

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

Институт экономики, управления и природопользования  
кафедра финансов

УТВЕРЖДАЮ

Заведующий кафедрой

\_\_\_\_\_ И.С. Ферова

подпись

« \_\_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2018 г.

**МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ**

**ПРОГНОЗИРОВАНИЕ СТОИМОСТИ АКЦИЙ ДЛЯ ПОТЕНЦИАЛЬНОГО  
ИНВЕСТОРА**

38.04.02 «Менеджмент»

(код и наименование направления)

38.04.02.13 «Финансовый менеджмент»

код и наименование магистерской программы

Научный Руководитель \_\_\_\_\_

подпись, дата

должность, ученая степень

\_\_\_\_\_ доцент, к. э. н.

инициалы, фамилия

Е.А.Шнюкова

Выпускник \_\_\_\_\_

подпись, дата

Н.В.Темеров

инициалы, фамилия

Рецензент \_\_\_\_\_

подпись, дата

должность, ученая степень

Д.Д.Боровиков

инициалы, фамилия

Нормоконтролер \_\_\_\_\_

подпись, дата

Е.В.Шкарпетина

инициалы, фамилия

Красноярск 2018

## СОДЕРЖАНИЕ

Введение .....	3
1 Теоретические аспекты инвестирования в экономике.....	7
1.1 Общая характеристика инвестиций.....	7
1.2 Проблемы инвестирования в ценные бумаги в современных условиях развития экономики .....	9
1.3 Акции как объект оценки .....	13
2 Методические подходы к оценке рыночной стоимости акции.....	22
2.1 Методы оценки акций.....	22
2.2 Цикличность фондового рынка.....	33
2.3 Модель прогнозирования стоимости акции методом мультипликатора и скорректированной стоимости акции на коэффициент цикличности.....	37
3 Апробация модели .....	41
3.1 Информационная база и критерии отбора компаний для построения модели. ....	41
3.2 Прогнозирование стоимости акции названной компании спомощью разработанной модели.....	48
3.3 Рекомендации по применению модели.....	55
Заключение .....	58
Список использованных источников.....	62

## ВВЕДЕНИЕ

По мнению Филиппа Фишера, фондовый рынок полон людей, которые знают цену, но понятия не имеют о ценности. Именно поэтому определение ценности или стоимости акций в настоящее время – это процедура, необходимая каждому участнику фондового рынка.

Акции представляют собой документы, удостоверяющие имущественные права. Как и иные товары свободного обращения, они имеют определенную стоимость, меняющуюся в зависимости от текущей ситуации на рынке. Оценка стоимости имеет целью установить ценность акций (обыкновенных и/или привилегированных). Значимость этой процедуры заключается в закреплении прав на акции при установлении правопреемства, в определении диапазона и объема их инвестиционных возможностей, влияющих на эффективное управление компанией.

Потребность в оценке стоимости акций возникает при купле-продаже ценных бумаг, реструктуризации предприятий (что может подразумевать ликвидацию, слияние, поглощение или выделение самостоятельного предприятия из холдинга), внесении акций в уставной капитал иного юридического лица. Оценка стоимости акций также требуется для определения размера залога в процессе кредитования, для передачи портфеля ценных бумаг в доверительное управление, при определении рыночной цены компании и ее активов.

По мере того, как в России появлялись независимые собственники предприятий, все острее возникала потребность в определении рыночной стоимости обыкновенных акций компаний.

Оценка стоимости обыкновенных акций компаний это процесс определения рыночной стоимости их капитала. Работы по оценке акций предприятия - постоянно осуществляемая функция.

Ею необходимо заниматься, в первую очередь, для определения стоимости акций предприятия, подлежащего купле/продаже.

Актуальность настоящей работы подчеркивается тем, что в условиях развивающейся экономики и на фоне снижения ключевой ставки, а следовательно и ставки по депозитам, население будет рассматривать другие активы, которые должны приносить потенциальную прибыль больше, чем обычный депозит в банке. Одним из таких инструментов является акция. Но не стоит забывать, что акция является гораздо более рискованым инструментом, чем например, депозит или государственные облигации. Именно поэтому своевременный прогноз стоимости акции так актуален на данный момент времени.

Знание справедливой стоимости акций является удобным инструментом, позволяющим не только измерять уровень развития бизнеса, но и получать инвесторам дополнительную прибыль.

Ценные бумаги являются необходимым средством юридической техники в различных областях рыночной экономики. Они служат удобным инструментом в организации и функционировании коммерческих субъектов (акции), являются кредитными (облигации, векселя и др.) и платежными (чеки) средствами, используются в товарном обороте (коносаменты и др.), обеспечивая упрощенную и оперативную передачу, осуществление прав на материальные и иные блага.

Количество акций у инвестора отражает отношение между собственниками предприятия по поводу их доли в уставном капитале предприятия и их участие в управлении ею [16].

Оценка обыкновенных акций - это оценка акций, по которым дивиденды выплачивается из части прибыли, оставшейся после уплаты процента обладателям привилегированных акций.

Несмотря на широкое распространение данной проблематики в научных кругах, необходимость дальнейшего совершенствования теорий и

методик анализа стоимости определяют актуальность исследования, его цель и задачи.

Целью работы является прогноз рыночной стоимости акций для инвестирования компаний с признаками цикличности.

Для реализации цели поставлены следующие взаимосвязанные задачи:

- рассмотреть понятие инвестиции и конкретной акции;
- выявить особенности данного инструмента;
- проанализировать существующие методы оценки стоимости акций;
- разработать коэффициент цикличности;
- создать модель на основе вышеприведенного коэффициента;
- апробировать данную модель на реальной компании;
- выявить недостатки модели;
- дать рекомендации по совершенствованию и применению модели.

Теоретическую и информационную основу диссертационного исследования составляют монографическая литература, публикации по фондовому рынку в открытой печати, статистические сборники, Интернет-ресурсы, показатели финансово-хозяйственной деятельности компаний, интерпретируемые в соответствующих регистрах и финансовых отчетностях, законодательные и нормативные акты РФ, постановления правительства РФ, специальная литература, материалы периодических изданий по рассматриваемой проблеме, результаты собственных расчетов и др. Рассмотрению различных аспектов оценки стоимости акций посвящены работы многих отечественных авторов, среди которых: Ф. Н. Ахмедов, Е. В. Галкова, З. А. Кондратьева, З. А. Почежерцева, Я. В. Русяев, С. В. Якунин и др. Проблемам выявления основных недостатков современных методик оценки стоимости акций компаний посвящены работы таких зарубежных ученых, как

Г. Арнольд, А. Дамодаран, К. Ричардс, Д. Уэзеролл и др. Перечисленными авторами внесен неоценимый вклад в формирование методологической базы.

Предмет исследования магистерской диссертации – процесс прогнозирования рыночной стоимости акций российских компаний для инвестирования.

Объект исследования данной работы – стоимость обыкновенных акций компаний.

Научная новизна исследования заключается в разработке модели, позволяющей получить более достоверную прогнозную стоимость акций, а также в адаптации данной модели.

