О.А. ЗАВОРА,
аспірант, Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана

Фундаментальний аналіз «блакитних фішок» на українському ринку цінних паперів

У статті розглядається прийняття рішень інвесторами щодо «блакитних фішок» на українському ринку цінних паперів за допомогою методу мультиплікаторів. Обґрунтовується необхідність врахування кількох критеріїв та застосування комплексного підходу при прийнятті рішень на українському ринку цінних паперів.

Ключові слова: *фундаментальний аналіз, метод мультиплікаторів, метод компаній–аналогів, прийняття рішень, ринок цінних паперів, інвестор.*

В статье рассматривается принятие решений инвесторами относительно «голубых фишек» на украинском рынке ценных бумаг с помощью метода мультипликаторов. Обосновывается необходимость учета нескольких критериев и применения комплексного подхода при принятии решений на украинском рынке ценных бумаг.

Ключевые слова: *фундаментальный анализ, метод мультипликаторов, метод компаний–аналогов, принятие решений, рынок ценных бумаг, инвестор.*

The article deals with decision–making by investors regarding the «blue chips» in the Ukrainian securities market using multiples. The necessity of taking into account a number of criteria and the adoption of an integrated approach to decision–making on the Ukrainian stock market are justified.

Keywords: *fundamental analysis, the method of multiples, the method of peer companies, decision–making, the stock market, an investor.*

Постановка проблеми. Одним з основних інструментів прийняття рішень для інвесторів є фундаментальний аналіз, в основі якого лежить дослідження внутрішніх характеристик компанії (оборот, грошовий потік, прибутковість тощо) та зовнішніх економічних факторів, що впливають на об'єкт.

Значний вплив на ціни, визначені за допомогою методів фундаментального аналізу, на вітчизняному ринку цінних паперів мають такі фактори: зниження цін через зростання ставок дисконтування – похідна від збільшення процентних ставок, зростання цін через зростання вартості сировинних ресурсів, різкі коливання на українському ринку повторюють менш амплітудні зміни кон'юнктури на світових ринках.

Протиріччя перелічених вище проблем спричинює різнонаправлені коливання цін на ринку цінних паперів, що потребує аналізу стану українських компаній за допомогою одного з методів фундаментального аналізу – методу аналогів чи методу фінансових мультиплікаторів.

Аналіз досліджень та публікацій з проблеми. Актуальність теми підкреслюється її широким дослідженням у літературі: існує багато монографій та статей, присвячених прийняттю рішень інвесторами на ринку цінних паперів. Дослідженням методів фундаментального аналізу займаються С. Коттл, Р. Мюррей, Ф. Блок, А. Дамодаран, Л. Гітман, М. Джонк, П. Лінч, В. Ліховідов, Я. Міркін, У. Баффет та інші [1–5]. Серед українських дослідників – А. Баторшина, Н. Дегтярьова, О. Мозговий, М. Назарчук, В. Сутормінa, В. Федосов, В. Шапран та інші.

Метою статті є оцінювання «блакитних фішок» на українському ринку цінних паперів за допомогою методу мультиплікаторів чи методу компаній–аналогів.

Виклад основного матеріалу. Якісно проведений фундаментальний аналіз дозволяє виявити цінні, з високим внутрішнім потенціалом зростання, акції. Саме даний метод аналізу дозволяє знайти компанії зі стабільними доходами, потужними активами, стійким балансом та зростаючим прибутком.

Серед показників, що зазвичай цікавлять інвестора при оцінці акцій компаній, виокремлюють такі: співвідношення ціни акції та дохідності (Price/Earnings – P/E); співвідношення ціни акції та власного капіталу компанії в розрахунку на одну акцію (Price/Book); співвідношення ціни акції та чистого грошового потоку в розрахунку на одну акцію (Price/Cash Flow); співвідношення ціни акції та продажів (виручки) в розрахунку на одну акцію (Price/Sales), співвідношення вартості бізнесу та виручки в розрахунку на одну акцію (EV/S), співвідношення вартості бізнесу та EBITDA (операційний дохід до сплати процентів, податків та амортизації) в розрахунку на одну акцію (EV/EBITDA), дохідність власного капіталу (ROE).

