8.6. КОНЦЕПЦИЯ АНАЛИТИЧЕСКОГО ЦЕНТРА В ИНВЕСТИЦИОННОЙ КОМПАНИИ[1]

Тренев Н.Н., д.э.н., к.ф.-м.н., в.н.с.

Институт проблем управления РАН, Центральный экономико-математический институт РАН

В статье предлагается концепция аналитического центра в инвестиционной компании. Рассматриваются его роль, приводятся примеры.

ВВЕДЕНИЕ

Инвестиционная деятельность сложна и требует тщательной аналитической проработки. Необходимо оценить справедливую стоимость потенциальных приобретений, а также факторы, способствующие и препятствующие ее реализации.

Например, рыночная цена может быть существенно ниже справедливой стоимости. Однако если текущая конъюнктура способствует выводу денег с рынка, реализации потенциала вряд ли стоит ожидать в ближайшее время. Возможна ситуация, когда рыночная цена существенно превышает справедливую стоимость. В то же время присутствуют факторы, определяющие приток денежных средств на рынок. В этом случае снижение рыночной цены до справедливого уровня также может быть отложено.

Роль аналитического центра

Основная цель аналитического центра – осуществлять информационную и аналитическую поддержку принятия решений, в первую очередь по направлениям с наибольшей добавленной стоимостью. Работа ведется с несколькими горизонтами времени – текущим, среднесрочным и долгосрочным. Текущий горизонт определяет мировоззрение трейдера, среднесрочный – спекулянта, долгосрочный – инвестора. Для успешной инвестиционной деятельности полезно эти точки зрения интегрировать в единую картину мира.

Долгосрочная картина мира во многом определяется справедливыми ценами и долгосрочными экономическими трендами, структурными изменениями. Среднесрочная картина – движением денежных средств между рынками и странами, краткосрочная – текущими событиями, новостями и их интерпретациями. На текущие события рынок склонен реагировать эмоционально, т.е. чрезмерно. Гиперреагирование рынка связано с дефицитом времени, необходимого для переработки полученной информации.

Таким образом, аналитический центр формирует картину мира и ориентиры на различных временных интервалах.

Макроэкономический срез

Макроэкономика – среда обитания предприятий. От ее состояния зависят экономические тренды, структурные перестройки, финансовые перетоки между странами и рынками. Основные характеристики макроэкономики отслеживаются при помощи индикаторов.

Индикаторы могут быть упреждающими, сигнализирующими и подтверждающими. Упреждающие индикаторы говорят о проблемах, которые назревают, но еще не произошли. Например, демографический спад – упреждающий индикатор для рынка жилья. Сигнализирующие индикаторы показывают о том, что проблема уже начала реализовываться. К их числу относятся, например, объемы продаж и строительства на рынке жилья. Ипотечный кризис и банкротства уже подтверждают, что проблема уже проявилась.

Аналитический центр отслеживает основные макроэкономические индикаторы, события и тренды, устанавливает причинно-следственные взаимосвязи между ними и на потенциальные предметы инвестиций.

Фундаментальная оценка

Фундаментальный анализ бумаг эмитентов существенен для инвестиционной оценки. Характеристиками объектов инвестирования являются их цена и ценность. Цена определяется текущей рыночной конъюнктурой. Ценность – способностью генерировать денежные потоки в длительной перспективе. Если ценность объекта существенно превышает его цену, то объект привлекателен для инвестирования.

Если же говорить о спекуляциях, т.е. о покупках с целью продажи, то на первую очередь выходят катализаторы – драйверы изменения цены. Инвестор же фокусируется на расхождениях цены и ценности. Трейдера интересуют краткосрочные ценовые движения. В этом смысле трейдер, спекулянт и инвестор имеют различные, но дополняющие друг друга картины мира.

Аналитика опирается как на работу с первичной информацией, так и на работу с обзорами. Работа с первичной информацией дает надежные оценки, но трудоемка. Отслеживание обзоров позволяет просеивать информацию быстрее. Однако становится необходимым понимать методологию написания обзоров – сбора данных и расчетов – и делать поправки на системные ошибки.

Наибольший интерес представляют бумаги с потенциалом роста и падения, а также драйверы изменения цены. Их выявлению и посвящена работа фундаментального аналитика.

Оценка движения денежных средств

На цены оказывают существенное влияние денежные потоки как на уровне рынков, так и на уровне эмитентов. Значительные движения денежных средств могут менять экономическую среду, т.е. приводить к изменению способности предприятия продавать свою продукцию и закупать сырье. Таким образом, значительные денежные перетоки способны менять не только цены, но и ценность эмитентов.

На денежные перетоки самым существенным образом влияют значительные события: политические, экономические, военные, техногенные и природные. В этом аспекте аналитическому центру необходимо отслеживать и ранжировать основные мировые, федеральные и региональные события.

На часть событий рынки могут реагировать упреждающим образом. Бывает это как из-за предварительных утечек информации, так и из-за прогностической способности рынка.

Оценка при помощи средств технического анализа

Интерес представляет выявление факторов роста и снижения при помощи технического анализа, а также соотнесение этих факторов с фундаментальными и событийными факторами. При оценке прошлого отслеживать влияние уже произошедших событий на движения цен,

[1] Работа выполнена при поддержке РФФИ, грант №07-06-00196

равно как и пытаться понять, что было причиной тех существенных ценовых движений, которые происходили.

Технический аналитик работает с историей ценовых движений, старается найти в ней закономерности и использовать их для будущей торговли.

Анализ бумаг эмитентов

Анализ бумаг эмитентов производится с точки зрения воздействия на них всех факторов:

- макроэкономических;
- отраслевых;
- фундаментальных;
- институциональных;
- событийных, новостных и спекулятивных;
- технических.

В фундаментальном аспекте для отраслей и эмитентов определяются наиболее подходящие для них модели экспресс-анализа и модели тщательной проработки.

В фундаментальный анализ входит анализ агрегированного баланса, финансовой структуры капитала, устойчивости состояния.

Институциональные и событийные факторы включают в себя анализ изменения структуры акционерного капитала эмитента.

Для сырьевых отраслей отслеживаются факторы, воздействующие на цену сырья. При более тщательной проработке строятся простейшие имитационные модели зависимости цен от основных факторов.

Роль начальника аналитического отдела

Роль начальника аналитического центра заключается в методологическом курировании применяемых приемов, моделей и методов анализа. Курирование включает в себя разработку и адаптацию моделей, применяемых при оценке эмитентов разных отраслей, отраслей и макроэкономики в целом. Методическое руководство в включает в себя и формирование приоритетов между использованием экспресс-моделей и моделей детальной проработки. Существенной частью моделей детальной проработки является прогноз и дисконтирование финансовых потоков.

Руководитель аналитического отдела интегрирует работу своего отдела в единое мировоззрение, позволяющее расставлять приоритеты в инвестиционной деятельности компании. Понимание цельной картины экономики позволяет руководителю расставить приоритеты в исследованиях: какие эмитенты исследовать подробно, какие – экспресс-методами, какие – держать в поле зрения.

Понимание основных экономических трендов и драйверов позволяет руководителю также курировать разработку стратегий инвестирования вплоть до курирования их реализации. Также это понимание очень полезно при формировании и реструктуризации портфеля инвестиционных проектов фирмы.

Работа аналитического отдела может включать в себя:

- buy side (сторона покупателя);
- sell side (сторона продавца).

Buy side

При работе на управление своими портфелями акценты переносятся на поиск и анализ обзоров с целью выбора перспективных эмитентов, соответствующих стратегиям управления портфелем. Инвестиционная компания управляет собственными инвестиционными портфелями, соответственно, ее задачей становится выгодное приобретение эмитентов и инвестиционных проектов.

Sell side

При работе на сторонние инвестиционные фонды акценты смещаются в сторону поиска эмитентов, написания по ним аналитических обзоров и установлению, поддержание и расширению сотрудничества с инвестиционными фондами. Инвестиционные фонды, как правило, приобретают эмитенты через те инвестиционные компании, которые эти предприятия нашли и предложили фондам.

Как для buy-side остается задача поиска прибыльных эмитентов и проектов. Однако на этом задача не заканчивается, а, скорее, начинается. После этого приходится еще убедить потенциального инвестора в выгодности предлагаемых приобретений.

Пример аналитического материала (июнь-июль 2008)

Индекс РТС (макроэкономическая ситуация)

Кризис ликвидности негативно воздействует на финансовые рынки. 12-летний бычий период акций на мировых рынках скорее ближе к концу, чем к началу. В течение длительного времени рост прибыли компаний (США) обгонял рост валового внутреннего продукта (ВВП) США, а рост котировок компаний США обгонял рост прибыли. Процентная ставка и доходность облигаций (США) снижалась порядка 20 лет. Причем потенциал снижения исчерпан (доходность облигаций порядка 2% годовых).