Автором в работе используются:

- анализа литературы;
- анализа нормативно-правовой документации по теме;
- изучение и обобщение отечественной и зарубежной практики;
- сравнение;
- моделирование;
- аналогия;
- классификация.

Данная работа состоит из трёх глав. В первой главе исследуются теоретические аспекты инвестирования, анализируются проблемы инвестирования в условиях реального времени. Во второй главе рассматриваются методические подходы к оценке рыночной стоимости акций и приводится обоснование применения вводимой модели. В заключительной главе осуществляется построение модели и прогноза оценки рыночной стоимости акций исследуемых компаний, и разрабатываются рекомендации по практическому применению модели для инвестирования.

# **1 Теоретические аспекты инвестирования в экономике**

## **1.1 Общая характеристика инвестиций**

В наиболее общей форме инвестиции представляют собой вложение свободных денежных средств в различные формы финансового и материального богатства. Собственник денежных средств, который непосредственно инвестирует (вкладывает) их в материальные или финансовые объекты называется инвестором. Так, если человек или предприятия вкладывают свои денежные средства в те или иные объекты, они являются инвесторами [28].

Физические лица, вкладывающие денежные средства в материальные или финансовые объекты, называются индивидуальными инвесторами. Если собственниками инвестируемых средств являются юридические лица, то их называют институциональными инвесторами.

Основными источниками инвестиций являются сбережения населения. Они делятся на следующие группы: текущие, на покупку товаров длительного пользования, на непредвиденные случаи и старость, инвестиционные сбережения [17].

Текущие сбережения образуются в силу того, что текущий доход населения расходуется не сразу, а постепенно. Такие сбережения краткосрочны по своему характеру и накапливаются, как правило, либо в наличных деньгах, либо аккумулируются населением на текущих счетах в банках.

Сбережения на покупку товаров длительного пользования образуются в тех случаях, когда стоимость планируемой закупки превышает текущий доход потенциального покупателя, в связи с чем покупатель должен накопить необходимую сумму из своего дохода. Большинство сбережений этого вида накапливаются на сберегательных счетах в банковских учреждениях в течение длительного времени.

Сбережения на непредвиденный случай и старость долгосрочны по своему характеру и их использование предполагает наступление особого случая. На срок, в течение которого сбережения накапливаются, они могут быть вложены в долгосрочные финансовые активы, например, акции и облигации.

Сбережения населения, за исключением предназначенных на текущее потребление, в основном становятся инвестиционными ресурсами, но по-разному. Инвестиционные сбережения превращаются в инвестиционные ресурсы непосредственно, поскольку они расходуются на покупку ценных бумаг - долговых (облигации, казначейские обязательства) и инвестиционных (акции) [17].

Сбережения на покупку товаров длительного пользования, на непредвиденный случай и старость превращаются в инвестиционные ресурсы через посредников, в качестве которых выступают банки, страховые компании, пенсионные фонды.

Инвестиционные сбережения - это особый вид сбережений, не предназначенный на потребительские нужды. Главная их цель - инвестирование в приносящие доход активы. Большинство инвестиционных сбережений вкладывается в различные виды ценных бумаг, в этой работе мы рассмотрим акции [27].

Инвестирование в акции является относительно новым явлением в отечественной экономике. Так как в советское время не функционировал финансовый рынок как таковой, не было его важной составляющей - рынка ценных бумаг, и, в частности в акции, то отсутствовали возможности вложений в финансовые инструменты и, прежде всего, в акции.

Инвестиции – денежные средства, ценные бумаги, в том числе имущественные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта. Самым удобным и надежным способом вложения накопленного капитала многие специалисты



по праву называют ценные бумаги и, в частности, в акции. Именно они дают возможность при грамотном инвестировании получать сверхприбыль. Акции как объекты инвестирования подвержены определенным рискам, однако грамотное инвестирование является залогом их минимизации [45].

Финансовый рынок в своем арсенале предоставляет множество финансовых инструментов для аккумуляции и трансформации денежных средств в активы с целью инвестирования. Одним из самых распространенных и востребованных финансовых инструментов на данный момент являются акции. Рассмотрим экономическую суть, востребованность и выгоду вложений в данный инструмент.

Согласно Закону «О рынке ценных бумаг» акция – это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества и на часть имущества, остающегося после его ликвидации. Так как владелец акции приобретает право на часть прибыли и имущества, то данная ценная бумага относится к долевым ценным бумагам, подразумевая то, что акционер владеет частью доли акционерного общества.

В современной экономической ситуации РФ нужно понимать реальную стоимость акции, чтобы принимать правильные финансовые решения. Многие инвесторы недооценивают важность оценки, что является большой ошибкой, способной привести к существенному сокращению капитала.

## **1.2 Проблемы инвестирования в ценные бумаги в современных условиях развития экономики**

В период финансового кризиса рынок ценных бумаг Российской Федерации потерпел значительных потрясений, что обусловило его падение. На современном этапе развития экономики страны стоит задача нахождения новых направлений инвестирования на фондовом рынке через решения существующих проблем [18].

Инвестирование в компании, находящиеся в состоянии кризиса, является одним из наиболее доходных, но в то же время и одним из наиболее рискованных способов вложения средств, именно по этому важно уметь проводить анализ стоимости акции.

В период, когда компания столкнулась в своей деятельности с существенными трудностями финансового или операционного характера и несет убытки, наиболее консервативные инвесторы массово избавляются от акций такой компании. Предложение этих ценных бумаг резко возрастает, в то время как спрос на них, напротив, падает, что ведет к падению котировок. Важно, что стоимость акций и облигаций проблемных компаний будет крайне низка даже в тех случаях, когда используемая бизнес-модель жизнеспособна и в перспективе может генерировать стабильные положительные денежные потоки [31].

Покупка ценных бумаг в этот момент может обернуться высокой прибылью в будущем, когда кризис пройдет и деятельность компании стабилизируется. В то же время, если компания не сможет справиться с негативными тенденциями, инвестор понесет существенные убытки, причем их вероятность значительно выше, чем в случае инвестиций в стабильные компании. Можно ожидать, что инвестирование в проблемные компании в РФ в будущем тоже будет расти и развиваться, что связано со следующими факторами:

- увеличение числа публичных компаний ценные бумаги которых доступны более широкому кругу инвесторов, а вероятность того, что некоторые из них столкнутся с финансовыми трудностями растет. В результате расширяется круг инструментов, с которыми может работать инвестор, имеющий высокую склонность к риску;

- снижение «качества» эмитентов. Если раньше на Российском фондовом рынке обращались ценные бумаги сравнительно небольшого количества крупных и стабильных корпораций, то теперь на этот рынок

массово выходят другие компании, финансовое положение которых подвержено большому количеству рисков.