Для цілей аналізу цін на вітчизняні «блакитні» фішки на українському ринку цінних паперів за допомогою методу мультиплікаторів предметом обрано акції компаній двох галузей, а саме авіапромисловості («Мотор Січ») та електроенергетики («Донбасенерго», «Центренерго»), що входять в індексну корзину Української біржі (табл. 1).

Правильний вибір аналогів є найбільш складним завданням даного методу. Незважаючи на те що вибрані для аналізу акції є «блакитними фішками» на вітчизняному ринку, існують певні обмеженнями даного аналізу, а саме низький рівень капіталізації порівняно з міжнародними компаніями, малі обсяги торгів та невисокий рівень прозорості вітчизняних компаній порівняно з міжнародними. У своєму дослідженні ми покладалися на перелік компаній–аналогів, що їх пропонує Bloomberg для кожного вітчизняного цінного паперу.

© О.А. ЗАВОРА, 2013

Таблиця 1. Об'єкти аналізу та компанії–аналоги*

Галузь	Українські компанії	Компанії–аналоги
Авіапромисловість	«Мотор Січ»	MTU Aero Engines AG (Німеччина), Safran SA (Франція), Senior PLC (Великобританія), Юфимівське моторобудівельне виробниче об'єднання (ЮМВО, Росія)
Електроенергетика	«Донбасенерго», «Центренерго»	Greentech Energy Systems AS (Німеччина) ACEA SPA (Італія) Public power Corp (Греція) A2A SPA (Італія)

** Джерело: Українська біржа, Bloomberg.*

Почнемо з найбільш відомого та проблемного мультиплікатора P/E. Високе значення даного показника може свідчити про високу оцінку ринком перспектив інвестицій у даний цінний папір або ж про небажане та неочікуване зниження чистого прибутку компанії. Обмеженням даного показника є так званий ефект Н. Молодовського, що характерний для циклічних компаній: через низькі прибутки на початку циклу спостерігається високе значення P/E, тоді як під кінець циклу значення показника зменшується у зв'язку зі зростанням прибутку. [6] В табл. 2 подано значення показника P/E по акціях, що ми аналізуємо. За мультиплікатором P/E акції «Мотор Січ» та вітчизняних банків торгуються за меншою ціною, аніж компанії–аналоги, а отже є недооціненими, тоді як ціна акцій «Донбасенерго» та «Центренерго» не сильно відхиляється від цін на акції міжнародних компаній–аналогів.

Динаміка мультиплікатора P/E для українських компаній демонструє зменшення дохідності протягом 2008–2012 років та збитковість більшості компаній у 2008 та 2009 роках і, як наслідок, неможливість порівняння з компаніями–аналогами у вказаних періодах. Скорочення P/E для «блакитних фішок» свідчить про зростання ризиковості вкладень, зменшення дохідності власного капіталу та зростання вартості залученого капіталу.

Додамо до аналізу показник EV/S (Вартість бізнесу/Виручка), що вважається інвесторами більш точним і репрезентативним для методу аналогів, оскільки, по–перше, має меншу волатильність порівняно з P/E через використання показника виручки, по–друге, більш порівнюваний для відносно різних компаній–аналогів, навіть незважаючи на стандарти підготовки звітності (місцеві, міжнародні). Показник вартості бізнесу визначає вартість інвестованих активів та розраховується як сума ринкової капіталізації та ринкової вартості боргу компанії за вирахуванням грошових коштів. Основними складовими показника вартості бізнесу є маржа операційного прибутку після сплати податків, коефіцієнт реінвестування та вартість залучення капіталу. Таким чином, високі значення EV/S свідчать про підвищену маржинальність операційного прибутку, низькі коефіцієнти реінвестицій і дешевий залучений капітал.