Кризис ипотечного рынка (точнее, снижение цен) в США во многом определяется демографическими факторами: спадом рождаемости после baby-boom. В конце 1990-х гг. этот фактор начал воздействовать на американские университеты в виде спада числа студентов и снижения нагрузки на профессоров. Снижению спроса на образование внутри страны американские университеты ответили расширением международной деятельности. По мере взрослению людей, родившихся после baby-boom, стал ощущаться спрос на недвижимость, что и привело к сдвигу кривой спроса вниз, а как следствие, и к снижению цен. Спад спроса на недвижимость усилился с уходом с рынка спекулянтов, занимающихся «инвестиционной» недвижимостью.

Вместе с тем, ситуация в США не такая уж и плохая. Продажи домов на вторичном рынке растут (2% в мае, против прогноза в 1,2%, был рост продаж в апреле). Есть проблемы с о спекулятивными ипотечными кредитами – дома приобретались для продажи, и снижение цен не позволяет их быстро продать с прибылью.

Эти факторы относятся к рынку США, но в малой степени с фундаментальной точки зрения соответствуют российскому рынку. По соотношению ***P/E*** среди рынков BRIC рынок Российской Федерации выглядит скорее недооцененным, чем переоцененным. Окончания ипотечного кризиса в США вряд ли стоит ожидать в ближайшей перспективе. Ранее, чем через один-два квартала ждать улучшений не стоит, а затем надо провести новый анализ.

Квартальный индекс РТС (рис. 1) движется в рамках восходящего канала, вплотную приблизившись к уровню поддержки.

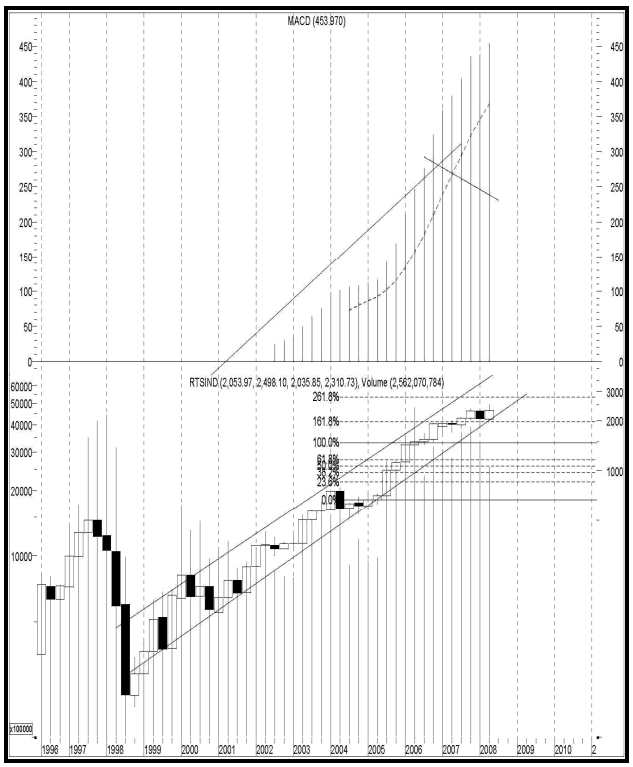

Рис. 1. Квартальный график индекса РТС

На месячном графике индекса РТС (рис. 2) появляется дивергенция (расхождение) с индикаторов ***MACD*** (moving average convergence divergence, скользящее среднее схождение-расхождение). Индекс РТС находится на линии поддержки.

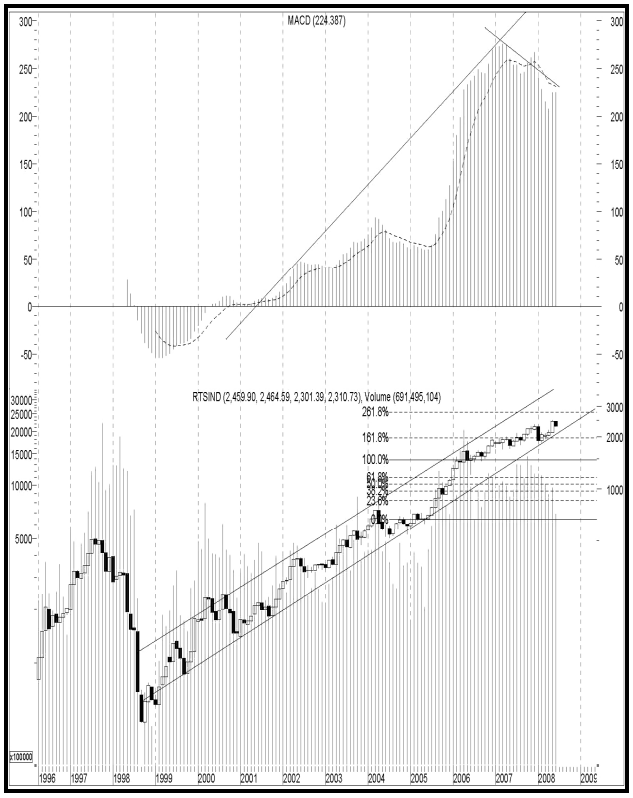

Рис. 2. Месячный график индекса РТС

На недельном графике (рис 3) дивергенция индекса РТС с индикатором ***MACD*** сохраняется. Вместе с тем появляется поддержка: последний минимум задерживается на уровне предпоследнего максимума.

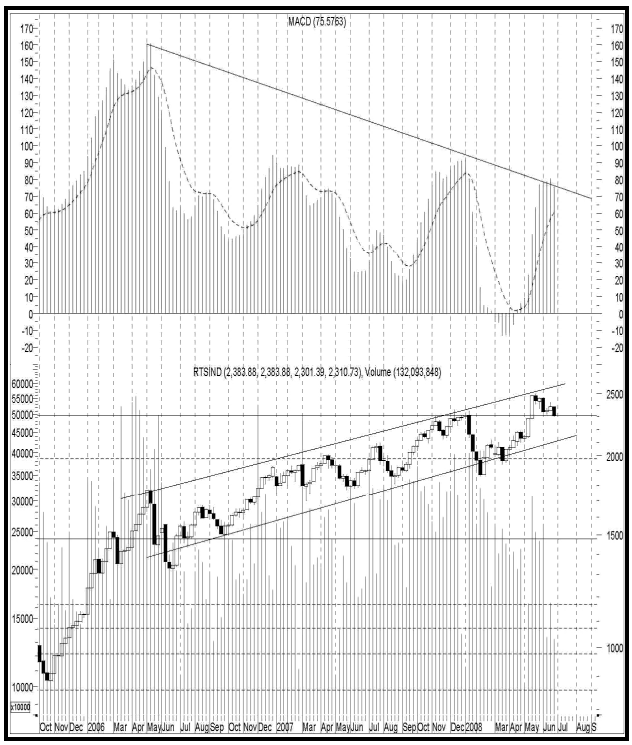

Рис. 3. Недельный график индекса РТС

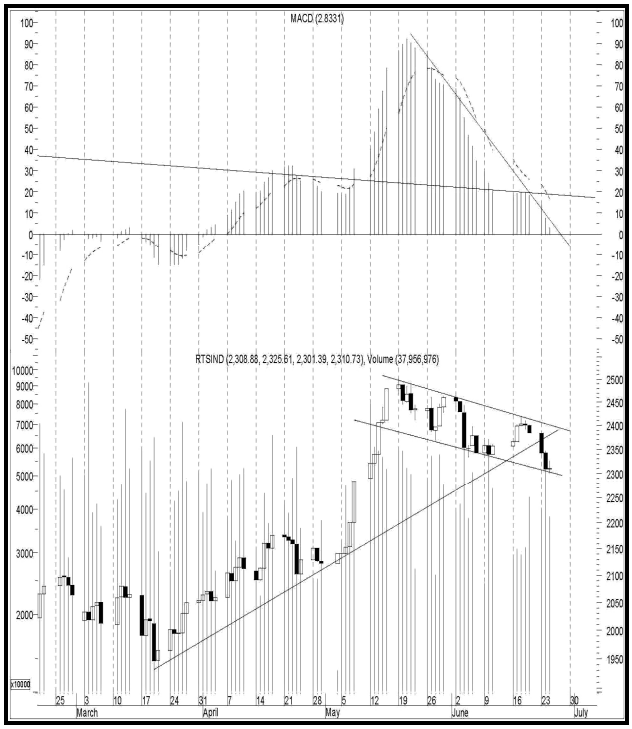

Рис. 4. Дневной график индекса РТС

На дневном графике (рис. 4) также видна дивергенция между индексом РТС и индикатором ***MACD***. Также после подъема индекс оказывается в нисходящем канале, который может быть интерпретирован как флаг.