Также, проблемой, ограничивающей участие в инвестировании в ценные бумаги инвесторов является необходимость владения специализированными знаниями и навыками для достижения успеха в этом высоко рискованном виде деятельности. Недостаточная база знаний и опыта в области антикризисного менеджмента для оценки деятельности проблемной компании по преодолению возникших трудностей, умение адекватно оценивать стоимость проблемных ценных бумаг, реалистично определять их перспективу, способность управлять портфелем инвестиций в проблемные компании и разумно производить торговлю на рынке ценных бумаг и диверсифицировать риски [22].

Очевидно, что компания, которая имеет финансовые проблемы, даже после реструктуризации вряд ли сможет сразу стать успешной. Инвестор в ценные бумаги проблемной компании должен рассчитывать на дисконт при осуществлении таких вложений. Однако, в наше время, в России трудно добиться разумной цены при вложении денег в кризисную компанию, поскольку ценовые ожидания продавцов проблемных активов часто бывают завышены. Разница в ценовых ожиданиях исправляется, когда ценные бумаги финансово неустойчивой компании обращаются на организованном фондовом рынке и цена на них формируется в процессе рыночных торгов, однако далеко не все проблемные компании котируются на бирже.

Наряду с необходимостью качественной диверсификации инвестиционного портфеля инвестору нужно также учитывать то, что вложения в каждую компанию «кризисного» портфеля должны быть весьма значительны по объемам, что в случае усугубления проблем компании позволит иметь большее влияние на ситуацию. Чем больше доля инвестора в общем объеме инвестиций в компанию, тем выше его возможность контролировать реализацию антикризисных программ и прохождения процедуры банкротства, если разработана программа не достигнет своей

цели. В свою очередь, значительные по объемам вложения в каждую отдельную компанию, ограничивают инвестирование в проблемные ценные бумаги большого числа игроков, не обладают для этого достаточными финансовыми ресурсами. Это еще один важный фактор, что в будущем сыграет свою роль в появлении на рынке участников, специализирующихся на данном виде инвестиционной деятельности и имеют сравнительно большой размер капитала. На сегодня такими инвесторами могут стать профессиональные участники [19].

Учитывая это, можно отметить, что для индивидуального инвестора оптимальной формой инвестиций в высокодоходные ценные бумаги финансово-неустойчивых компаний может стать вложение средств в инвестиционные фонды, специализирующиеся на данном виде активов. В России уже существуют паевые инвестиционные фонды, работающие с акциями нестабильных компаний. Доходность таких фондов обычно выше, чем доходность фондов, надежных эмитентов, однако учитывая ограниченный набор доступных инструментов в сегменте distressed debts доходность фондов недостаточно для инвесторов, стремящихся увеличить свой капитал за счет принятия более высокого уровня риска. В значительной степени такая ситуация связана с ограниченным набором доступных инвестиционных инструментов и сопутствующие ему трудности с качественной диверсификации вложений [24].

Подводя итоги, можно сказать, что инвестирование в ценные бумаги проблемных и финансово-неустойчивых компаний в будущем может стать одним из перспективных направлений инвестиционной деятельности в России, на что указывают как иностранный опыт, так и современные тенденции развития Российского рынка инвестиций. Для достижения успеха в данном виде инвестирования потребуются специализированные знания в области анализа состояния финансово-неустойчивых компаний, навыки антикризисного менеджмента, умение оценивать проблемные активы и

управлять портфелем «кризисных» ценных бумаг, а также наличие значительного объема финансовых ресурсов.

### **1.3. Акции как объект оценки**

Акция - эмиссионная ценная бумага, закрепляющую права ее владельца на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, оставшегося после его ликвидации. Акция – именная ценная бумага.

Таким образом, акция дает право на:

- получение части прибыли АО в виде дивидендов;
- участие в управлении АО;
- на часть имущества АО, остающегося после его ликвидации.

Основной особенностью акции как ценной бумаги является то, что предоставляемые ею имущественные и неимущественные права тесно связаны, переплетены между собой, что позволяет сделать вывод о том, что акция предоставляет своеобразный комплекс прав - право членства в корпорации, корпоративное право. Признавая допустимость выделения корпоративных ценных бумаг, следует отметить условность такого выделения, поскольку корпоративные права в целом, по своей сути, тяготеют к имущественным правам. Особенностью акций как корпоративных ценных бумаг, закрепляющих право участия в делах акционерного общества, является предоставляемая ими возможность, при наличии определенного их количества, оказывать влияние на осуществление акционерным обществом предпринимательской и иной деятельности [36].

Акция свидетельствует о том, что ее обладатель - совладелец общества, являющегося юридически самостоятельной организацией (с обособленным имуществом, своим бухгалтерским балансом, отличным от баланса предприятия). Размер пая определяется количеством принадлежащих ему акций. Приобретая акции, акционер получает право их отчуждения в форме продажи или уступки другому лицу. Выпущенные акционерным обществом

акции обеспечиваются всем его имуществом. При реорганизации такого общества все обязательства по выпущенным акциям переходят к правопреемникам. При ликвидации акционерного общества предприятие имеет право на получение части его активов, оставшейся после удовлетворения требований кредиторов, а также погашения обязательств перед теми, кому принадлежат привилегированные акции. Размер имущества, получаемого при этом каждым акционером, определяется пропорционально доле принадлежащих им акций, в общем, их объеме.

Держатели акций имеют право на получение дохода в форме дивидендов. Размер дивидендов по обыкновенным акциям раз в год определяется советом директоров общества и утверждается собранием акционеров, исходя из полученных финансовых результатов и потребностей в использовании прибыли для расширения и развития деятельности акционерного общества. Обычно по обыкновенным акциям возможность получения дивидендов и их уровень не гарантируются, хотя в отдельных случаях такие гарантии могут быть даны.

Обладатели акций имеют право на участие в управлении обществом. Такое право реализуется посредством голосования на собрании акционеров при выборе, его исполнительных органов и при решении принципиальных вопросов деятельности акционерного общества. Акционер может голосовать путем личного участия в собраниях, через выдачу другому лицу доверенности или посредством посылки специальных сообщений, отражающих мнение акционера по вопросам, включенным в повестку дня собрания [58].

Акции выпускаются на всю сумму уставного капитала общества. Если в результате хозяйственной деятельности общества, приобретения новых основных фондов и увеличения оборотных средств стоимость имущества превысит размер первоначального уставного капитала, то на сумму превышения могут быть дополнительно выпущены акции, что приведет к

увеличению соответственно уставного капитала или к повышению стоимости ранее выпущенных акций [18].

Своеобразным обеспечением права на участие в управлении акционерным обществом выступает обязанность последнего предоставлять информацию о своей деятельности. Такая информация включает перечень акционеров, сведения финансового характера, позволяющие судить о положении и перспективах общества, рисках, связанных с участием в нем. Традиционно эта информация представляется в годовой отчетности.

Акция является единственной корпоративной ценной бумагой, т. е. ценной бумагой, удостоверяющей право членства в хозяйственном, а точнее — акционерном обществе. Иными словами, акция всегда неразрывно связана с существованием и деятельностью акционерного общества. При этом подразумевается, что акция эмитируется только акционерными обществами и носит бессрочный характер, т. е. не имеет заранее определенного конечного срока погашения, поскольку срок существования акции, по общему правилу, равен сроку существования самого акционерного общества [55].

