : учебник / Н. Д. Гуськова, И. Н. Краковская, Ю. Ю. Слушкина, В. И. Маколов. – Москва : КноРус, 2010. – 456 с.

- 10 Жукова, Е. Ф. Рынок ценных бумаг : учебник / Е. Ф. Жукова. – Москва : Волтерс Клоувер, 2010. – 656 с.
- 11 Иванов В. В. Инвестиции : учебник / В. В. Иванов, В. В. Ковалев, В. А. Лялин. – Изд. 2-е. – Москва : Проспект, 2013. – 592 с.
- 12 Ковалев, В. В. Корпоративные финансы и учет: понятия, алгоритмы, показатели : учебное пособие / В. В. Ковалев. — Москва : Проспект, 2010. — 768 с.
- 13 Ковалев, В. В. Курс финансового менеджмента : учебник / В. В. Ковалев. – Изд. 3-е. – Москва : Проспект, 2013. – 504 с.
- 14 Крылов, Э. И. Анализ в управлении финансовым состоянием коммерческой организации : учебник / Э. И. Крылов, Н. Н. Илышева. - Москва : Эксмо, 2011. – 416 с.
- 15 Кузнецов, Б. Т. Инвестиции : учебное пособие / Б. Т. Кузнецов. – Москва : Юнити-Дана, 2012. – 623 с.
- 16 Кучмезов Х. Х. Определение справедливой цены акции компании / Х. Х. Кучмезов // Наука, образование, общество: тенденции и перспективы развития : материалы Междунар. науч.-практ. конф. (Чебоксары, 13 дек. 2015 г.) / редкол.: О. Н. Широков [и др.]. — Чебоксары : ЦНС «Интерактив плюс», 2015. — С. 336–338.
- 17 Лукасевич, И.Я. Финансовый менеджмент : учебник / И. Я. Лукасевич. – Изд. 2-е; перераб. и доп. – Москва : Эксмо, 2010. – 764 с.
- 18 Невейкин, В. П. Капитализация инвестиций как альтернативный способ оценки истинной стоимости акций / В. П. Невейкин // Финансы и кредит. – 2008. – №43. – С. 31-42.
- 19 Орлова Е.Р. Инвестиции : учебное пособие / Е. Р. Орлова. – Москва : Омега-Л, 2012. – 240 с.
- 20 Оценка организации (предприятия, бизнеса): учебник / А. Н. Асаул, В. Н. Старинский, М. К. Старовойтов, Р. А. Фалтинский; под ред. засл. деятеля науки РФ, д-ра экон. наук, профессора А. Н. Асаула. – Санкт-Петербург : АНО «ИПЭВ», 2014. – 476 с.

21 Оценка стоимости предприятия (бизнеса) : учебник / А. Г. Грязнова, М. А. Федотова, М. А. Эскиндаров, Т. В. Тазихина, Е. Н. Иванова, О.Н. Щербакова. — Москва : ИНТЕРРЕКЛАМА, 2009. — 544 с.

22 Ревуцкий, Л. Д. Несправедливо называемая справедливой и действительно справедливая рыночная стоимость обыкновенных акций предприятия / Л. Д. Ревуцкий // Вопросы оценки. – 2010. – № 1. – С. 48-52.

23 Ревуцкий, Л. Д. Основные заблуждения теоретиков, преподавателей и практиков оценки стоимости предприятий / Л. Д. Ревуцкий // Аудит и финансовый анализ. – 2008. – № 5. – С. 408-415.

24 Ример, М. И. Экономическая оценка инвестиций : учебник / М. И. Ример. – Изд. 5-е. – Санкт-Петербург : Питер, 2014. – 432 с.

25 Рой, Л. В. Анализ отраслевых рынков : учебник / Л. В. Рой, В. П. Третьяк. – Москва : ИНФРА-М, 2008. – 448 с.

26 Ройзман И. И. Современная и перспективная типология инвестиционного климата российских регионов // Инвестиции в России. – 2009. – №3. – С. 3-15.

27 Романовский, М. В. Корпоративные финансы : учебник / М. В. Романовский, А. И. Вострокнутова. – Санкт-Петербург : Питер, 2011. – 592 с.

28 Рош, Дж. Стоимость компании: от желаемого к действительному / Дж. Рош; пер. с англ. Е. И. Недбальская; науч. Ред. П. В. Лебедев. – Минск : Гверцов Паблицер, 2009. – 352 с.

29 Самаргородская, М. И. Цели, задачи и принципы формирования региональной инвестиционной политики / М.И. Самаргородская // Региональная экономика: теория и практика. – 2014. – № 3. – С. 20.

30 Таров, В. П.. Инновационный потенциал: современное состояние и перспективы развития : монография / В. П. Таров, В. Г. Матвейкин, С. И. Дворецкий, Л. В. Минько, Л. Н. Чайникова. – Москва : Эксмо, 2010. – 150 с.

31 Теплова, Т. В. Инвестиции : учебник / Т. В. Теплова – Москва : ЮРАЙТ, 2011. – 724 с.

32 Туманидзе, Т. У. Анализ и оценка эффективности инвестиций : учебник / Т. У. Туманидзе. – Москва : Юнити-Дана, 2014. – 247 с.