Флаг говорит о предстоящем подъеме. Вместе с тем, в последнее время объем продаж у уровня поддержки существенно превышает объем продаж у уровня сопротивления. Дивергенция возможного флага с объемами продаж говорит о возможности пробития флага вниз, т.е. говорит о том, что флаг может оказаться ложным.

Сбербанк

Негативные внешние факторы в полной мере воздействуют на Сбербанк в спекулятивном аспекте и мало воздействуют на Сбербанк в фундаментальном аспекте. В условиях возможного дефицита ликвидности в РФ Сбербанк имеет сравнительные конкурентные преимущества и, как следствие, получает более прочные позиции в сравнении с другими банками.

Сравнительные преимущества Сбербанка включают в себя: близость к государству и возможность опереться на административные ресурсы, большие размеры и бренд первого класса. Рынок ипотечного кредитования в РФ еще далек до зрелости, существенную часть дохода Сбербанк получает от операционной деятельности. Портфель ценных бумаг Сбербанка не опирается на зарубежные ипотечные бумаги, т.е. списания Сбербанку не грозят. Колебания фондового рынке РФ, ввиду его фундаментальной недооцененности, ведут к временным, а не постоянным потерям.

По фундаментальным показателям Сбербанк – привлекательная бумага. При цене акции в 78 руб. коэффициент ***P/E*** составляет 15 по отчетности по Российским стандартам бухгалтерского учета и 17 по отчетности по Международным стандартам финансовой отчетности. В условиях падения – если рынок полностью проигнорирует перспективы развития компаний – можно закладываться на цены 40-50 руб. за акцию.

Собственно, по показателям ***P/E*** Сбербанк выглядит немного переоцененным, но Сбербанк демонстрирует хорошие темпы роста по основным показателям:

- прибыли (годовой прирост более 30% на протяжении последних трех лет);
- объемам кредитных портфелей (за последний год прирост 50%, за первый квартал этого года – 8,6%);
- активов (годовой прирост более 30% на протяжении последних трех лет).

В случае воздействия негативных внешних факторов рынок перестает учитывать потенциал роста Сбербанка, что отвечает потенциалу снижения, скорее всего не более 10%. Потенциал роста составляет около 50%, что существенно превышает потенциал снижения.

Вместе с тем, следует отметить, что в краткосрочной перспективе основной драйвер роста – затишье между отчетами западных банков. Т.е. в середине квартала возможнее рост процентов на 10, до 83-88 руб., с последующим снижением к уровням поддержки при публикации негативных отчетов западных банков. При завершении ипотечного кризиса – скорее через полгода, год, от квартала – Сбербанк достаточно быстро поднимется до уровня порядка 100 руб. В краткосрочной перспективе таких драйверов подъема нет.

С бумагой можно рекомендовать краткосрочные спекуляции от уровней поддержки и с продажей в период затишья отчетов. В длительной перспективе бумагу можно рекомендовать к покупке на спадах и провалах рынка. Для длительных горизонтов инвестирования уже сейчас цена неплохая, при снижении Сбербанка до 72-73 руб. он становится привлекательным и для краткосрочных спекуляций (с учетом выбора времени покупок).

Кредитные портфели у Сбербанка выглядят сбалансированными. В выдаче потребительских кредитов Сбербанк занимает достаточно консервативную политику, и ставки по потребительским кредитам в РФ достаточно велики в сравнении с Западом. Возможный кризис потребительского кредитования в меньшей степени воздействует на Сбербанк, чем на другие банки.

Рост ставки рефинансирования воздействует негативно скорее на клиентов Сбербанка, чем на сам Сбербанк.

По показателю ***P/BV*** Сбербанк выглядит недооцененным: порядка двух отношение было в конце 2005 г., в 2006 г. оно вышло на уровень четырех.

По прогнозу финансовых потоков, потенциал роста составляет также около 50%. По величине отношения банковских активов к ВВП РФ потенциал роста у Сбербанка имеется.

Планируемое размещение акций Сбербанка на LSE, скорее всего, будет сопровождаться акциями PR, хорошими новостями и ростом котировок. Вместе с тем, следует ожидать, что размещение будет не ранее окончания ипотечного кризиса, так как в противоположном случае размещение целесообразно отложить.

В анализе Сбербанка присутствуют:

- графический анализ на месячном, недельном и дневных интервалах;
- оценка финансовых потоков;
- сравнительный анализ по коэффициентам.

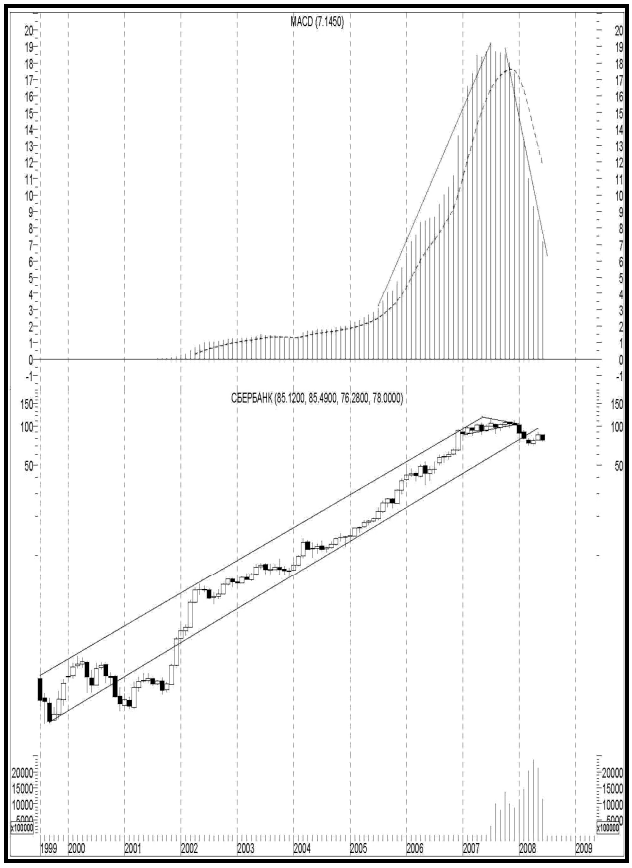

Рис. 5. Месячный график Сбербанка

На месячном графике Сбербанка РФ (рис. 5) видно, что цена поднимается в восходящем канале и сейчас находится на его нижней границе, точнее сразу за нижней границей восходящего канала.

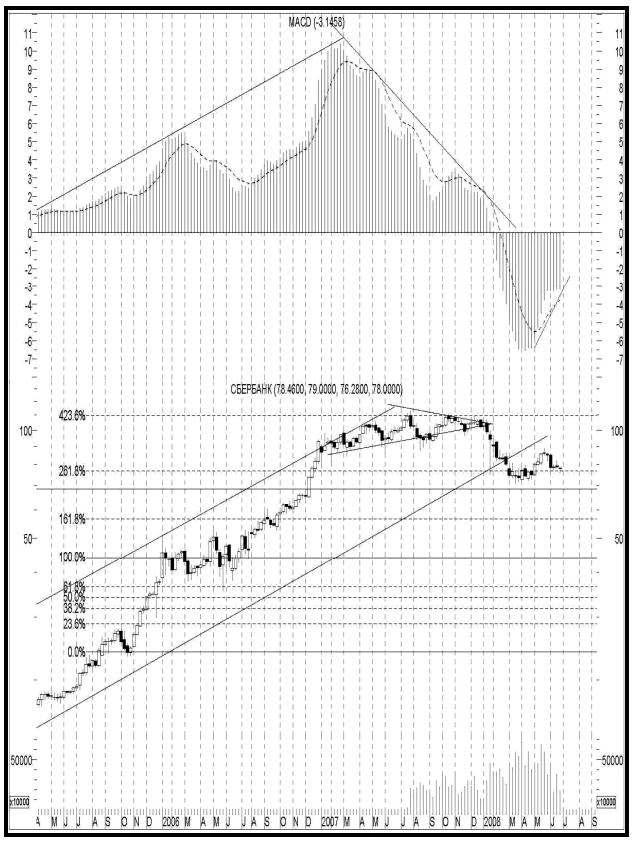

Рис. 6. Недельный график Сбербанка

На недельном графике Сбербанка (рис. 6) можно видеть, как восходящий канал заканчивается треугольником. Из треугольника цены входят вниз и пробивают нижнюю границу восходящего канала. Треугольник и выход из него вниз сопровождаются снижающимся индикатором ***MACD***.

Рис. 7. Дневной график Сбербанка

На дневном графике (рис. 7) цены Сбербанка снова находятся в треугольнике, дойдя практически до его вершины.

Вследствие ипотечного кризиса Сбербанк вышел из длительного восходящего канала, но находится вблизи уровней поддержки. В ближайшее время Сбербанк скорее всего будет в боковике. По окончании кризиса, ввиду хороших фундаментальных показателей, есть шансы, что Сбербанк вернется в восходящий канал, из которого он уже выпадал в 2001 г.