Разновидность акций.

В промышленно развитых странах акции делятся по особенностям регистрации и обращения, по форме собственности, характеру обязательств и региональной принадлежности .

По особенностям регистрации и обращения акции делятся на именные и на предъявителя. Именные выписываются на конкретного владельца, что ограничивает возможность их обращения на рынке ценных бумаг, поскольку требует перерегистрации [54].

Акции на предъявителя означает, что имя владельца не фиксируется; они могут свободно обращаться на рынке ценных бумаг, покупаться и продаваться без необходимости регистрации нового владельца [54].

Акции по характеру обязательств делятся на обыкновенные и привилегированные.

Обыкновенные акции дают право на участие в управлении обществом (1 акция соответствует одному голосу на собрании акционеров, за исключением проведения кумулятивного голосования) и участвуют в распределении прибыли акционерного общества. Источником выплаты дивидендов по обыкновенным акциям является чистая прибыль общества. Размер дивидендов определяется советом директоров предприятия и рекомендуется общему собранию акционеров, которое может только уменьшить размер дивидендов относительно рекомендованного советом директоров.

Обыкновенная акция предоставляет ее владельцу права на:

участие в общем собрании акционеров АО с правом голоса по всем вопросам его компетенции;

получение дивидендов;

получение части имущества АО в случае его ликвидации (ликвидационной стоимости) .

С точки зрения инвесторов выпуск обыкновенных акций имеет некоторые преимущества. Во-первых, процветание предприятия ведет к повышению номинальной стоимости акций благодаря наращиванию стоимости имущества предприятий и высокому дивиденду. Например, если акция была куплена по цене 100 тыс. крб., то через некоторое время ее цена может значительно возрасти. Во-вторых, обыкновенные акционеры имеют право голоса. Что дает возможность контроля над управлением предприятием. В-третьих. Если речь идет об акциях известных, стабильно работающих компаний, их легко при необходимости продать.

У всех обыкновенных акций общества номинальная стоимость одинакова. Акционерное общество не может принимать решение о выплате (объявлении) дивидендов по обыкновенным акциям, если не принято решение о выплате в полном размере дивидендов по всем типам привилегированных акций, размер дивиденда, по которым зафиксирован уставом общества. Все владельцы обыкновенных акций равны между собой в



их правах на получение дивидендов. Акционерное общество не обязано выплачивать дивиденды по обыкновенным акциям даже в случае наличия у них чистой прибыли. Совет директоров, к примеру, может принять решение о направлении прибыли не на выплату дивидендов, а на развитие производства. Рост числа обыкновенных акций в руках частных инвесторов увеличивает количество их голосов и, теоретически, - возможность воздействия на принятие решений в рамках акционерного общества. Владелец одной обыкновенной акции имеет право одного голоса[34]..

Привлекателен вариант выпуска обыкновенных акций и для фирмы-эмитента. Прежде всего в отличие от обязательств по облигациям обыкновенные акции не требуют обязательной выплаты дивидендов, если дела у фирмы идут не важно или если руководство считает более целесообразным делать упор на финансирование развития предприятия [34].

Вместо с тем у обыкновенных акций с точки зрения эмитента есть и недостатки. Во-первых. Увеличение объема акционерного капитала ведет к росту числа его владельцев и соответственно к потенциальной возможности потери контроля над компанией со стороны учредителей. Во-вторых, практика показывает. Что весь необходимый капитал невозможно получить с помощью выпуска обыкновенных акций. В-третьих, выпуск акций может со временем обернуться для предприятия большими издержками по сравнению с выпуском облигаций, поскольку, хотя размер дивидендов по акциям регулируется в зависимости от финансового состояния фирмы, они должны выплачиваться постоянно [34].

При рассмотрении различных способов оценки акций следует помнить причину, по которой производится экспертиза. Для покупателя – это перспектива получения части прибыли (доходов) предприятия, выраженная в форме дивидендов либо льгот, предоставленных правлением компании (например, продажа продукции предприятия по индивидуальным расценкам). С точки зрения продавца – это не только потеря некоторой величины

будущих поступлений, но также появление возможности вложения привлеченных средств в иные инвестиционные проекты.

Привилегированные акции могут вносить ограничения на участие в управлении, а также могут давать дополнительные права в управлении (не обязательно), но приносят постоянные (часто — фиксированные в виде определенной доли от бухгалтерской чистой прибыли или в абсолютном денежном выражении) дивиденды. Как правило, в России существуют значительные ограничения на участие в управлении компаниями, что вызвано тем, что массовая приватизация предприятий согласно 2 и 3 типу предусматривала передачу Привилегированных акции трудовому коллективу, при этом лишая его права голоса на собраниях акционеров.

Привилегированная акция - предоставляет ее владельцу права на:

- получение определенного дивиденда;
- преимущественное право на получение дивидендов;
- получение определенной ликвидационной стоимости до получения аналогичной стоимости владельцами обыкновенных акций;
- участие в общем собрании акционеров с правом голоса при решении вопросов о реорганизации или ликвидации АО, о внесении изменений и дополнений в устав АО, ограничивающих права владельцев акций данного типа.

Дивиденды по привилегированным акциям могут выплачиваться как из прибыли, так и из других источников — в соответствии с уставом общества. В настоящее время по российскому законодательству, если по привилегированным акциям не выплачены дивиденды, то они предоставляют акционерам право голоса на общем собрании акционеров (за исключением кумулятивных привилегированных акций).

Привилегированные акции делятся на:

- а) Привилегированные имеют ряд привилегий в обмен на право голоса. У их собственника определена величина дохода в момент выпуска и

размещения ценных бумаг. Определен размер ликвидационной стоимости. Приоритет при начислении этих выплат по отношению к обыкновенным.

б) Кумулятивные (накапливающие). Привилегии — те же. Сохраняется и накапливается обязательство по выплате дивидендов. Фиксированный срок накопления дивидендов. При невыплате дивидендов права голоса не получают [28].

По форме собственности эмитента:

- акции государственных компаний;
- акции частных компаний.

По региональной принадлежности:

- акции отечественных эмитентов;
- акции зарубежных эмитентов.

Наиболее существенное значение для инвестора с позиций различия их инвестиционных качеств играет деление акций на обыкновенные и привилегированные [28].

Оценка акций предприятия — это изучение рыночной стоимости той доли предприятия, на которую приходится рассматриваемый пакет акций. Данная процедура может быть осуществлена для определения цены привилегированных и обыкновенных ценных бумаг, которые эмитированы, как закрытыми, так и открытыми акционерными обществами.

Основным способом получения прибыли из акций является получение дивидендов и финансовое, экономическое и стратегическое развитие компании, расширением бизнеса и увеличением стоимости активов. И поэтому, оценивая акции предприятия, компания «Активные Бизнес Консультации» активно использует метод рынка капитала, чистых активов, а также капитализации прибыли и дисконтирования денежных потоков.