33 Фант А. П. Выбор инструментов фундаментального анализа для стоимостного инвестирования / А. П. Фант, Е. А. Шнюкова // Учет, анализ и аудит: проблемы теории и практики. – 2012. – № 9. – С. 172-174.

34 Фант А. П. Модели инвестирования в недооцененные финансовые активы / А. П. Фант, Е. А. Шнюкова // Актуальные вопросы экономических наук. - 2013. – № 30. – С. 206-212.

35 Хромов, Е. А. Совершенствование методов оценки стоимости акций компаний на современном этапе развития российского рынка ценных бумаг : дис. ... канд. экон. Наук : 08.00.10 / Хромов Евгений Анатольевич. – Москва, 2011. – 142 с.

36 Хромов, Е. А. Фундаментальный анализ акций / Е. А. Хромов // Финансы и кредит. – 2010. – № 28 (412) – С. 49-54.

37 Чиркова, Е. В. Как оценить бизнес по аналогии : учебник / К. В. Чиркова. – Москва : Альпина Паблишер, 2014. – 232 с.

38 Шарп, У. Ф. Инвестиции: учебник / У. Ф. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. – Москва : ИНФРА-М, 2010. – 1028 с.

39 Шнюкова, Е, А. Отбор инвестиционно-привлекательных недооцененных компаний с помощью мультипликаторов / Е. А. Шнюкова, А. П. Фант // Учет, анализ и аудит: проблемы теории и практики. – 2013. – № 10. – С. 123-127.

40 Экономическая информатика. Введение в экономический анализ информационных систем : учебник / М. И. Лугачев, Е. И. Анно, М. Р. Когаловский и др. – Москва : ИНФРА-М, 2009. – 958 с.

41 Азбука инвестора: акции и их оценка [Электронный ресурс] : информационный портал // Азбука инвестора. – Режим доступа : <http://azbuka-investora.com>.

42 Все инструменты частных инвестиций на фондовом рынке [Электронный ресурс] : котировки акций // Информационный портал «Invest-funds». — Режим доступа: <http://investfunds.ru>.

43 Корпоративный менеджмент: финансы, бизнес-планы, управление компанией [Электронный ресурс] : информационный портал // Интернет-проект «Корпоративный менеджмент». — Режим доступа : <http://www.cfin.ru>.

44 Новости, анализ, прогнозы в сфере экономики и бизнеса, общества и политики [Электронный ресурс] : экспертные оценки // Рейтинго-новостное агентство «Эксперт». — Режим доступа: <http://expert.ru>.

45 ПАО «Группа ЛСР» [Электронный ресурс] : об организации // Официальный сайт ПАО «Группа ЛСР». — Режим доступа: <http://www.lsrgroup.ru>.

46 ПАО Группа компаний «Протек» [Электронный ресурс] : об организации // Официальный сайт ПАО Группа компаний «Протек». — Режим доступа: <http://www.protek-group.ru>.

47 ПАО «Московская городская телефонная сеть» [Электронный ресурс] : об организации // Официальный сайт ПАО МГТС. — Режим доступа: <http://mgts.ru>.

48 ПАО «Ростелеком» [Электронный ресурс] : об организации // Официальный сайт ПАО «Ростелеком». — Режим доступа: <http://www.rostelecom.ru>.

49 ПАО «Центральный телеграф» [Электронный ресурс] : об организации // Официальный сайт ПАО «Центральный телеграф». — Режим доступа: <https://www.cnt.ru>.

50 Финам.ру [Электронный ресурс] : информационный портал // Холдинг «ФИНАМ». — Режим доступа: <http://www.finam.ru>.

ПРИЛОЖЕНИЕ А

Показатели компаний, которые не вошли в финансовую отчетность по МСФО

Таблица А.1 – Справочные показатели организаций

Организация	Справочно: количество акций в обращении, шт.	Цена акции на 30.12.14, руб.	Средняя цена акции за год, руб.	Дивиденды на акцию (с учетом инфляции), руб.
Группа Протек	527 142 857	39,1	39,93	1,68
Группа ЛСР	103 030 215	458	563,87	69,14
МГТС	79 746 311	424	474,7	9,74
Ростелеком	2 574 914 954	87,01	95,89	2,96
Центральный телеграф	166 167 000	12,6	11,57	0,00

Таблица А.2 – Справочные показатели организаций

Организация	Общий долг, руб.	Удвоенные чистые активы, руб.	Общий долг- Удвоенные чистые активы, руб.
Группа Протек	42237185145,60	14718686182,40	-27518498963,20
Группа ЛСР	99488421795,20	35796220707,20	-63692201088,00
МГТС	14684545600,00	7469692800,00	-7214852800,00
Ростелеком	294560913600,00	-465862588800,00	-760423502400,00
Центральный телеграф	2042343603,20	-2749116416,00	-4791460019,20

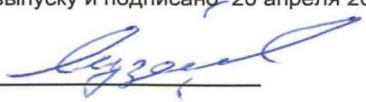
ПРИЛОЖЕНИЕ Б


Финансовая отчетность организации ПАО «Протек» по МСФО

**ОАО «ПРОТЕК» И ЕГО ДОЧЕРНИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ
КОНСОЛИДИРОВАННЫЙ ОТЧЕТ О ФИНАНСОВОМ ПОЛОЖЕНИИ
(В ТЫСЯЧАХ РОССИЙСКИХ РУБЛЕЙ, ЕСЛИ НЕ УКАЗАНО ИНОЕ)**