«Северстальавто»

Компания «Северстальавто» производит машины российской сборки – корейские автомобили и внедорожники УАЗ. Также в компании есть подразделение по производству автомобильных моторов. Продукция компании востребована, объем продаж ежегодно растет. Компания планирует создать свою дилерскую сеть.

Коэффициент ***P/E*** за 2007 г. при цене акции 1475 составляет около 16,5, что соответствует доходности 6% годовых. Компания грамотно позиционирована на рынке, ее продукция пользуется спросом. Автомобили производит в наиболее перспективных сегментах рынка, росту объема продаж способствует начало формирования собственной дилерской сети.

Динамика показателей компании устойчива (табл. 1-2).

Таблица 1

ДИНАМИКА ПОКАЗАТЕЛЕЙ – РОСТ К ПРЕДЫДУЩЕМУ ГОДУ

%

Показатель	Годы				
	2007	**2006**	**2005**	**2004**	**2003**
Выручка	56,05	31,24	17,40	26,42	28,98
EBITDA	49,38	26,56	9,40	42,68	67,35
Чистая прибыль	52,24	24,07	14,89	56,67	50,00

Таблица 2

ДИНАМИКА ПОКАЗАТЕЛЕЙ

Млн. долл. США

Показатель	Годы					
	2007	**2006**	**2005**	**2004**	**2003**	**2002**
Выручка	1 921	1 231	938	799	632	490
EBITDA	242	162	128	117	82	49
Чистая прибыль	102	67	54	47	30	20

Выручка, ***EBITDA*** и чистая прибыль стабильно растут. Темпы роста устойчивы.

При негативном отношении рынка к потенциалу роста «Северстальавто» – потенциал падения ограничен. При возвращении рынка в позитивное состояние будут учтены перспективы роста – акция находится около нижней границы долгосрочного восходящего канала.

Исходя из планируемых данных выручки, ***EBITDA***, прибыли можно ожидать среднегодовую доходность в ближайшие несколько лет порядка 20% годовых (без учета выплачиваемых дивидендов). По техническому анализу и по ипотечному кризису в ближайшее время вероятен боковик. С одной стороны, снижение котировок не подтверждается объемами, с другой стороны – нет индикаторов подъема, и рынок в пессимистических настроениях. Для долгосрочной стратегии умеренного роста и сохранения капитала бумага подходит.

Основной драйвер роста – окончание кризиса в США.

Рис. 8. Недельный график «Северстальавто»

На недельном графике «Северстальавто» находится в восходящем канале (рис. 8). С сентября 2007 г. возникла дивергенция между ценами и индикатором ***MACD***.

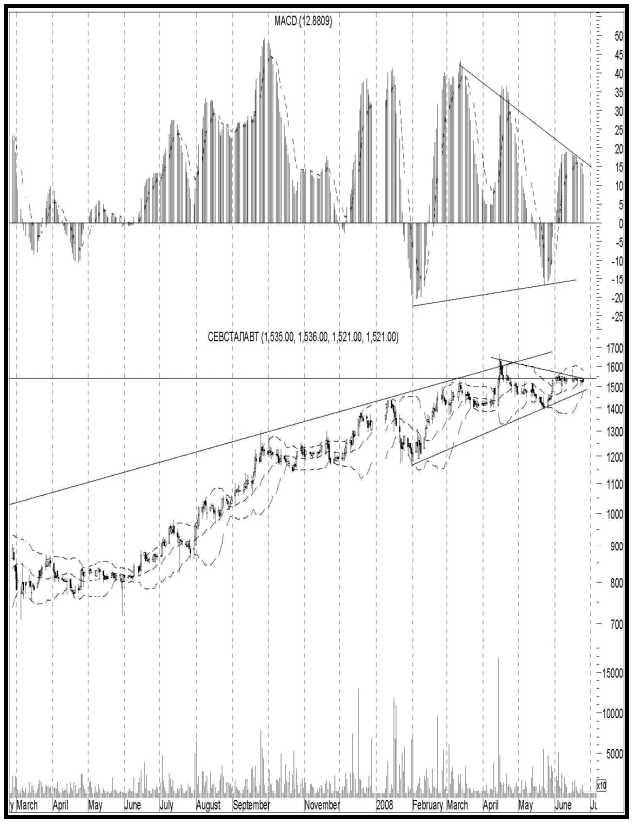

Рис. 9. Дневной график «Северстальавто»

На дневном графике (рис. 9) восходящий канал переходит в равносторонний треугольник. Цены в треугольнике дошли практически до вершины.

Электроэнергетика

В области генерации стоит покупать ОГК и ТГК с наибольшим потенциалом, исходя из стоимости установленной мощности и прогноза финансовых потоков. Покупки стоит делать после 7-14 июля, когда держатели акций РАО «ЕЭС» получат свои пакеты генерирующих компаний. Получив дочки РАО «ЕЭС», часть акционеров начнут их продавать, что ввиду роста предложения сдвинет цены вниз.

Проведем быстрый экспресс анализ двух генерирующих компаний, ОГК-5 и ТГК-5 (табл. 3).

Таблица 3

ОГК-5 И ТГК-5, ОБЩИЕ СВЕДЕНИЯ

Показатель	Единица измерения	ОГК-5	ТГК-5
Курс доллара 23,52	-	ОГК-5	ТГК-5
Тикер	-	OGKE	TGKE
Цена	Руб.	2,9	0,0177
Число акций	-	35 371 898 370	1 230 254 011 959
Уст. мощн.	МВт	8 671,50	2 467,50
Инв. ввод.	-	3 120,00	390,00
Итого мощн.	-	11 791,50	2 857,50
Цена кВт	Долл./кВт	502,95	375,21
Цена кВт с учетов инвест. вводов	Долл./кВт	369,87	324,00
Уст. мощн. теплоэнергии	Гкал/час	2 425,30	7 560,00
Объем выработки электроэнергии	Млрд. кВт•ч	39,00	11
Объем выработки тепловой энергии	Млн. Гкал	6,793	16,4
Полезный отпуск теплоэнергии	Млн. Гкал	6 249,56	14 812,00
Стоимость кВт•ч выработки	Долл./кВт•ч	0,0162	0,0215
Стоимость кВт•ч выработки	Руб./кВт•час	0,38020	0,50515

Инвестиционные вводы приведены в табл. 4.

Таблица 4

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ВВОДЫ

МВт

Показатель	ОГК-5	ТГК-5
Компания	ОГК-5	ТГК-5
Всего вводов	3 120,00	390,00
2006	-	-
2007	-	-
2008	-	-
2009	410	390
2010	1200	-
2011	400	-
2012	1110	-
2013	-	-
2014	-	-

Порядок текущих тарифов приведен в табл. 5.

Таблица 5

ПОРЯДОК ТАРИФОВ СЕЙЧАС

Показатель	Единица измерения	Тариф
Тариф за мощность	Руб./МВт•мес	90 000
Тариф за электроэнергию	Руб./мВт•ч	600
Тариф за тепло	Руб./Гкал	400

Вариант консервативной оценки будущих тарифов приведен в табл. 6.

Таблица 6

КОНСЕРВАТИВНАЯ ОЦЕНКА ТАРИФОВ В 2012 г.

Показатель	Единица измерения	Тариф
Тариф за мощность	Руб./МВт•мес	100 000
Тариф за электроэнергию	Руб./МВт•ч	1 800
Тариф за тепло	Руб./Гкал	600

При необходимости экспресс-модель (табл. 7-12) может быть дополнена или заменена полноценным анализом дисконтированных финансовых потоков. Также в полной модели имеет смысл произвести анализ структуры капитала, анализ выручки и себестоимости, анализ чувствительности к основным параметрам.