Акция — это ценная бумага, которая является свидетельством о вложении доли капитала или определенного количества средств в акционерное общество, и которая в результате даёт право на получение прибыли с развития предприятия в виде дивидендов.

В отличие от других ценных бумаг, обладающих фиксированной доходностью (например — вексель, облигация) и погашающихся в соответствии с номиналом по окончании срока действия, обязательства по выкупу акций акционеры предприятия не несут. Стоимость, или, как принято говорить на бирже, котировка акций устанавливается исходя из соотношения спроса и предложения на открытом рынке.

При рассмотрении определенного пакета ценных бумаг, всегда можно выделить, к какому виду он принадлежит — мажоритарному или миноритарному. Мажоритарный — это пакет акций, характеризующийся наличием более 50% всех акций предприятия — это даёт владельцу право управлять им и назначать руководство. Между тем, стоит отметить, что на практике, когда акциями компании владеют различные инвесторы, то порог, определяющий, контрольный ли это пакет акций или нет, может быть и более низким. В некоторых случаях 30% пакет акций вполне может быть мажоритарным — разделение на виды носит условный характер. Миноритарный пакет акций — это не контрольный, ниже мажоритарного уровня.

Классификация на мажоритарные и миноритарные пакеты акций обуславливается тем, что в зависимости от величины пакета, проводится премия и скидка за контроль. Сумма и процент скидки или премии определяется используемым методом оценки акций предприятия.

Также нужно сказать, что пакет акций обладает более реальным характером права, чем одна отдельная акция. Но из этого и вытекает недостаток пакета — он менее ликвиден. Отдельную акцию гораздо легче продать на открытом рынке. Пакет акций — это интерес серьезных инвесторов, тщательно анализирующих ситуацию на рынке и способных прогнозировать успешное развитие компании. И это является еще одной причиной, почему оценка акций предприятия является достаточно востребованной услугой [43].

Оценка акций предприятия проводится в следующих случаях:

Осуществление сделок по купле-продаже акций.

Реструктуризация предприятия — прохождение процедуры слияния, ликвидации, поглощения или выделения бизнес-единиц из структуры холдинга.

Внесение пакета акций в капитал юридического лица.

Определение стоимости залога для получения кредита.

Передача в доверительное управление.

Оценка акций предприятия — это первый шаг к тому, чтобы привести безопасность в инвестиции. Фундаментальный анализ рынка и финансового состояния предприятия позволят исключить возможные ошибки в условиях постоянного колебания цен на ценные бумаги. Добиться уверенности в принимаемых решениях, иметь все основания, и даже, обоснования, для вложения средств — это те преимущества, которые дает оценка акций предприятия [58].

Оценка акций предприятия ставится с той целью, чтобы определить наиболее вероятную цену, по которой может быть реализован данный объект на открытом рынке в условиях существования конкуренции и когда обе стороны действуют исходя из собственных интересов и разумно, располагая всей информацией об объекте [58].

## **2 Методические подходы к оценке рыночной стоимости акции**

### **2.1 Методы оценки акций**

Большому числу разнообразных видов стоимости акций соответствуют различные методы оценки акций, которые базируются на определённых концепциях. Выбор конкретных методов оценки акций определяется профессионализмом и квалификацией, теоретическими, практическими и методическими предпочтениями оценщика.

Рыночная стоимость акций может определяться при помощи различных методов, которые принято объединять в три большие группы. Разделение методов оценки по этим группам происходит на основании основных принципов, лежащих в основе каждого из способов определения стоимости. Существуют затратные, доходные и сравнительные методы оценки акций.

Затратные методы оценки основаны на принципе замещения, то есть предположении о том, что расчетливый покупатель не заплатит за оцениваемый объект больше, чем ему будет стоить создание идентичного объекта заново, плюс разумное вознаграждение инвестору за инвестирование средств в создание объекта. Таким образом, оценить акции с позиций затратного подхода – это значит рассчитать все затраты на создание точно такого же акционерного общества, которое обладает точно такими же активами и занимает точно такое же место на рынке, а затем к сумме общих затрат прибавить обоснованную величину прибыли инвестора [68].

Из чего складываются затраты на создание акционерного общества? В первую очередь, это затраты на регистрацию юридического лица, расходы по подготовке документов, эмиссии акций и т.п. Как правило, в составе стоимости действующих предприятий эти затраты занимают очень малую часть, но если оцениваются акции недавно созданного предприятия, то произведенные затраты на его регистрацию могут быть весьма заметны на фоне общей стоимости предприятия.

Основные затраты по созданию предприятия заключаются в приобретении активов, отражаемых в бухгалтерском балансе. К таким активам относятся недвижимость, оборудование, автотранспорт, финансовые вложения (ценные бумаги и другие инвестиции), а также нематериальные активы – патенты, лицензии, авторские права и т.п. Для определения величины затрат на приобретение таких активов, оценщик должен оценить рыночную стоимость всех активов предприятия, отраженных на его балансе. Некоторые методы оценки акций допускают использование вместо рыночной стоимости активов их балансовую стоимость, что упрощает работу оценщику, но это отрицательно сказывается на точности итогового результата. Использование таких методов целесообразно только в случае формальных оценок, не требующих высокой точности результата.

Наконец, третья составляющая активов акционерного общества, затраты на воссоздание которой также подлежат оценке – это так называемые неосязаемые активы, то есть нематериальные активы, которые не отражаются на балансе предприятия. В качестве примеров таких активов можно привести наличие штата квалифицированных сотрудников, сложившуюся клиентскую базу, наличие долгосрочных договоров, дающих определенные гарантии по будущей выручке и т.п. В задачу оценщика входит идентификация и анализ подобных активов, поскольку их стоимость и влияние на итоговый результат могут оказаться значительными.

Полученные таким образом значения величин затрат на создание всех активов, которыми обладает предприятие, затем суммируются и из полученной суммы вычитается общая задолженность предприятия. Общая задолженность предприятия рассчитывается на основе величин задолженностей, указанных в бухгалтерском балансе, при этом балансовый размер задолженности никак не корректируется. Полученный таким образом результат увеличивается на величину разумного вознаграждения за инвестирование средств в создание общества. В итоге, приходим к рыночной стоимости предприятия, которая отражает стоимость 100 процентов его

акций. Если оцениваемый пакет акций меньше чем 100% (но больше или равен контрольному), то его стоимость определяется пропорционально количеству акций в пакете. Если нужно оценить неконтрольный пакет, то к полученному результату нужно еще применить скидку на отсутствие контроля, которая, в среднем составляет 30-40 процентов.

Описанный выше подход к оценке акций обычно применяется, если рассматриваемые акции не котируются на организованном рынке ценных бумаг.

Доходные методы оценки акций. Совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от объекта оценки.

При оценке акций предприятия с позиций доходного подхода, само предприятие рассматривается не как имущественный комплекс, а как бизнес, который может приносить доход. Оценка акций предприятия с применением доходного подхода - это определение текущей стоимости будущих доходов, которые возникнут в результате использования предприятия и (возможной) дальнейшей его продажи [80].