	Прим.	31 декабря 2014 г.	31 декабря 2013г. (пере- считано)	1 января 2013 г.
АКТИВЫ				
Краткосрочные активы				
Денежные средства и их эквиваленты	3	4 004 016	3 603 199	5 736 375
Займы выданные	4	1 838 941	175 966	123 726
Торговая и прочая дебиторская задолженность	5	26 923 867	22 963 114	20 895 579
Дебиторская задолженность по текущему налогу на прибыль		43 199	82 102	36 414
Запасы	6	27 535 487	24 674 429	21 217 415
Прочие краткосрочные активы		44 466	16 738	17 675
Итого краткосрочные активы		60 389 976	51 515 548	48 027 184
Долгосрочные активы				
Основные средства	7	7 780 716	7 634 688	7 747 366
Авансы, выданные за приобретение основных средств		288 819	131 725	81 479
Гудвил	8	4 817 258	4 817 258	4 817 258
Прочие нематериальные активы	9	2 023 362	2 028 220	2 129 308
Инвестиции в ассоциированные предприятия		449	399	355
Отложенные налоговые активы по налогу на прибыль	19	274 171	267 276	132 624
Прочие долгосрочные активы		29 731	19 799	16 834
Итого долгосрочные активы		15 214 506	14 899 365	14 925 224
ИТОГО АКТИВЫ		75 604 482	66 414 913	62 952 408
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И КАПИТАЛ				
Краткосрочные обязательства				
Кредиты и займы	10	299 518	57 359	27 951
Торговая и прочая кредиторская задолженность	11	49 242 043	43 218 035	38 757 389
Резерв по судебным искам	12	18 049	491 573	-
Обязательства по текущему налогу на прибыль		161 665	36 662	157 516
Итого краткосрочные обязательства		49 721 275	43 803 629	38 942 856
Долгосрочные обязательства				
Кредиты и займы	10	8 662	958	2 320
Торговая кредиторская задолженность		-	-	115 614
Отложенные налоговые обязательства по налогу на прибыль	19	967 100	798 884	834 597
Итого долгосрочные обязательства		975 762	799 842	952 531
ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА		50 697 037	44 603 471	39 895 387
КАПИТАЛ				
Акционерный капитал	13	5 271	5 271	5 271
Эмиссионный доход	13	5 793 821	5 793 821	5 793 821
Выкупленные собственные акции		(794 657)	(126 069)	(85 007)
Резерв курсовых разниц		-	3 626	3 711
Нераспределенная прибыль	19	19 711 605	15 952 546	17 161 802
Капитал, относимый на собственников Предприятия		24 716 040	21 629 195	22 879 598
Неконтролирующая доля		191 405	182 247	177 423
ИТОГО КАПИТАЛ		24 907 445	21 811 442	23 057 021
ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И КАПИТАЛ		75 604 482	66 414 913	62 952 408

Одобрено к выпуску и подписано 20 апреля 2015 года.


В. Г. Музяев
Президент


Т. Н. Прокопов
Вице-президент

Окончание приложения Б

ОАО «ПРОТЕК» И ЕГО ДОЧЕРНИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ КОНСОЛИДИРОВАННЫЙ ОТЧЕТ О ПРИБЫЛИ ИЛИ УБЫТКЕ И ПРОЧЕМ СОВОКУПНОМ ДОХОДЕ (В ТЫСЯЧАХ РОССИЙСКИХ РУБЛЕЙ, ЕСЛИ НЕ УКАЗАНО ИНОЕ)

	Прим.	2014 г.	2013 г. (пересчитано)
Выручка	14	156 948 198	139 310 565
Себестоимость продаж	15	(137 478 954)	(121 766 201)
Валовая прибыль		19 469 244	17 544 364
Коммерческие расходы	16	(10 954 258)	(10 014 573)
Общие и административные расходы	17	(4 124 304)	(4 078 786)
Восстановление резервов / (расходы по судебным искам)	12	108 690	(1 044 697)
Прочие операционные расходы, чистые	18	(15 678)	(28 177)
Операционная прибыль		4 483 694	2 378 131
Доля в результатах ассоциированного предприятия		50	44
Процентные доходы		154 162	189 238
Процентные расходы		(36 218)	(19 047)
Прибыль от курсовых разниц		2 994 697	536 903
Убыток от курсовых разниц		(1 784 221)	(441 119)
Прибыль до налогообложения		5 812 164	2 644 150
Расходы по налогу на прибыль	19	(1 018 919)	(626 040)
Прибыль за год		4 793 245	2 018 110
Прочий совокупный доход/(убыток): <i>Статьи, которые впоследствии могут быть реклассифицированы в прибыли или убытки</i>			
Пересчет финансовой информации по иностранным предприятиям в валюту представления отчетности		1 232	(85)
Прочий совокупный доход/(убыток) за год		1 232	(85)
Итого совокупный доход за год		4 794 477	2 018 025
Прибыль, относимая на:			
- собственников Предприятия		4 721 768	1 961 650
- неконтролирующую долю		71 477	56 460
Прибыль за год		4 793 245	2 018 110
Итого совокупный доход, относимый на:			
- собственников Предприятия		4 723 000	1 961 565
- неконтролирующую долю		71 477	56 460
Итого совокупный доход за год		4 794 477	2 018 025
Прибыль на обыкновенную акцию, рассчитанная на основе прибыли, относимой на собственников Предприятия, базовая и разводненная (в российских рублях)	22	9,16	3,73

ПРИЛОЖЕНИЕ В

Финансовая отчетность ПАО «Группа ЛСР» по МСФО

ОАО «Группа ЛСР»

Консолидированный отчет о финансовом положении по состоянию на 31 декабря 2014 г.