Таблица 7

ДОХОД ОТ ПРОДАЖИ МОЩНОСТИ В УСЛОВИЯХ ПОЛНОЙ ЛИБЕРАЛИЗАЦИИ РЫНКА

Руб./акцию

Показатель	ОГК-5	ТГК-5
Компания	ОГК-5	ТГК-5
2008	0,191219	0,001011
От инвест вводов	0	0
2009	0,009041	0,00016
2010	0,026462	0
2011	0,008821	0
2012	0,024477	0
2013	0	0
2014	0	0
-	0	0
Итого	0,260019	0,001171

Таблица 8

ДОХОД ОТ ПРОДАЖИ ЭЛЕКТРОЭНЕРГИИ И ТЕПЛА

Руб./акцию

Показатель	ОГК-5	ТГК-5
Компания	ОГК-5	ТГК-5
От продажи ээ	-	-
2008	1,984626	0,016094237
Вводы	0	0
2010	0,093836	0,00254377
2011	0,274641	0
2012	0,091547	0
2013	0,254043	0
2014	0	0
Итого	2,698694	0,018638007
Тепла	0,106009	0,007223874
Итого	2,804702	0,025861881

Таблица 9

ПОРЯДОК СПРАВЕДЛИВОЙ ЦЕНЫ НА АКЦИЮ ОГК-5 в 2012 г. В ЗАВИСИМОСТИ ОТ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ПРОДАЖ И КОЭФФИЦИЕНТА *P/E*

Показатель	*P/E*, рентабельность продаж	*P/E*, рентабельность продаж
Рентабельность продаж	***P/E***=10	***P/E***=14
0%	2,600191	3,64
10%	5,404894	7,57
20%	8,209596	11,49

Таблица 10

ПОРЯДОК СПРАВЕДЛИВОЙ ЦЕНЫ НА АКЦИЮ ТГК-5 В 2012 Г. В ЗАВИСИМОСТИ ОТ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ПРОДАЖ И КОЭФФИЦИЕНТА *P/E*

Показатель	*P/E*, рентабельность продаж	*P/E*, рентабельность продаж
Рентабельность продаж	***P/E***=10	***P/E***=14
0%	0,0117	0,0164
10%	0,0376	0,0526
20%	0,0634	0,0888

Таблица 11

ПОРЯДОК ДОХОДНОСТИ ВЛОЖЕНИЙ В АКЦИИ ОГК-5 в 2012 г. В ЗАВИСИМОСТИ ОТ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ПРОДАЖ И КОЭФФИЦИЕНТА *P/E*

Показатель	*P/E*, рентабельность продаж	*P/E*, рентабельность продаж
Рентабельность продаж	***P/E***=10	***P/E***=14
0%	-2,69%	5,85%
10%	16,84%	27,10%
20%	29,71%	41,10%

Таблица 12

ПОРЯДОК ДОХОДНОСТИ ВЛОЖЕНИЙ В АКЦИИ ТГК-5 в 2012 г. В ЗАВИСИМОСТИ ОТ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ПРОДАЖ И КОЭФФИЦИЕНТА *P/E*

Показатель	*P/E*, рентабельность продаж	*P/E*, рентабельность продаж
Рентабельность продаж	***P/E***=10	***P/E***=14
0%	-9,82%	-1,91%
10%	20,70%	31,29%
20%	37,59%	49,66%

Компании электроэнергетики перспективны. В то же время в какой-то степени их можно рассматривать как опционы на будущие тарифы и рынок мощности. Неопределенность в этих вопросах, а также длительный срок до полной либерализации рынка определяют волатильность.

По цене установленной мощности и по цене вырабатываемой электроэнергии компании также торгуются с существенным дисконтом к западному рынку (в отчете это будет). В полной мере этот дисконт заполнен не будет ввиду меньшего коэффициента использования установленной мощности российских компаний и большей степени износа. Все же дисконт настолько большой, что даже с учетом этих факторов потенциал роста в длительной перспективе существенный.

ОГК-5

На сегодняшний день акционерный капитал ОАО «ОГК-5» состоит из 35 371 898 370 обыкновенных акций стоимостью 1 руб. каждая. Структура акционерного капитала показана на рис. 10.

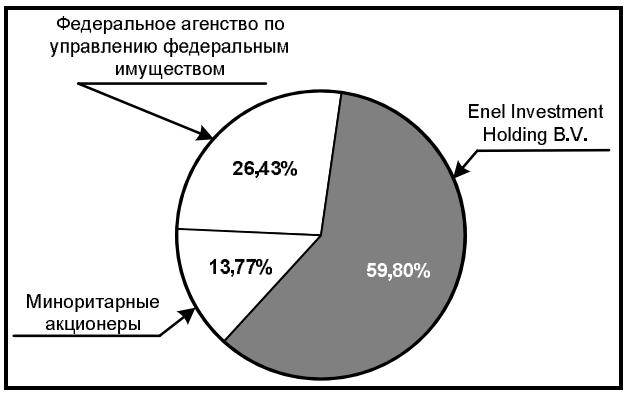

Рис. 10. Структура акционерного капитала ОГК-5

В табл. 13 приведены утвержденные на 2008 г. тарифы для ОГК-5.

Таблица 13

ТАРИФЫ ДЛЯ ОГК-5 НА 2008 Г.

Филиалы ОАО «ОГК-5»	Тариф на установленную мощность, руб./МВт•мес.	Тариф топливн. сост. по эл. эн., руб./тыс. кВт•ч.
Конаковская ГРЭС	97 578,65	604,52
Невинномысская ГРЭС	109 022,18	668,38
Рефтинская ГРЭС	94 843,93	435,14
Среднеуральская ГРЭС	78 665,03	562,11

Доля собственного капитала в балансе составляет около 80%.

ТГК-5

Структура акционерного капитала ТГК-5 показана на рис. 11.

Рис. 11. Структура акционерного капитала ТГК-5

Утвержденные тарифы для ТГК-5 на 2008 г. приведены в табл. 14.

Таблица 14

ТАРИФЫ ДЛЯ ТГК-5 на 2008 г.

Тарифы	Регион			
	Киров	Марий Эл	Удмуртия	Чувашия
1. Тариф на электрическую энергию с шин станций, руб./МВт•ч				
Кировская ТЭЦ-1	689,0	-	-	-
Кировская ТЭЦ-3	643,6	-	-	-
Кировская ТЭЦ-4	589,4	-	-	-
Кировская ТЭЦ-5	501,2	-	-	-
Йошкар-Олинская ТЭЦ-2	-	514,6	-	-
Ижевская ТЭЦ-1	-	-	562,3	-
Ижевская ТЭЦ-2	-	-	429,2	-
Сарапульская ТЭЦ	-	-	663,2	-
Чебоксарская ТЭЦ-1	-	-	-	461,2
Чебоксарская ТЭЦ-2	-	-	-	567,0
Новочебоксарская ТЭЦ-3	-	-	-	560,4
2. Тариф на мощность, руб./МВт•мес.	93163,7	88070,9	69517,2	89937,6
3. Тариф на тепловую энергию с коллекторов станций, руб./Гкал				
Горячая вода	341,9	-	-	-
В том числе для ТЭЦ-1	-	-	300,5	-
ТЭЦ-2	-	-	308,0	-
СТЭЦ	-	-	343,0	-
Отборный пар давлением	-	-	-	-
от 2,5 до 7,0 кг/кв. см	319,9	-	-	-
от 7,0 до 13,0 кг/кв. см	368,1	-	-	-
свыше 13,0 кг/кв. см	375,8	-	-	-
острый и редуцированный пар	400,8	-	-	
4. Тариф на тепловую энергию с учетом транспортировки, руб./Гкал				
Горячая вода	-	643,8	-	427,6
Оптовые потребители-перепродавцы	-	434,4	-	351,8
Отборный пар давлением	-	-	-	
от 2,5 до 7,0 кг/кв. см	-	-	-	433,0
от 7,0 до 13,0 кг/кв. см	-	-	-	447,1
острый и редуцированный пар	-	-	-	647,8

Структура топливного баланса ТГК-5 приведена в табл. 15.

Таблица 15

ГОДОВОЕ ПОТРЕБЛЕНИЕ ТОПЛИВА НА ТГК-5

Вид топлива	Единица измерения	Потребление
Газ	т.у.т.	4 797
Уголь	т.у.т.	323
Торф	т.у.т.	128
Мазут	т.у.т.	17

Доля собственного капитала в ТГК-5 составляет около 90%. Высокая доля собственного капитала говорит о финансовой устойчивости компании.

Графический анализ ОГК-5 и ТГК-5

На недельном графике (рис. 12) котировки ОГК-5 восстанавливаются в восходящем канале.

На дневном графике (рис. 13) котировки ОГК-5 также находятся в рамках восходящего канала.

На недельном графике (рис. 14) наблюдается дивергенция между котировками, снижающимися в нисходящем канале и растущим индикатором ***MACD***. Дивергенция появилась в декабре 2007 г. Под конец котировки пробили вверх верхнюю границу снижающегося канала.

На дневном графике (рис. 15) также видна дивергенция между ценами, снижающимися в нисходящем канале, и индикатором ***MACD***. В конце цены на повы-

шенных объемах торгов резко пробили вверх верхнюю границу нисходящего канала. Однако восходящее движение закончилось двумя свечками с маленькими телами и длинными верхними тенями (иголками), после чего цены снова пошли вниз. Последняя свечка обладает длинной нижней тенью.