Определение стоимости акций предприятия с позиции доходного подхода основано на предположении о том, что потенциальный покупатель не заплатит за данный пакет акций предприятия сумму, большую, чем текущая стоимость будущих доходов предприятия, приходящаяся на этот пакета акций. Собственник, скорее всего, не продаст свой пакет акций дешевле текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов. В результате взаимодействия, стороны придут к соглашению о цене, равной текущей рыночной стоимости рассматриваемого пакета акций предприятия.

Преимущество доходного подхода состоит в учете перспектив и будущих условий деятельности предприятия (условий формирования цен на продукцию, будущих капитальных вложений, условий рынка, на котором функционирует предприятие, и пр.).



Главный недостаток данного подхода (особенно в условиях переходной российской экономики с ее слабыми рыночными институтами и общей нестабильностью) – порой он основывается на сомнительной информации.

В рамках доходного подхода к оценке акций принято выделять два метода: метод капитализации прибыли (денежного потока) и метод дисконтированных будущих денежных потоков [19].

– метод капитализации прибыли

используется при оценке акций, когда имеется достаточно данных для определения нормализованного денежного потока, текущий денежный поток примерно равен будущим денежным потокам, ожидаемые темпы роста умеренны или предсказуемы, денежный поток достаточно значительная положительная величина. Данный метод наиболее применим к предприятиям, приносящим доход, со стабильными, предсказуемыми суммами доходов и расходов.

– метод дисконтированных будущих денежных

потоков используется при оценке акций, когда ожидается, что будущие уровни денежных потоков существенно отличаются от текущих, можно обоснованно определить будущие денежные потоки, прогнозируемые будущие денежные потоки являются положительными величинами для большинства прогнозных лет, ожидается, что денежный поток в последний год прогнозного периода будет значительной положительной величиной. Другими словами, метод более применим к приносящим доход предприятиям, имеющим нестабильные потоки доходов и расходов.

Определение стоимости бизнеса методом дисконтированных денежных потоков основано на предположении о том, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму, большую, чем текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса, а собственник не продаст свой бизнес по цене ниже текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов.

Метод дисконтированных денежных потоков считается наиболее приемлемым с точки зрения инвестиционных мотивов, он может быть

использован для оценки любого действующего предприятия. Применение данного метода наиболее обосновано для предприятий, имеющих определенную историю хозяйственной деятельности и находящихся на стадии роста или стабильного экономического развития [45].

Подход с точки зрения дохода представляет собой процедуру оценки стоимости, исходя из того принципа, что стоимость бизнеса непосредственно связана с текущей стоимостью всех будущих чистых доходов, которые принесёт данный бизнес.

Приведенная к текущей стоимости сумма будущих доходов служит ориентиром того, какую сумму готов заплатить за оцениваемое предприятие потенциальный инвестор с учетом риска, связанного с инвестированием в данный бизнес [45].

Данный подход является основным для оценки рыночной стоимости действующих банков, которые и после их перепродажи новым владельцам последними не планируется закрывать (ликвидировать) [45].

Сравнительный подход или как еще называют мультипликативный, основан на предположении, что покупатель не заплатит за объект больше той суммы, за которую он может приобрести на открытом рынке объект, обладающий аналогичными характеристиками. Главной особенностью этого метода является его максимальная приближенность к рыночной ситуации, так как он ориентируется или на биржевую цену акций компании аналога (той компании которая работает в той же отрасли что и оцениваемая компания) или на оценочную стоимость компании-аналога при ее оценке для сделок слияния и поглощения. Этот метод универсален и подходит для абсолютно каждого сектора экономики [45].

В сравнительном методике оценки стоимости акций принято выделять три метода:

- метод компании аналога;
- метод сделок;
- метод отраслевых коэффициентов.

Метод компании аналога очень часто применяется оценщиками для компаний акции, которых торгуются на бирже. Этот метод использует рыночную оценку акций компаний-аналогов как базу для оценки акций компании. Этот метод так же применим для оценки миноритарного пакета акций. Подход на основе анализа компаний-аналогов обычно подходит для компаний, у которых есть компании-аналоги открытого акционерного типа, акции которых торгуются на фондовом рынке. Оценщик необходимо иметь достаточную информацию относительно каждой из компаний-аналогов, такую как курсы акций, операционные характеристики, финансовое состояние. Гораздо проще получить эту информацию для компаний, которые торгуются на бирже, чем для закрытых компаний, которые эту информацию в общедоступном режиме предоставлять не обязаны. Для компаний нефтегазового и электроэнергетического сектора, а это основная часть компаний, акции которых торгуются на бирже, может найти обширную информации относительно сделок по таким компаниям; если такая информация доступна, то подход на основе сопоставления с компаниями-аналогами может быть применен. Отбор компаний-аналогов является самым сложным моментом в этом методе. Разумеется, абсолютно одинаковых компаний не существует и все они индивидуальны, но в это и заключается работа оценщика отобрать компании, бизнес которых максимально приближен к бизнесу оцениваемой компании. Отбор компаний-аналогов является первым и один из наиболее сложных шагов в применении метода компаний-аналогов. Определение потенциального круга компаний-аналогов осуществляется в следующей последовательности:

- сначала необходимо составить перечень компаний конкурентов или аналогов торгующихся на фондовом рынке ;
- из компаний, те, сделки по которым были осуществлены в течении 1 года [58].

Отбор компаний осуществляется исходя из нескольких факторов. Перечень компаний-налогов должна базироваться по отраслевому признаку.

Однако допускается сравнение с компаниями, которые осуществляют не только тот вид деятельности, что и оцениваемая, но и другими сферами деятельности. Главное, чтобы оценщик мог оценить финансовые потоки именно от той сферы деятельности, в которой задействована оцениваемая компания. Желательно отбирать компании примерно одинаковые по размеру. Размер компаний может определяться такими показателями как выручка, прибыль, объем выпускаемой продукции или оказываемых услуг. Разумеется, тяжело найти одинаковые компании по размеру, но если такие компании находятся, то это позволяет оценщику более точно оценить стоимость компании. После отбора компаний-аналогов, оценщик выбирает для себя мультипликаторы, на основе которых будет осуществляться оценка. Обычно универсальными показателями принято считать такие показатели как Цена/Прибыль, Цена/Выручка. Помимо универсальных показателей можно использовать так же показатели, привязанные к специфике деятельности компании. Например, для нефтегазовых компаний Капитализация/Объем добычи, электрогенерирующих — Капитализация/Установленная мощность, стивидорных компаний — Капитализация/Грузооборот. В выборе мультипликаторов оценщик опирается на свой опыт или на мультипликаторы применяемые другими оценщиками. Выбрав мультипликаторы, оценщик определяет вес каждого из них, а затем получает итоговую оценку стоимости компании.