	Пояснения	31 декабря	31 декабря	1 января	31 декабря	31 декабря	1 января
		2014 г.	2013 г. (пересчитано)	2013 г. (пересчитано)	2014 г.	2013 г. (пересчитано)	2013 г. (пересчитано)
		В тыс. руб.	В тыс. руб.	В тыс. руб.	В тыс. долл. США	В тыс. долл. США	В тыс. долл. США
АКТИВЫ							
Внеоборотные активы							
Основные средства	13	28 090 403	42 775 672	39 907 439	499 311	1 306 957	1 313 926
Нематериальные активы	14	4 376 474	5 275 357	4 948 589	77 792	161 182	162 929
Инвестиционная собственность на стадии строительства		-	-	152 731	-	-	5 028
Инвестиционная собственность		-	-	675 600	-	-	22 244
Прочие инвестиции	15	3 726	2 637	146 740	66	80	4 832
Отложенные налоговые активы	16	1 698 006	2 861 189	1 610 617	30 183	87 420	53 028
Торговая и прочая дебиторская задолженность	18	253 464	177 040	132 754	4 505	5 409	4 372
Денежные средства с ограничением на использование	20	26 374	162 355	476 883	469	4 961	15 701
Итого внеоборотных активов		34 448 447	51 254 250	48 051 353	612 326	1 566 009	1 582 060
Оборотные активы							
Прочие инвестиции	15	2 522 123	409 322	191 536	44 832	12 505	6 305
Запасы	17	105 259 475	75 174 446	59 753 818	1 870 999	2 296 863	1 967 353
Дебиторская задолженность по налогу на прибыль		388 730	243 758	146 679	6 910	7 448	4 829
Торговая и прочая дебиторская задолженность	18	30 739 687	18 580 472	19 563 031	546 401	567 703	644 099
Денежные средства и их эквиваленты	19	25 277 805	5 899 479	3 967 086	449 316	180 251	130 613
Денежные средства с ограничением на использование	20	16 266	630	563	289	19	19
Активы, предназначенные для продажи	32	349 116	-	-	6 206	-	-
Итого оборотные активы		164 553 202	100 308 107	83 622 713	2 924 953	3 064 789	2 753 218
Итого активы		199 001 649	151 562 357	131 674 066	3 537 279	4 630 798	4 335 278

Продолжение приложения В

ОАО «Группа ЛСР»

Консолидированный отчет о финансовом положении по состоянию на 31 декабря 2014 г.

	Пояснения	31 декабря	31 декабря	1 января	31 декабря	31 декабря	1 января
		2014 г.	2013 г. (пересчитано)	2013 г. (пересчитано)	2014 г.	2013 г. (пересчитано)	2013 г. (пересчитано)
		В тыс. руб.	В тыс. руб.	В тыс. руб.	В тыс. долл. США	В тыс. долл. США	В тыс. долл. США
СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА							
Собственный капитал	21						
Акционерный капитал		34 577	34 577	34 577	1 241	1 241	1 241
Собственные акции		(751 255)	-	-	(19 553)	-	-
Эмиссионный доход		26 408 386	26 408 386	26 408 386	959 987	959 987	959 987
Добавочный капитал		16 643 644	15 953 626	16 697 997	639 905	621 946	645 319
Резерв перевода в валюту представления отчетности		593 709	81 162	(5 908)	(1 125 883)	(323 243)	(183 749)
Нераспределенная прибыль		22 914 203	17 795 584	16 585 504	711 024	577 802	539 806
Итого капитал, приходящийся на долю акционеров		65 843 264	60 273 335	59 720 556	1 166 721	1 837 733	1 962 604
Неконтролирующая доля участия		(15 355)	(14 724)	132 763	3 378	3 394	8 025
Итого собственный капитал		65 827 909	60 258 611	59 853 319	1 170 099	1 841 127	1 970 629
Долгосрочные обязательства							
Кредиты и займы	23	18 712 966	26 112 699	33 948 989	332 625	797 840	1 117 747
Отложенные налоговые обязательства	16	1 919 782	1 314 983	2 113 784	34 125	40 177	69 595
Торговая и прочая кредиторская задолженность	25	16 658 421	20 215	185 218	296 105	618	6 098
Резервы	24	27 797	19 290	16 361	494	590	538
Итого долгосрочные обязательства		37 318 966	27 467 187	36 264 352	663 349	839 225	1 193 978
Краткосрочные обязательства							
Кредиты и займы	23	8 654 065	7 949 435	5 525 669	153 827	242 884	181 929
Задолженность по налогу на прибыль		504 402	653 475	901 016	8 966	19 966	29 665
Торговая и прочая кредиторская задолженность	25	84 764 150	54 994 125	28 786 443	1 506 695	1 680 277	947 775
Резервы	24	1 696 093	239 524	343 267	30 147	7 319	11 302
Обязательства, предназначенные для продажи	32	236 064	-	-	4 196	-	-
Итого краткосрочные обязательства		95 854 774	63 836 559	35 556 395	1 703 831	1 950 446	1 170 671
Итого обязательства		133 173 740	91 303 746	71 820 747	2 367 180	2 789 671	2 364 649
Всего собственного капитала и обязательств		199 001 649	151 562 357	131 674 066	3 537 279	4 630 798	4 335 278

Продолжение приложения В

ОАО «Группа ЛСР»
Консолидированный отчет о прибыли или убытке и прочем совокупном доходе
за год, закончившийся 31 декабря 2014 г.