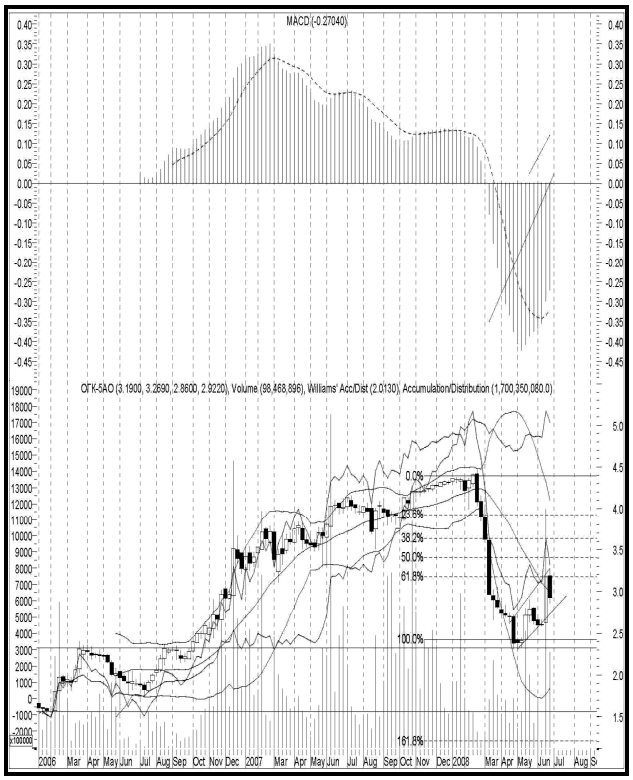

Рис. 12. Недельный график ОГК-5

Рис. 13. Дневной график ОГК-5

Рис. 14. Недельный график ТГК-5

Рис. 15. Дневной график ТГК-5

Январь 2009 г.

За прошедшие полгода мировая экономика и экономика РФ перенесли серьезнейший финансовый кризис. Фондовый индекс РТС от максимума падал более чем в шесть раз. Можно ли было предвидеть такое падение?

Таблица 16

ИНДЕКС ФОНДОВЫХ РЫНКОВ И ВВП

Показатель	Изменение за 1 месяц	Изменение за 3 месяца	Изменение за 6 месяцев	Изменение за год	*P/E*	ВВП/Капитализация
Dow Jones Indus, AVG	-0,35%	1,75%	-22,53%	-31,79%	10,37	131,67%
S&P 500 Index	1,21%	-0,99%	-28,17%	-36,45%	15,89	131,67%
NASDAQ Composite INDEX	2,00%	-4,72%	-29,81%	-35,59%	31,71	131,67%
FTSE Index	3,93%	13,14%	-15,45%	-28,27%	8,07	130,62%
CAC 40 INDEX	2,67%	3,87%	-19,54%	-38,57%	8,47	174,51%
DAX INDEX	2,58%	5,27%	-22,26%	-38,02%	10,30	296,43%
IBEX 35 INDEX	4,49%	4,23%	-17,61%	-35,13%	7,82	227,85%
MEXICO BOLSA INDEX	1,56%	9,22%	-21,27%	-24,31%	10,74	372,58%
BRAZIL BOVESTA STOCK IDX	5,61%	16,78%	-30,87%	-32,87%	9,72	203,14%
ARGENTINA MERVAL INDEX	7,41%	-3,00%	-38,13%	-43,37%	6,02	69,74%
NIKKEI 225	7,30%	6,77%	-32,23%	-37,38%	12,84	134,30%
HANG SENG INDEX	-2,58%	-2,84%	-35,19%	-46,49%	8,75	203,46%
SHANGHAI SE COMPOSITE IX	-2,53%	-4,78%	-33,32%	-65,27%	14,78	176,02%
BSE SENSES 30 INDEX	-2,93%	-10,65%	-30,17%	-54,84%	9,43	187,87%
RUSSIAN RTS INDEX $	-3,99%	-46,86%	-71,83%	-72,41%	3,28	489,60%
MICEX INDEX	1,34%	-39,09%	-63,41%	-67,20%	3,20	489,60%

Для этого изучим индексы фондовых рынков и ВВП различных стран [6]. Сравнимое падение за год было только в Китае (SHANGHAI SE COMPOSITE IX). Однако после падения для Китая ***P/E = 14,78***, а для России ***P/E = 3,28***. Это означает, что в Китае до падения ***P/E*** было порядка 42, а в России – 10. Экономика Китая действительно была перегрета. Большую часть стоимости компаний составляли ожидания роста [1; 3]. Оценка же стоимости российских компаний ожидания роста в себя не включала.

Теперь сравним объем ВВП и фондового рынка (табл. 16). Наименьшие ***P/E*** после кризиса были в:

- России – 3,28;
- Аргентине – 6,02;
- Испании (IBEX 35 INDEX) – 7,82;
- Великобритании (FTSE) – 8,07;
- Франции (CAC 40 INDEX) – 8,47.

При этом в Аргентине объем фондового рынка превышал объем ВВП в полтора раза. В других странах объем ВВП превосходил объем фондового рынка в 1,3-2 раза. В Германии (DAX INDEX) и Мексике (MEXICO BOLSA INDEX) объем ВВП превышал объем фондового рынка в три-четыре раза, но коэффициент ***P/E*** превышал 10. Таким образом, сверхординарное падение фондового рынка в РФ нельзя отнести к тому, что объем ВВП превышает его почти в пять раз. В этом случае, по аналогии с Мексикой и Германией можно было ожидать соотношения ***P/E*** свыше 10.

В России же отношение ***P/E*** упало до 3,28. При этом РФ имела хорошие золотовалютные запасы. Рубль также обеспечен нефтью и другими природными ресурсами. Такое сильное падение ***P/E*** позволяет предположить, что причины такого существенного снижения лежали вне плоскости экономики [3]. Существенную роль в таком падении сыграли:

- война в Южной Осетии;
- действия Центрального банка РФ (ЦБ РФ) по снижению ликвидности сразу после военных действий;
- паника.

Не будь паники, ***P/E*** можно было бы ожидать в районе 8-13, ближе к 10-11. В то же время возникшая паника поменяла экономическую ситуацию. Возник залоговый кризис [5]. Залоговая стоимость упала ниже взятых кредитов. Экономика вступила в фазу саморазрушения. В этих условиях оптимальной стратегией становится реструктуризация портфелей.

Падение индекса РТС носило обвальный характер (рис. 16).Остановился индекс РТС только у максимума 1997 г. Фактически по индексу мы вернулись на 12 лет назад. Объемы торгов сейчас небольшие, что характерно для дна. Возможные уровне поддержки 500-550 (настоящий), 350, 250. В случае возникновения паники, этих уровней коснуться можно, хотя фундаментальных оснований для этого нет.

Рис. 16. Месячный график индекса РТС

На недельном графике индекса РТС (рис. 17) видно возникшее с октября 2008 г. расхождение с индикатором ***MACD***. С этого же времени индекс РТС остановился у уровня поддержки в 500.

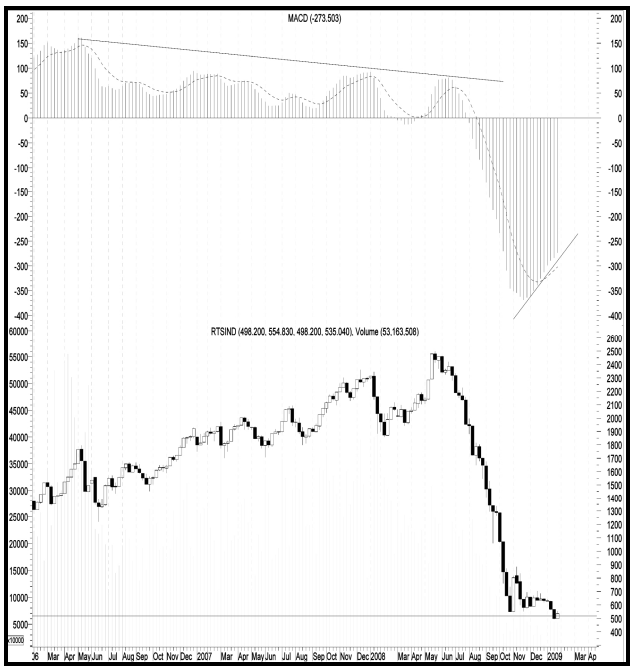

Рис. 17. Недельный график индекса РТС

На дневном графике индекса РТС видно, что стабилизация индекса закончилась нисходящим треугольником (рис. 18). Треугольник вниз не пробит. Но в моменте при возникновении паники индекс может коснуться 250. Вероятность этого исключать нельзя.

Рис. 18. Дневной график индекса РТС

В то же время фундаментальных оснований для дальнейшего снижения пока нет. Также нисходящий треугольник вниз пробить не удалось. Все это говорит в пользу формирования дна.

Первые признаки экономического дна уже появляются. В металлургической промышленности максимум спада пришелся на ноябрь, в декабре и январе уже наблюдалось восстановление производства [2].

В финансовых компаниях начался обратный найм сотрудников, но уже на меньшую зарплату. Финансовые компании первые попали под удар кризиса и ради выживания стали сокращать сотрудников. В панике чуть-чуть перестарались. После финансового дна наступает дно экономическое.