Метод сделок или как его еще называют методом продаж во многом схож с методом компании-аналогов. Технология применения метода сделок практически полностью совпадает с технологией метода компании-аналога. В их основе лежит сравнение с рыночными ценами, которые сейчас готовы заплатить покупатели за крупный или контрольный пакет акций. Источником информации для этого метода служит публичная информация о сделках заключенных купли-продажи ценных бумаг. Как при использовании метода компаний-аналогов составляется база сделок по компаниям из одной отрасли. В целом процесс оценки компании абсолютно идентичен методу

компаний-аналогов, однако есть ряд существенных отличий к методу сделок. [71].

Можно выделить четыре основных различия в методиках оценки компаний:

- типы исходной ценовой информации;
- период анализируемых сделок;
- учет элементов контроля;
- результат проведенной оценки

По типу исходной информации метод компаний-аналогов опирается на единичную цену акций компаний, в отличие от метода сделок, где информация основывается на статистические данные цен продаж контрольных пакетов компаний, а так же цен сделок слияния и поглощения. Период, за который анализируются сделки методом компаний-аналогов — текущие котировки фондового рынка. Метод сделок же анализирует уже совершенные сделки, т. е. отсутствует привязка к текущему состоянию котировок рынка ценных бумаг. К учету элементов контроля оба метода подходят по разному, метод компаний-аналогов при оценке стоимости компании не учитывает элементы контроля. Получается, что размер оцениваемого пакета акций не влияет на его конечную цену. Метод сделок при оценке предполагает премии или дисконт в зависимости от присутствия элемента контроля. Приблизённость в принципах и порядке оценки этих двух методов позволяет применять метод сделки для определения цены акций при оценке миноритарного пакета и наоборот методом компаний-аналогов можно оценить стоимость 100 % акций компании. Это возможно, если в первом случае сделать скидку на неконтрольный характер оцениваемого пакета. Во втором случае стоимость компании должна быть увеличена на сумму премии за контроль. Таким образом, в обоих случаях оценщик должен учесть дополнительную стоимость, создаваемую контролем [28].

Метод отраслевых коэффициентов при его использовании основывается на принятых или рекомендуемых соотношениях между оценкой стоимости бизнеса и определенными физическими или финансовыми показателями. За отраслевыми коэффициентами стоят многолетние статистические наблюдения за оценкой компаний в момент их продажи, а также производственно-финансовыми показателями, которые наблюдались в тот момент. Для применения этого метода необходимо располагать статистическими данными за продолжительный период времени. Этот метод редко применяют, как основной обычно его используют как дополнение к основному. Для их расчета используется биржевая стоимость компании, производственные показатели и чистая прибыль компании. Конкретно при сравнении торговых компаний необходимо использовать отраслевые мультипликаторы, учитывающие структуру потребителей и физический объём продаж.

Коэффициент P/E (цена/прибыль) указывает количество лет, за которое покупка акции полностью окупится, т. е. фактически это срок окупаемости актива, приобретаемого по текущей рыночной цене. Чем ниже значение мультипликатора, тем привлекательнее/недооценённое выглядит акция. Формула расчета представлена ниже:

$$P/E = \text{Капитализация} / \text{Чистая прибыль}. \quad (1)$$

Капитализация компании исчисляется путем умножения общего количества акций находящихся в обращении на стоимость одной акции на бирже. Мультипликатор является универсальным показателем оценки стоимости акций на бирже. Он подходит для оценки акций компаний из различных секторов экономики. Пожалуй, единственным его недостатком является невозможность его применения при отрицательной чистой прибыли компании, а так же перспективы финансовые потоки не отражаются в мультипликаторе. Целесообразно при расчете мультипликатора

использовать интервал времени не один год, а его среднее значение за 3–4 года [17].

Коэффициент P/B является еще одним мультипликатором способным оценить стоимость компании на бирже, он отражает стоимость активов компании, сформированных за счет собственных средств, в расчете на одну акцию. Балансовая стоимость активов — это чистые активы компании, т. е. активы минус прочие обязательства.

Формула расчета мультипликатора P/B представлена ниже:

$$P/B = \text{Капитализация} / \text{Балансовая стоимость активов} \quad (2)$$

Оценщик использует показатель P/B для сравнения рыночной стоимости компании с балансовой.

Чем ниже значение P/B, тем выгодней для инвестора. Акция с  $P/B < 1$  считается недооцененной; акция с  $P/B > 1$  — дорогой. Как и при использовании других финансовых коэффициентов, следует брать во внимание сектор, к которому принадлежит изучаемая компания. Первые два мультипликатора оценки стоимости компании являются универсальными и подходят для оценки любой компании.

Основными положительными чертами характеризующими сравнительный метод являются:

- существует привязка к рыночным сделкам слияния и поглощения;
- отражает существующую практику продаж и покупок;
- учитывает риски инвестирования.

Из негативных черт принято выделять следующие:

- не учитывает перспективы будущей деятельности компании;
- требуется внесение корректировок в исходную информацию;
- не учитывает специфические аспекты ведения бизнеса компании.

С появлением большого количества акций компаний различных секторов экономики растет оборот акций этих компаний, а так же величина сделок слияния и поглощения, что в свою очередь позволяет накапливать достаточно обширную базу для применения сравнительного метода оценки акций компании. Более точная оценка получается при применении всех трех методик.

Главным плюсом, которым характеризуется использование сравнительного подхода, является то, что оценщики ориентируются на фактическую стоимость купли или продажи сходного предприятия. В этом случае цена определена рынком, поскольку роль оценщика ограничивается только лишь некоторыми корректировками, обеспечивающими сопоставимость аналогов с оцениваемым объектом.

Другие виды оценки, в отличие от рыночной, позволяют оценщику определять стоимость предприятия только на основе произведенных им расчетов. Сравнительный подход, базирующийся на ретроинформации, отражает уже фактически достигнутые данным предприятием результаты в его производственной и финансовой деятельности, в то время как, например, доходный подход сориентирован на прогнозы, касающиеся будущих доходов [45].

Другим достоинством сравнительного подхода является его характеристика реального отражения спроса и предложения на конкретный объект для инвестирования, поскольку цена на фактически совершенную сделку максимально отражает рыночную ситуацию и минимально отличается от цен на сходные объекты.

Вместе с тем использование рыночного подхода имеет и ряд существенных недостатков, по которым такая оценка ограниченно применяется в оценочной практике:

- база для расчета достигнутые в прошлом финансовые результаты: такая оценка игнорирует перспективы для развития компании в будущем;



- сравнительная оценка возможна только при существовании разносторонней финансовой информации и по оцениваемому предприятию, и по сходным фирмам, что является сложным процессом;
- оценщику необходимо делать сложные корректировки, внося поправки как в итоговую величину, так и в промежуточные расчеты, что предполагает наличие серьезного обоснования [35].

## **2.2 Цикличность фондового рынка**

Фондовые рынки растут и снижаются вслед за инвесторами, вкладывающими свои средства в различные активы. Инвесторы всегда ищут наиболее выгодные места для вложения средств, поэтому, увидев более привлекательную инвестиционную возможность на одном рынке, или в одном секторе рынка, они предпочтут более привлекательную инвестицию.