Пояснения	2014 г.	2013 г.	2014 г.	2013 г.
	В тыс. руб.	(пересчитано) В тыс. руб.	В тыс. долл. США	(пересчитано) В тыс. долл. США
Выручка	92 347 177	60 201 126	2 403 517	1 890 263
Себестоимость	(66 297 539)	(41 368 118)	(1 725 522)	(1 298 920)
Валовая прибыль	26 049 638	18 833 008	677 995	591 343
Коммерческие расходы	(4 857 581)	(4 711 980)	(126 428)	(147 953)
Административные расходы	7 (6 770 678)	(5 520 913)	(176 222)	(173 353)
Прочие доходы	8 3 175 282	126 923	82 643	3 985
Прочие расходы	8 (104 755)	(236 553)	(2 726)	(7 428)
Результаты операционной деятельности	17 491 906	8 490 485	455 262	266 594
Финансовые доходы	10 1 019 675	369 293	26 539	11 596
Финансовые расходы	10 (7 051 117)	(4 355 140)	(183 519)	(136 748)
Прибыль до уплаты налога на прибыль	11 460 464	4 504 638	298 282	141 442
Расход по налогу на прибыль	11 (2 258 394)	(1 211 145)	(58 780)	(38 029)
Прибыль за год	9 202 070	3 293 493	239 502	103 413
Прочий совокупный доход / (убыток)				
<i>Статьи, которые могут быть впоследствии реклассифицированы в состав прибыли или убытка:</i>				
Курсовые разницы при пересчете из других валют	512 547	87 070	13 340	2 734
<i>Статьи, которые не могут быть впоследствии реклассифицированы в состав прибыли или убытка:</i>				
Курсовые разницы при пересчете из других валют	-	-	(815 980)	(142 228)
Общий совокупный доход / (убыток) за год	9 714 617	3 380 563	(563 138)	(36 081)

Окончание приложения В

ОАО «Группа ЛСР»

Консолидированный отчет о прибыли или убытке и прочем совокупном доходе за год, закончившийся 31 декабря 2014 г.

Пояснения	2014 г.	2013 г.	2014 г.	2013 г.	
	В тыс. руб.	(пересчитано) В тыс. руб.	В тыс. долл. США	(пересчитано) В тыс. долл. США	
Прибыль, причитающаяся:					
Акционерам Компании	9 202 703	3 270 684	239 518	102 697	
Держателям неконтролирующей доли участия	(633)	22 809	(16)	716	
Прибыль за год	9 202 070	3 293 493	239 502	103 413	
Общий совокупный доход, причитающийся:					
Акционерам Компании	9 715 250	3 357 754	(563 122)	(36 797)	
Держателям неконтролирующей доли участия	(633)	22 809	(16)	716	
Общий совокупный доход / (убыток) за год	9 714 617	3 380 563	(563 138)	(36 081)	
Базовая и разводненная прибыль на акцию	22	89,78 руб.	31,74 руб.	2,34 долл. США	1,00 долл. США

Настоящая консолидированная финансовая отчетность была утверждена руководством 17 марта 2015 года и от имени руководства ее подписали:



Вахмистров А.И.
Генеральный директор



Кутузов Д.В.
Финансовый директор

ПРИЛОЖЕНИЕ Г

Финансовая отчетность организации ПАО «МГТС» по МСФО

ОТКРЫТОЕ АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО «МОСКОВСКАЯ ГОРОДСКАЯ ТЕЛЕФОННАЯ СЕТЬ» И ДОЧЕРНИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ

КОНСОЛИДИРОВАННЫЙ ОТЧЕТ О ФИНАНСОВОМ ПОЛОЖЕНИИ ПО СОСТОЯНИЮ НА 31 ДЕКАБРЯ 2014 ГОДА

(в миллионах российских рублей, за исключением количества акций)