Показники EV/S для вітчизняних «блакитних фішок» авіапромисловості та електроенергетики подано в табл. 3.

У результаті розрахунків встановлено, що EV/S для «Мотор Січ» більш ніж удвічі нижче за медіанне значення для вибраних компаній–аналогів, що означає відносно низький рівень маржі операційного прибутку для вітчизняної компанії, високу вартість залучення капіталу, низький коефіцієнт реінвестицій. Зниження мультиплікатора EV/S для «Мотор Січ» з 2.2 на кінець 2007 року до 0.5 на кінець 2012 було обумовлено зростанням розміру виручки більш швидкими темпами порівняно з ринковою капіталізацією компанії, у

Таблиця 2. Мультиплікатор P/E за 2012 рік

Авіапромисловість		Електроенергетика	
«Мотор Січ»	2.8	«Донбасенерго»	16.0
MTU Aero Engines AG	20.1	«Центренерго»	10.0
Safran SA	10.4	Greentech Energy Systems AS	15.2
Senior PLC	8.9	ACEA SPA	14.9
ЮМВО	2.8	Public power Corp	13.3
		A2A SPA	10.8
Медіанне значення для компаній–аналогів	9.6	Медіанне значення для компаній–аналогів	14.1

Джерело: Bloomberg.

Таблиця 3. Мультиплікатор EV/S за 2012 рік

Авіапромисловість		Електроенергетика	
«Мотор Січ»	0.5	«Донбасенерго»	0.2
MTU Aero Engines AG	1.1	«Центренерго»	0.3
Safran SA	1.4	Greentech Energy Systems AS	5.5
Senior PLC	1.6	ACEA SPA	1.1
ЮМВО	0.8	Public power Corp	1.1
		A2A SPA	1.2
Медіанне значення для компаній–аналогів	1.3	Медіанне значення для компаній–аналогів	1.2

Джерело: Bloomberg.

Таблиця 4. Мультиплікатор EV/EBITDA за 2012 рік

Компанія	EV/EBITDA	Компанія	EV/EBITDA
Авіапромисловість		**Електроенергетика**	
«Мотор Січ»	1.1	«Донбасенерго»	2.9
MTU Aero Engines AG	8.2	«Центренерго»	5.2
Safran SA	8.4	Greentech Energy Systems AS	11.5
Senior PLC	9.1	ACEA SPA	5.8
ЮМВО	н.д.	Public power Corp	5.6
		A2A SPA	6.2
Медіанне значення для компаній–аналогів	8.4	Медіанне значення для компаній–аналогів	6.0

Джерело: Bloomberg.

структурі балансу борг займає невисоку частку (6,2% на 31 грудня 2012 року).

«Донбасенерго» та «Центренерго» мають нижчі показники EV/S порівняно з медіанним значенням аналогів (0.2 і 0.3 відповідно порівняно з 1.2 на 31 грудня 2012 року), що свідчить про можливі перспективи зростання як за рахунок відносно невеликої капіталізації, так і за рахунок більш високого коефіцієнта реінвестицій (і відповідно більш високих темпів зростання очікуваного прибутку у майбутньому).

Для визначеності ефективності капіталовкладень відносно іноземних аналогів використовується мультиплікатор EV/EBITDA. Цей показник відображає здатність компанії сплачувати за отримані кредити та випущені облігації, не залежить від розміру і структури заборгованості компаній, а також вибору методу нарахування амортизації в порівнюваних компаніях, а тому найбільш об'єктивно відображає вартість об'єкта досліджень.