Падение объема грузовых перевозок ОАО «РЖД» в декабре к декабрю прошлого года составляло 40%, в январе к январю прошлого года составило 36%. Это первые намеки, указывающие на достижение экономического дна. Часть предприятий в регионах перешла на трехдневную рабочую неделю. Так вызванное кризисом сокращение спроса на автомобили привело к сокращению спроса на металл, лакокрасочные материалы.

Говорить об экономическом дне кризиса можно только после прохождения дна финансового кризиса. Кредиты должны стать доступны предприятиям, тогда они смогут перестать сокращать производство, начать платить зарплату, что и начнет стимулировать спрос.

Выдача кредитов, возобновление производства, найм рабочих происходят с временным лагом относительно того момента, когда финансовые средства становятся доступными. Соответственно и экономическое дно наступает с лагом после прохождения финансового дна.

Есть существенные шансы, что острая фаза финансового кризиса уже прошла. Что касается острой стадии экономического кризиса, то сейчас экономика может попытаться нащупать свое дно. Основной критерий прохождения дна экономического кризиса – доступность кредитов для предприятий, возобновление производства, найм сотрудников, стабилизация и рост спроса.

В кризисе существенную роль играет шоковая составляющая, дезориентирующая менеджеров. До кризиса у них была одна реальность, которая затем была разрушена, лишив их ориентации. По достижении экономического дна выстраивается новая экономическая реальность, дающая ориентиры менеджерам. Процесс выстраивания новой экономической реальности может занять месяцы, после чего предприятия начинают работать уже в рамках нового видения своих менеджеров. Спад потребления во время кризиса приводит к отложенному спросу, который затем стимулирует восстановление.

Покупку Правительством РФ акций хороших российских компаний можно рассматривать как хорошие долговременные инвестиции. Сглаживание ЦБ РФ снижения курса рубля к доллару потребовало части золотовалютных резервов. Однако грамотное сглаживание колебаний курса приносит прибыль и будет способствовать восстановлению золотовалютных резервов страны. Особое беспокойство вызывает высокая процентная ставка – кредиты становятся недоступными для реального производства. В то же время стабилизация курса рубля на новых уровнях и защита Правительством РФ банковской системы способствует доступности кредитов для предприятий.

Относительно банковской системы вызывают опасение «плохие» кредиты предприятиям. Однако если кредиты выдавались устойчивым предприятиям и обеспечены акциями этих предприятий, то при невозможности погашения кредитов акции перейдут в пользу банков. По восстановлении экономики РФ акции предприятий подорожают. Таким образом, долгосрочные перспективы государственных российских банков, прежде всего Сбербанка РФ, достаточно устойчивы.

Сбербанк

На месячном графике (рис. 19) видно, что котировки Сбербанка РФ остановились около уровня 2004 г.

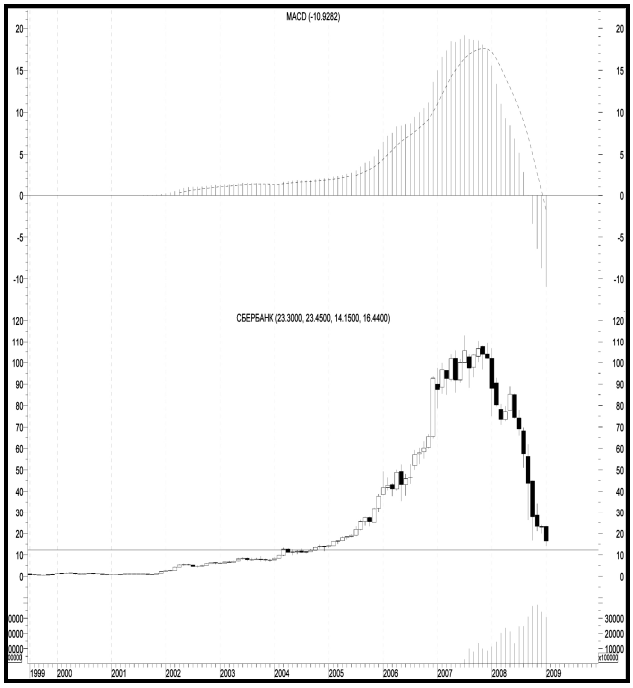

Рис. 19. Месячный график Сбербанка РФ

На недельном графике Сбербанка РФ (рис 20) видна дивергенция с индикатором ***MACD***, появившаяся в ноября 2008 г. Одновременно с ноября 2008 г. появляется направленный вниз треугольник. Треугольник говорит о возможности ухода Сбербанка вниз. Треугольник противоречит индикатору ***MACD***. Также снизу находится хорошо проторгованный диапазон с многочисленными уровнями поддержки. Поэтому существенный уход Сбербанка РФ вниз будет затруднительным.

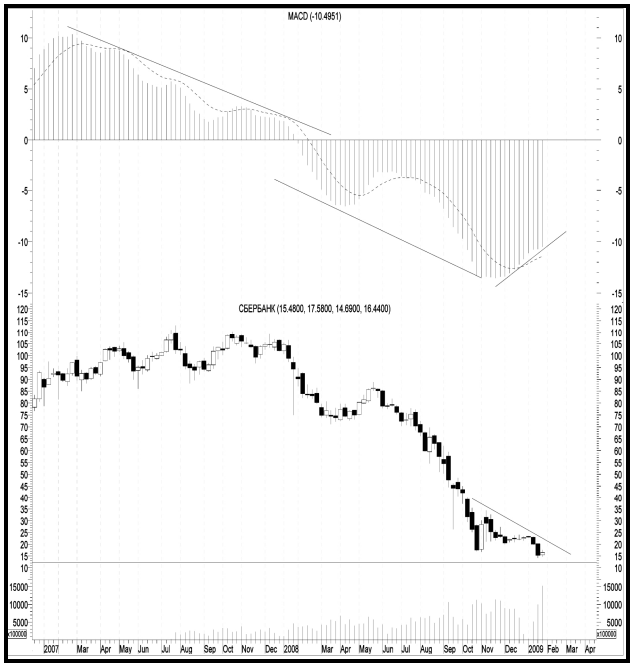

Рис. 20. Недельный график Сбербанка РФ

На дневном графике Сбербанка РФ также видны дивергенция с индикатором MACD и нисходящий треугольник (рис. 21).

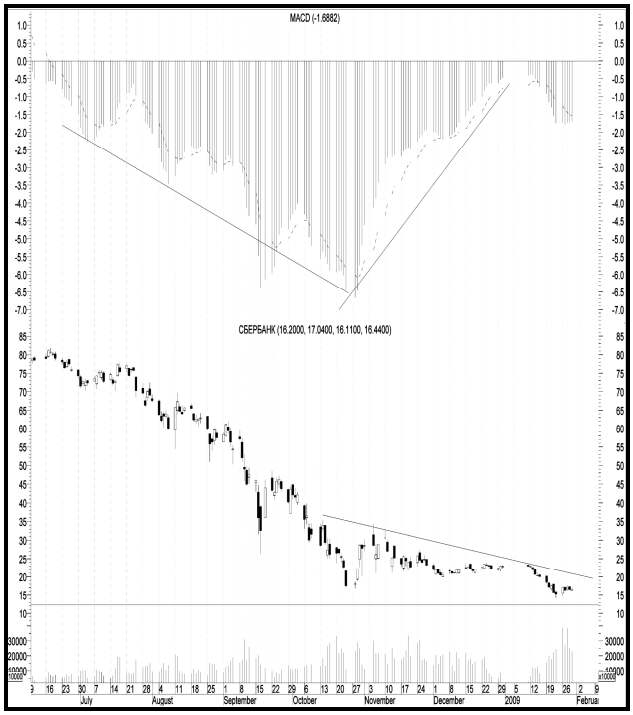

Рис. 21. Дневной график Сбербанка РФ

ЛУКОЙЛ

На месячном графике (рис. 22) котировки ЛУКОЙЛ остановились у уровня 2004 г. Также видно начало восходящего движения цен ЛУКОЙЛ.