	31 декабря	
	2014 года	2013 года
ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ:		
Денежные средства и их эквиваленты (Прим. 4)	1,010	6,453
Краткосрочные финансовые вложения (Прим. 5)	4,578	10,637
Дебиторская задолженность по основной деятельности и прочая дебиторская задолженность, за вычетом резерва по сомнительной задолженности в размере 95 и 597 млн рублей соответственно (Прим. 6)	5,492	5,091
Дебиторская задолженность, связанная с продажей доли в ЗАО «Бизнес-Недвижимость» АФК «Система» (Прим. 3, 21)	3,214	-
Товарно-материальные запасы и запасные части	315	469
Отложенные налоговые активы, краткосрочная часть (Прим. 15)	483	501
НДС к возмещению	595	718
Активы, предназначенные для продажи (Прим. 23)	2,004	-
Итого оборотные активы	17,691	23,869
ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ:		
Основные средства, за вычетом накопленной амортизации в размере 36,607 и 33,759 млн рублей соответственно (Прим. 7)	60,933	58,000
Гудвил (Прим. 9)	1,083	1,083
Нематериальные активы, за вычетом накопленной амортизации в размере 2,547 и 1,996 млн рублей соответственно (Прим. 8),	2,096	1,814
Финансовые вложения в зависимые предприятия (Прим. 11)	247	573
Долгосрочные финансовые вложения в связанные стороны (Прим. 10)	20,644	5,375
Прочие внеоборотные активы	-	67
Итого внеоборотные активы	85,003	66,912
Итого активы	102,694	90,781
КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА:		
Кредиторская задолженность, налоги к уплате и прочие начисленные обязательства (Прим. 12)	5,973	6,559
Авансовые платежи	778	685
Отложенные платежи за подключение, краткосрочная часть	312	329
Задолженность по налогу на прибыль	52	281
Отложенные налоговые обязательства, краткосрочная часть (Прим. 15)	-	7
Обязательства, относящиеся к активам, предназначенным для продажи (Прим. 23)	227	-
Итого краткосрочные обязательства	7,342	7,861
ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА:		
Отложенные платежи за подключение, долгосрочная часть	1,109	1,307
Отложенные налоговые обязательства (Прим. 15)	4,101	3,617
Обязательства по пенсионному обеспечению (Прим. 13)	1,055	1,122
Безвозмездно полученные основные средства (Прим. 14)	2,519	2,630
Прочие долгосрочные обязательства	190	280
Итого долгосрочные обязательства	8,974	8,956
Итого обязательства	16,316	16,817

Продолжение приложения Г

**ОТКРЫТОЕ АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО «МОСКОВСКАЯ ГОРОДСКАЯ
ТЕЛЕФОННАЯ СЕТЬ» И ДОЧЕРНИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ**

**КОНСОЛИДИРОВАННЫЙ ОТЧЕТ О ФИНАНСОВОМ ПОЛОЖЕНИИ
ПО СОСТОЯНИЮ НА 31 ДЕКАБРЯ 2014 ГОДА (ПРОДОЛЖЕНИЕ)**

(в миллионах российских рублей, за исключением количества акций)

	31 декабря	
	2014 года	2013 года
СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ:		
Обыкновенные акции (79,746,311 акций, разрешенных к выпуску, выпущенных и находящихся в обращении) (Прим. 16)	3,190	3,190
Привилегированные акции (15,574,492 акций, разрешенных к выпуску, выпущенных и находящихся в обращении)	623	623
Собственные акции, выкупленные у акционеров (9,496,163 акций ОАО «МТС», учитываемых по стоимости приобретения)	(1,046)	(1,046)
Добавочный капитал	16,212	13,494
Накопленный прочий совокупный убыток	(1,293)	(1,358)
Нераспределенная прибыль	68,692	59,061
Итого собственный капитал	86,378	73,964
Итого обязательства и собственный капитал	102,694	90,781

Окончание приложения Г

**ОТКРЫТОЕ АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО «МОСКОВСКАЯ ГОРОДСКАЯ
ТЕЛЕФОННАЯ СЕТЬ» И ДОЧЕРНИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ**

**КОНСОЛИДИРОВАННЫЙ ОТЧЕТ О ФИНАНСОВЫХ РЕЗУЛЬТАТАХ И СОВОКУПНОМ ДОХОДЕ
ЗА ГОД, ЗАКОНЧИВШИЙСЯ 31 ДЕКАБРЯ 2014 ГОДА**

(в миллионах российских рублей, за исключением количества акций и прибыли на акцию)

	Год, закончившийся 31 декабря	
	2014 года	2013 года
Выручка от реализации (Прим. 17)	40,443	39,544
Себестоимость услуг за вычетом амортизации, отдельно представленной ниже	(5,397)	(5,926)
Общехозяйственные и административные расходы (Прим. 18)	(12,584)	(12,010)
Резерв по сомнительной задолженности	(382)	(198)
Коммерческие расходы	(646)	(737)
Амортизация основных средств и нематериальных активов	(7,456)	(5,062)
Прочие операционные расходы	(377)	(458)
Операционная прибыль	13,601	15,153
Доходы от курсовых разниц	21	10
Процентные доходы и дивиденды полученные	2,004	1,175
Процентные расходы	-	(4)
Доля в чистых убытках зависимых предприятий (Прим. 11)	(77)	(39)
Прочие доходы	216	-
Прибыль до налогообложения	15,765	16,295
Налог на прибыль (Прим. 15)	(3,757)	(3,293)
ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ	12,008	13,002
ПРОЧИЙ СОВОКУПНЫЙ ДОХОД, ЗА ВЫЧЕТОМ НАЛОГА		
Непризнанные актуарные прибыли (за вычетом налога в размере ноль рублей) (Прим. 13)	65	183
ИТОГО СОВОКУПНЫЙ ДОХОД	12,073	13,185
Средневзвешенное количество обыкновенных акций, находящихся в обращении – базовое и разводненное, в тыс. штук (Прим. 19)	79,746	79,746
Прибыль на обыкновенную акцию – базовая и разводненная, рублей (Прим. 20)	126	136