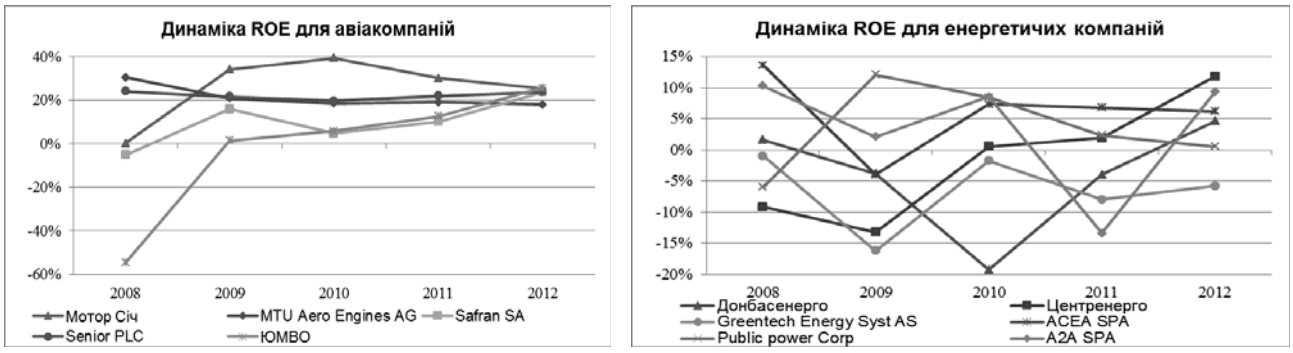
Мультиплікатор EV/EBITDA для «Мотор Січі» та «Донбасенерго» (табл. 4) значно нижче медіанного значення для компаній–аналогів, що свідчить про низьку привабливість акцій цих компаній як об'єкта вкладень: українським компаніям необхідно буде інвестувати більшу частку EBITDA порівняно з аналогами для генерації очікуваного зростання за умови рівних інших вихідних даних.

Розглянемо останній показник – рентабельність чи дохідність власного капіталу, ROE. Аналіз на основі мультиплікаторів має певні обмеження щодо якості вибору аналогів, що обумовлює аналіз динаміки показника ROE замість абсолютних значень (див. рис.).

Незважаючи на те що показник рентабельності власного капіталу «Мотор Січі» був вищим порівняно з показниками компаній аналогів у 2008–2011 роках, у 2012 році ROE зменшився для вітчизняної компанії, що є негативним індикатором і вказує на те, що нові інвестиції в компанію забезпечили менший прибуток на власний капітал, аніж планувалося. Мультиплікатор ROE для «Донбасенерго» та «Центренерго» у післякризові 2010–2012 роки демонструє позитивну динаміку.

Результати проведеного аналізу подано у табл. 5 (□ – зона недооцінених компаній, ↓ – зона переоцінених компаній, ↕ – нейтральна зона).

Кон'юнктура в табл. 5 відображає поточний стан справ кожного з емітентів на основі публічної інформації: нові проекти, запровадження нових технологій, перемовини про великі угоди тощо.



Динаміка ROE для авіа– та енергетичних компаній за 2008–2012 роки

Джерело: Bloomberg.

Таблиця 5. Результати аналізу інвестиційної привабливості акцій за допомогою мультиплікаторів

	P/E	EV/S	EV/EBITDA	ROE	Кон'юнктура
«Мотор Січ»	□	□	↓	↓	↕
«Донбасенерго»	↓	□	↓	□	□
«Центренерго»	□	□	↓	□	□

Джерело: Bloomberg.

Незважаючи на позитивний інформаційний фон, хотілося б зазначити, що українські «блакитні фішки» мають значний попит з боку інвесторів і не очікується подальшого зростання їхньої ціни. При цьому хотілося б виділити «Донбасенерго», приватизоване у серпні 2013 року, що потенційно може позитивно вплинути на ціну акцій даної компанії. Також слід пам'ятати про можливу появу нових «блакитних фішок» на українському ринку цінних паперів.

У зв'язку з недостатнім рівнем розвитку ринку цінних паперів в Україні та незадовільним фінансовим станом українських підприємств окремі українські дослідники є прихильниками використання критерію перспективи при прийнятті рішень інвестором. Так, наприклад, пропонують великим, стратегічним інвесторам розглядати об'єкт інвестування з урахуванням можливості реструктуризації підприємства з метою підвищення рентабельності його капіталу [8].