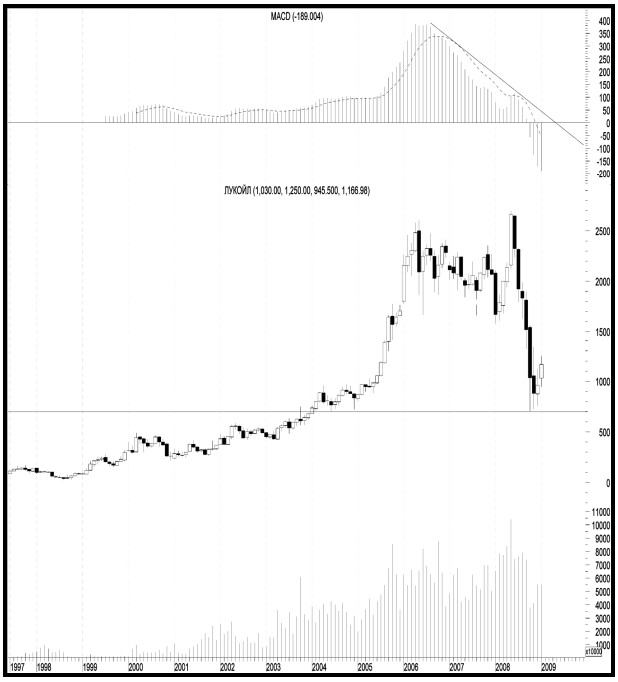

Рис. 22. Месячный график ЛУКОЙЛ

На недельном графике котировок ЛУКОЙЛ (рис. 23) с ноября 2008 г. появляется восходящий канал котировок ЛУКОЙЛ, поддержанный индикатором ***MACD***.

Рис. 23. Недельный график ЛУКОЙЛ

Восходящий канал котировок ЛУКОЙЛ, поддержанный индикатором ***MACD***, виден и на дневном графике (рис. 24), хотя с гораздо более слабым наклоном вверх.

Рис. 24. Дневной график ЛУКОЙЛ

Прибыль ЛУКОЙЛ защищена нефтяными ценами. Также существенная часть продукции ЛУКОЙЛ идет на экспорт. Этими факторами объясняется более стабильная позиция ЛУКОЙЛ по сравнению со Сбербанком РФ.

Стыковка аналитического отдела с другими подразделениями

Анализ макроэкономики, отраслей дает факторы инвестиционной привлекательности, что позволяет координировать работу аналитического отдела с работой по стратегии развития.

Стратегия развития во многом сводится к инвестиционной оценке перспектив вложения ресурсов с их последующим распределением и перераспределением. Перспективность оценивается с точки зрения длительной инвестиционной отдачи. В этом аспекте стратегию компании можно рассматривать как управление портфелем инвестиционных проектов – направлений бизнеса.

Выявление факторов инвестиционной привлекательности стыкуется с формированием инвестиционных проектов, которые могут быть скомпонованы в дирекции проектов и одном из фондов прямых инвестиций.

Тщательная инвестиционная проработка во многом определяет добавленную стоимость, которая достигается при реализации проектов или направлений деятельности.

При наличии поддержки программистов деятельность аналитического отдела может включать в себя разработку и ведение распределенной системы поддержки формирования решений. Распределенная система поддержки формирования решений (РСПФР) включает в себя элементы базы знаний, экспертной системы, ситуативного центра, базы знаний. Суть РСПФР – предоставление оперативной информации по макроэкономике в целом, отраслям, эмитентам. С возможностью выбора уровня детализации информации. Такая система полезна и с точки зрения buy-side и с точки зрения sell-side.

Результаты деятельности аналитического отдела

Отслеживание основных макроэкономических параметров, индикаторов, трендов, событий. Установление взаимосвязи между ними и их влияние на эмитенты и отрасли. Предложения по формированию и корректировки инвестиционных стратегий и соответствующих им портфелей.

Факторы, тенденции, события отслеживаются в различных временных горизонтах разрезах: фундаментальных – ведущих к изменению справедливой цены, спекулятивных – драйверах роста и снижения.

По отраслям – отслеживание основных параметров, индикаторов, событий, тенденций. Оценка перспективности отраслей.

По эмитентам – отслеживание справедливой цены, драйверов роста и снижения, в том числе спекулятивных.

При работе по привлечению инвестиционных фондов (sell-side) – поиск и написание отчетов конкурентного уровня и работающих на имидж компании.

При работе buy-side – установление и поддержание контактов с sell-side аналитиками и компаниями. Участие в формировании инвестиционных стратегий и формирование рекомендаций по составу портфелей.

Помимо справедливых цен будут указаны драйверы роста и снижения: фундаментальные и спекулятивные в привязке к временным горизонтам действия.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Деятельность аналитического отдела самым существенным образом влияет на прибыльность инвестиционной компании. Аналитический отдел работает с разными горизонтами времени и разными подходами с целью создания интегрированного видения ситуации.

Анализ зависит от текущей ситуации и поэтому периодически его следует пересматривать.

Литература

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов [Текст] / Асват Дамодаран. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – 1340 с.
2. Тремасов К. Стратегия : Февраль 2006 : рынок акций [Электронный ресурс] / Кирилл Тремасов, Владимир Веденеев, Дмитрий Скворцов, Ольга Веселова / Банк Москвы // Режим доступа: www.scrin.ru.
3. Тренев Н.Н. Кризис-2008 [Текст] // Аудит и финансовый анализ. – 2009. – №1. – С. 442-450.
4. Тренев Н.Н. Управление финансами [Текст] / Н.Н. Тренев. – М. : Финансы и статистика, 1999. – 496 с.
5. Тренев Н.Н. Фондовый кризис. Что делать? [Электронный ресурс] / Н.Н. Тренев // ФИНАМ. URL: http://www.finam.ru/analysis/newsitem33195/default.asp#_reviewlist.
6. Серов А. Стратегия на январь 2009 [Электронный ресурс] / Алексей Серов, Ольга Шкред, Алексей Галанин, Дмитрий Александров, Екатерина Лощакова // Финбридж. – Режим доступа: http://www.scrin.ru.

Ключевые слова

Аналитический центр; фондовый рынок; фундаментальный анализ; технический анализ; оценка.

Тренев Николай Николаевич

РЕЦЕНЗИЯ

Кризис глобальной финансовой системы придал резко отрицательную динамику как мировой экономике в целом, так и практически всем её составляющим на уровне отдельных государств и рынков. В научно-аналитическом аспекте турбулентность, неустойчивость и неопределенность сложившейся в экономике ситуации активизировала внимание ученых и специалистов к осмыслению теории и практики антикризисного управления, поиску наиболее эффективных методов такого рода управления. В первую очередь в исследованиях рынков, в действенном инструментарии и практических рекомендациях нуждаются аналитические службы инвестиционных структур, поскольку от результатов их деятельности зависит качество инвестиционного потенциала экономики, его динамика.

В этой связи автор предлагаемой статьи обосновывает концепцию функционирования аналитического центра как инструмента оперативного и стратегического управления деятельностью инвестиционной компании на фондовом рынке. Его наличие, как показывает автор, позволяет инвестиционной компании повысить уровень своей компетенции в обеспечении перетока капитала между отраслями и эмитентами, поднять эффективность использования капитала.

Инвестиционные перспективы отраслей и предприятий зависят от набора факторов, прежде всего от материально-финансовых потоков в экономике и на рынках капитала. Для анализа этих факторов применяются разнообразные методы и подходы. Задача аналитического центра должна заключаться в выработке гибкого и интегрированного восприятия экономики и места предприятий в системе финансово-хозяйственных связей.

Автор показывает, пусть даже и косвенно, что проведение экономического анализа достаточно трудоемкое и дорогостоящее дело. В целях экономии средств и повышения эффективности работы целесообразно применять оперативные экспресс-методы оценки рыночных стоимостей для выявления наиболее перспективных направлений вложения капитала, их регулярной переоценки. В статье профессионально отражена специфика работы аналитического центра.

Считаю, что статья содержит элементы научной новизны и практической значимости. Рекомендую её к публикации в журнале «Аудит и финансовый анализ».

Бендиков М.А., д.э.н., в.н.с., Центральный экономико-математический институт РАН

8.6. CONCEPT OF AN ANALYTICAL CENTRE IN AN INVEST COMPANY

N.N. Trenev, the Doctor of Sciences (Economic)., the Leading Scientific Employee of Institute of Problems of Management of the Russian Academy of Sciences, the Chief of the Analytical Centre of Investitsionno-Consulting Group ROEL CONSULTING

Concept of an analytical centre in an Investment company is suggested. Its role is considered, examples are given.

Literature

1. Aswath Damodaran. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determing the Value of Any Asset. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2002.
2. K. Tremasov, V. Vedeneev, D. Skvortsov, O. Veselova. Strategy. February 2006. Stock market. Bank Moskvi. www.scrin.ru 72 p.
3. N.N. Trenev. Crisis 2008. Audit and Financial Analusis. 2009. № 1. Pp. 442-450.
4. N.N. Trenev. Financial management. Moscow: Finansi I Statistika, 1999. – 496 pp
5. N.N. Trenev. Crisis on stock excjange. What to do. http://www.finam.ru/analysis/newsitem33195/default.asp#_reviewlist 19.09.2008 16:39
6. A. Serov, O. Shkred, A. Galanin, D. Alexandrov, Y. Loshakova. Strategy on January 2009. Finbridge. www.scrin.ru 9 p.

Keywords

Analytical centre; stock market; fundamental analysis; technical analysis; evaluation.