ПРИЛОЖЕНИЕ Д


Финансовая отчетность организации ПАО «Ростелеком» по МСФО

ОАО «Ростелеком»
КОНСОЛИДИРОВАННЫЕ ОТЧЕТЫ О ФИНАНСОВОМ ПОЛОЖЕНИИ
 (в миллионах российских рублей)

	Примечания	31 декабря 2014	31 декабря 2013
АКТИВЫ			
Внеоборотные активы			
Основные средства	5	328 266	335 059
Инвестиционная собственность		224	113
Гудвил и прочие нематериальные активы	6	58 420	64 346
Инвестиции в ассоциированные компании	8	75 048	918
Прочие инвестиции	9	110	520
Отложенные налоговые активы	19	359	276
Прочие внеоборотные активы	10	9 274	3 990
Итого внеоборотные активы		471 701	405 222
Оборотные активы			
Товарно-материальные запасы	11	4 827	3 941
Торговая и прочая дебиторская задолженность	12	45 056	39 824
Предоплаты		4 363	3 508
Предоплата по текущему налогу на прибыль		2 241	4 894
Прочие инвестиции	9	1 934	1 966
Денежные средства и их эквиваленты	13	16 945	7 960
Прочие оборотные активы	14	988	609
Итого оборотные активы		76 354	62 702
Активы, удерживаемые на продажу	33	579	93 048
Итого активы		548 634	560 972
КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА			
Капитал, причитающийся акционерам Группы			
Акционерный капитал	15	97	97
Добавочный капитал		819	1 658
Собственные акции, выкупленные у акционеров		(82 023)	(68 325)
Нераспределенная прибыль и прочие резервы		322 258	262 967
Итого капитал, причитающийся акционерам Группы		241 151	196 397
Доля неконтролирующих акционеров		4 076	3 359
Итого капитал		245 227	199 756
Долгосрочные обязательства			
Кредиты и займы	16	137 872	184 600
Обязательства по вознаграждениям сотрудникам	18	5 965	9 774
Отложенные налоговые обязательства	19	31 206	26 728
Кредиторская задолженность, резервы и начисленные расходы	17	160	1 077
Прочие долгосрочные обязательства		4 960	5 127
Итого долгосрочные обязательства		180 163	227 306
Краткосрочные обязательства			
Кредиты и займы	16	52 142	33 209
Кредиторская задолженность, резервы и начисленные расходы	17	62 253	73 635
Обязательства по текущему налогу на прибыль		89	69
Прочие краткосрочные обязательства		8 760	9 350
Итого краткосрочные обязательства		123 244	116 263
Обязательства, удерживаемые на продажу	33	-	17 647
Итого обязательства		303 407	361 216
Итого капитал и обязательства		548 634	560 972

Настоящая консолидированная финансовая отчетность была утверждена руководством ОАО «Ростелеком» 24 марта 2015 года и подписана от его имени:

Президент  С. Б. Калугин

Старший Вице-Президент- К.-У. Мельхорн
 Финансовый директор

Окончание приложения Д

ОАО «Ростелеком»
КОНСОЛИДИРОВАННЫЕ ОТЧЕТЫ О ПРИБЫЛИ ИЛИ УБЫТКЕ И
ПРОЧЕМ СОВОКУПНОМ ДОХОДЕ
(в миллионах российских рублей)

	Год, закончившийся 31 декабря 2014			
	Примечания	Продолжающаяся деятельность	Эффект от прекращенной деятельности Примечание 33	Итого
Выручка	20	298 937	11 980	310 917
Операционные расходы				
Заработная плата, прочие выплаты и социальные отчисления	21	(89 929)	(1 763)	(91 692)
Амортизационные отчисления и убытки от обесценения внеоборотных активов	5,6	(60 623)	(12)	(60 635)
Расходы по услугам операторов связи		(47 429)	(3 126)	(50 555)
Материалы, ремонт и обслуживание, коммунальные услуги	22	(25 828)	(754)	(26 582)
Прибыль/(убыток) от выбытия основных средств и нематериальных активов		1 475	(23)	1 452
Расходы по сомнительным долгам	12	(2 006)	(176)	(2 182)
Прочие операционные доходы	23	12 950	71	13 021
Прочие операционные расходы	24	(47 553)	(3 300)	(50 853)
Итого операционные расходы, нетто		(258 943)	(9 083)	(268 026)
Операционная прибыль		39 994	2 897	42 891
(Расходы) от ассоциированных компаний		(517)	-	(517)
Финансовые расходы	25	(15 519)	(203)	(15 722)
Прочие инвестиционные и финансовые доходы/(расходы)	26	(3 793)	24 712	20 919
Прибыль(убыток) от курсовых разниц, нетто		228	(45)	183
Прибыль до налогообложения		20 393	27 361	47 754
Расходы по налогу на прибыль	19	(7 211)	(2 736)	(9 947)
Прибыль за год		13 182	24 625	37 807
Прочий совокупный доход				
Статьи, которые могут быть реклассифицированы в прибыли и убытки в будущем:				
Курсовые разницы при переводе деятельности иностранного подразделения в валюту представления		853	-	853
Статьи, которые не будут реклассифицированы в прибыли и убытки в будущем:				
Переоценка пенсионных планов с установленными выплатами		3 789	-	3 789
Налог на прибыль, относящийся к статьям, которые не будут реклассифицированы		(758)	-	(758)
Прочий совокупный доход за вычетом налога на прибыль		3 884	-	3 884
Общий совокупный доход за год		17 066	24 625	41 691
Прибыль, причитающаяся:				
Акционерам Группы		12 895	24 625	37 520
Неконтролирующим акционерам		287	-	287
Общий совокупный доход, причитающийся:				
Акционерам Группы		16 788	24 625	41 413
Неконтролирующим акционерам		278	-	278
Прибыль на акцию, причитающаяся акционерам Группы – базовая (в рублях)	29	5,66	10,81	16,47
Прибыль на акцию, причитающаяся акционерам Группы – разводненная (в рублях)	29	5,63	10,74	16,37