Висновки

Проведений фундаментальний аналіз у сукупності з вивченням стану в галузі та економіці в цілому може дати інвесторові значні результати, вказавши на необхідність купувати чи продавати цінний папір. Однак для того, аби аналітик дійсно отримав надприбуток, необхідно виконання двох умов. По–перше, він повинен отримати результати аналізу раніше за інших. По–друге, інші вкладники мають прийти до аналогічних висновків [9].

Слід також зазначити, що фундаментальний аналіз не враховує психологічні фактори в прийнятті рішень на ринку цінних паперів, значимість яких підсилюється постійним зростанням обсягу ринку, кількості інвесторів, думок, емоцій і безконтрольності.

Підсумовуючи вищенаведене, можна зробити висновок, що використання одного певного критерію не є достатнім для прийняття ефективного рішення інвестором. У процесі обґрунтування рішення доцільно враховувати часові фактори, поєднувати критерії між собою та робити аналіз критеріїв на вже відомих ситуаціях для перевірки достовірності результатів. Сучасний стан розвитку ринку цінних паперів вказує на необхідність врахування психологічних аспектів інших інвесторів та поєднання застосування критеріїв з методом експертних оцінок. Це дасть можливість більш достовірно визначити ступінь ризику або невизначеності при прийнятті рішень.

Список використаних джерел

1. Levi, Maurice D. International Finance – UK: Taylor & Francis, 2010. – Part 7. – P. 145–166.

2. Templeton, Lauren C. Investing The Templeton Way: The Market–Beating Strategies of Value Investing's Legendary Bargain Hunter / Lauren C.Templeton, Scott Phillips. – USA: The McGraw–Hill Companies, 2008. – 283 p.

3. Whitehurst, David Investments. – McGraw–Hill/Irwin, 2001. – P. 922.

4. Баффет, М. Баффетология: пер. с англ. / М. Баффет, Д. Кларк. – М.: Попурри, 2006. – 416 с.

5. Лиховидов В.Н. Фундаментальный анализ мировых валютных рынков: методы прогнозирования и принятия решений. – Владивосток,1999. – 234 с.

6. Котт С., Мюррей Р. Ф., Блок Ф.Е. «Анализ ценных бумаг» Грэма и Додда / Пер. с анг. – М.: ЗАО «Олимп – Бизнес», 2000. – С. 374.

7. Шпилевская, Е.В. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / Шпилевская Е.В., Медведева О.В. – М.: Феникс, 2010. – 346 с.

8. Кравченко Е.А., Запорожан Д.В. Критерии принятия инвестиционных решений на фондовом рынке. – Режим доступа: http://www.nbuv.gov.ua/portal/natural/Popu/2001_2/7–4.html

9. Ильинский А. Случайное блуждание и ценообразование на биржевых рынках // Все о финансовых рынках. – 2000. – Режим доступу: http://www.spekulant.ru/archive/Sluchajnoe_bluzhdanie_i_cenoobrazovanie_na_birzhevyh_rynkah.html

10. Bloomberg – Блумберг термінал.

11. Українська біржа. – Режим доступу: http://www.ux.ua/

Б.О. БУТКО,
аспірант, економічний факультет, Київський національний університет ім. Тараса Шевченка

Нормативно–правове регулювання міжнародного економічного співробітництва у сфері високих технологій

У статті розглянуто сутність нормативно–правового регулювання міжнародного економічного співробітництва у сфері високих технологій, визначено основні напрями міжнародного співробітництва у сфері високих технологій, охарактеризовано нормативно–правові акти, які регулюють міжнародне співробітництво у сфері високих технологій, та визначено особливості нормативно–правового регулювання міжнародного співробітництва у сфері високих технологій в Україні.

Ключові слова: *високі технології, нормативно–правове регулювання, міжнародне співробітництво, нормативно–правові акти.*

 © Б.О. БУТКО, 2013