ПРИЛОЖЕНИЕ Е

Финансовая отчетность организации ПАО «Центральный Телеграф» по МСФО

**ОАО «Центральный телеграф»
Консолидированный отчет о финансовом положении
по состоянию на 31 декабря 2014г.
(в тысячах российских рублей)**

	Прим.	31 декабря 2014 г.	31 декабря 2013 г.	31 декабря 2012 г.
АКТИВЫ				
Внеоборотные активы				
Основные средства	7	3 235 147	3 543 841	3 726 713
Нематериальные активы	8	38 408	64 465	101 550
Долгосрочные прочие активы	9	5 569	23 650	20 935
Долгосрочные финансовые активы	10	2 516	2 583	2 606
Активы по отложенному налогу на прибыль	32	-	-	483
Итого внеоборотные активы		3 281 640	3 634 539	3 852 287
Текущие активы				
Товарно-материальные запасы	11	67 993	82 636	78 195
Торговая и прочая дебиторская задолженность	12	399 853	360 486	514 423
Предоплата по налогу на прибыль		24	936	24 020
Текущие прочие активы	13	21 417	56 552	100 484
Текущие финансовые активы	10	121 869	-	-
Денежные средства и их эквиваленты	14	248 428	154 097	74 477
Итого текущие активы		859 584	654 707	791 599
Итого активы		4 141 224	4 289 246	4 643 886
КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА				
Капитал				
Уставный капитал	16	221 556	221 556	221 556
Нераспределенная прибыль		1 831 133	1 548 049	1 330 720
Итого капитал		2 052 689	1 769 605	1 552 276
Долгосрочные обязательства				
Долгосрочные заемные обязательства	17	1 000 000	1 199 425	1 199 125
Пенсионные и долгосрочные социальные обязательства	18	78 856	122 009	137 560
Долгосрочная кредиторская задолженность	19	-	4 909	7 896
Обязательства по отложенному налогу на прибыль	32	154 069	205 663	189 958
Итого долгосрочные обязательства		1 232 925	1 532 006	1 534 539
Текущие обязательства				
Текущие заемные обязательства	17	102 673	380 254	742 105
Кредиторская задолженность и начисленные обязательства	20	642 224	509 323	679 430
Текущие прочие обязательства	21	110 713	98 058	135 536
Итого текущие обязательства		855 610	987 635	1 557 071
Итого обязательства		2 088 535	2 519 641	3 091 610
Итого капитал и обязательства		4 141 224	4 289 246	4 643 886

Окончание приложения Е

ОАО «Центральный телеграф»
Консолидированный отчет о совокупном доходе
за год, закончившийся 31 декабря 2014г.
(в тысячах российских рублей, за исключением прибыли на акцию)

	Прим.	2014 г.	2013 г.
Выручка от реализации	25	3 529 769	3 429 262
Расходы на персонал	26	(735 365)	(688 555)
Амортизационные отчисления	7,8	(504 309)	(486 204)
Расходы по созданию (восстановлению) резерва под обесценение товарно-материальных запасов	11	(25 540)	248
Расходы по услугам операторов связи		(912 803)	(792 984)
Материалы, ремонт и обслуживание, коммунальные услуги	27	(212 752)	(291 325)
Прочие операционные доходы	28	418 294	304 217
Прочие операционные расходы	29	(1 270 041)	(1 055 671)
Прибыль от операционной деятельности		287 253	418 988
Финансовые расходы	30	(106 196)	(114 909)
Прочие доходы и расходы по финансовой и инвестиционной деятельности	31	138 559	2 324
Убыток от курсовых разниц при переоценке валют		(1 762)	(583)
Прибыль (убыток) до налогообложения		317 854	305 820
Налог на прибыль	32	(26 263)	(88 101)
Прибыль (убыток) за год		291 591	217 719
Прочий совокупный доход			
Изменение справедливой стоимости финансовых активов, имеющихся в наличии для продажи		54	23
Актуарные прибыли и убытки		48 485	15 941
Налог на прибыль в отношении прочей совокупной прибыли		(9 697)	(3 188)
Итого прочий совокупный доход		38 842	12 776
Итого совокупный доход (убыток) за год		330 433	230 495
Прибыль (убыток) за отчетный период, относящаяся к:			
Аktionерам ОАО «Центральный телеграф»		330 433	230 495
Совокупный доход (убыток) за отчетный период, относящийся к:			
Аktionерам ОАО «Центральный телеграф»		330 433	230 495
Базовая прибыль(убыток) на акцию (в российских рублях) за период	33	1.79479	1.21263