Переход инвесторов с одного рынка на другой приводят в действие силы спроса и предложения. По мере того, как растет спрос на тот или иной актив, им начинает интересоваться все больше и больше инвесторов, таким образом, его стоимость также начинает увеличиваться.

Зачастую подобная динамика уравнивается другими инвесторами, желающими продать этот актив, что ведет к снижению его стоимости. Колебания цен на фондовом рынке происходят именно под влиянием сил спроса и предложения[34].

Мы рассмотрим влияние изменения спроса и предложения на следующие типы цикличности инвестиционной деятельности:

Принимая инвестиционные решения, инвесторы не ограничиваются лишь фондовым рынком. У них есть возможность вложить средства на рынке облигаций, сырья, недвижимости и пр. Чтобы принять решение о том, куда вложить деньги, инвесторы изучают потенциальную доходность того или иного рынка, а также связанные с ним риски.

Если прибыль, которую можно получить, работая на данном рынке, не оправдывает потенциальных рисков, инвесторы стараются держаться от него подальше [53].

Можно выделить два рынка, на которых инвесторы активно перемещают свои средства: это фондовый рынок и рынок облигаций. На самом деле, большинство инвесторов, стремящихся диверсифицировать свой портфель, вкладывают деньги сразу в оба рынка одновременно. Акции и облигации замечательно дополняют друг друга.

Облигации обеспечивают определенную степень надежности и стабильности в сочетании с регулярными процентными выплатами, а также гарантируют возврат балансовой стоимости облигации. С другой стороны, акции в меньшей степени надежны, зато позволяют получать более высокий доход [53].

Однако инвестор, решившийся на подобную диверсификацию, сталкивается с двумя основными проблемами. Ему нужно определить, какой процент капитала необходимо разместить на том и на другом рынке в определенный момент времени, и по каким критериям определять необходимость корректировки своих позиций. Когда финансовые рынки демонстрируют позитивную динамику, экономики растут, а инвесторы уверены в завтрашнем дне, многие склоняются в пользу увеличения доли инвестиций на фондовом рынке, частично отказываясь от облигаций, чтобы воспользоваться преимуществами роста акций. Приток денежных средств ведет к росту спроса на акции и, соответственно, толкает цены вверх. Однако когда финансовые рынки находятся в упадке, экономики пребывают в состоянии застоя или спада, а инвесторы не уверены в завтрашнем дне, они стремятся вывести большую часть активов с рынка акций на рынок облигаций, чтобы защитить свой инвестиционный капитал. Приток денежных средств ведет к росту спроса на облигации и, соответственно, толкает цены вверх [56].

Точное определение рыночных циклов роста спроса на акции и циклов роста спроса на облигации поможет получить прибыль от торговли на фондовом рынке [34].

Конечно, в определенных рыночных условиях фондовый рынок и рынок облигаций могут двигаться одновременно в одном и том же направлении. Однако, исторически, они, как правило, демонстрируют разнонаправленную динамику.

Инвесторы, как правило, объединяют акции с аналогичными свойствами в рыночные сектора. Например, инвесторы объединяют акции компаний, работающих в сфере медицины в сектор здравоохранения, или компании, выпускающие микропроцессоры, в технологичный сектор. Это очень полезно, поскольку компании, работающие в одной отрасли, зачастую, подвержены влиянию одинаковых рыночных и экономических сил – сил, которые заставляют акции этих компаний двигаться в унисон [44].

Знание о том, что акции в рамках одного рыночного сектора демонстрируют схожую динамику, поможет в принятии правильных инвестиционных решений. Если акции одной компании в секторе начинают движение, можно предположить, что их примеру последуют и акции других компаний этого сектора, поскольку на них влияют одни и те же рыночные силы. Таким образом, можно подобрать подходящий объект для инвестирования в рамках этого сектора [25].

В любой момент времени на рынке есть сектора, демонстрирующие рост, и сектора, демонстрирующие снижение. Ситуации, когда все сектора двигаются в одном направлении, бывают крайне редко [25].

Те же самые силы спроса и предложения, которые заставляют инвесторов переходить с рынка акций на рынок облигаций и обратно, влияют и на ценовую динамику в рамках рыночных секторов. Зачастую, видя, как акции компаний одного сектора начинают расти, инвесторы стремятся вложить в них средства. Это ведет к увеличению спроса, а приток денежных средств помогает акциям популярного сектора набрать обороты.

Таким образом, активно вкладывая деньги в популярные сектора, инвесторы одновременно выводят средства из менее популярных секторов. Рост предложения и снижение спроса в непопулярных секторах, ведет к снижению стоимости акций компаний данного сектора.

Умение точно определить тенденцию к росту спроса в определенных секторах и, соответственно, падение спроса в других секторах, поможет открывать прибыльные сделки по акциям.

Когда спрос в одном секторе падает, а в другом начинает расти, когда акции компаний популярного сектора начинают дорожать, а акции компании менее популярного сектора начинают падать в цене, можно получить прибыль.

В данном разделе мы рассмотрели как работает механизм цикличности и можем сделать вывод о том, что цикличность на фондовом рынке присутствует всегда и может обуславливаться разными факторами.

### **2.3 Модель прогнозирования стоимости акции методом мультипликатора и скорректированной стоимости акции на коэффициент цикличности**

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.

Дополнительно для проверки оценки следует соотнести величину P/E компании с темпом роста ее чистой прибыли. Так, по Питеру Линчу, 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 [56].

В данной работе мы будем рассматривать скорректированный мультипликатор P/E как раз с учетом цикличности отрасли.

Цикличная компания отличается тем, что цена ее акций тесно связана с экономическими спадами и подъемами. Например, во времена экономического роста цикличные компании будут показывать очень хорошие результаты, но во время кризиса их прибыль может сильно упасть.

В отличие от защищенных компаний (которые обычно поставляют товары и услуги первой необходимости, такие как пищевые продукты или коммунальное снабжение), цикличные компании занимаются продажей второстепенных товаров и услуг: автомобилей, путешествий и других предметов роскоши [56].

В тяжелые экономические времена люди могут решить не покупать новую машину или не поехать в экзотическое путешествие, но они будут по-прежнему потреблять товары ежедневного использования.

Инвесторам необходимо помнить, что цикличные компании и отрасли сильно реагируют на любые изменения в экономическом климате и напрямую зависят от них. Только понимая это, инвестор можете принять рациональные решения в инвестировании [56].

Некоторые инвесторы решают вложить свой капитал в цикличные компании незадолго до начала периода экономического роста, чтобы извлечь максимальную выгоду из роста цены компании.

Экономический кризис обнаруживает не только предел, но и импульс в развитии экономики, выполняя стимулирующую, так сказать “очистительную” функцию. Во время кризиса возникают побудительные мотивы к сокращению издержек производства, увеличению прибыли, обновлению капитала на новой технической основе. С кризисом кончается предыдущий период развития и начинается следующий. Кризис - важнейший элемент механизма саморегулирования рыночной системы хозяйства.

За спадом следует период депрессии или стагнации, который характеризуется застойным состоянием рыночной экономики, слабым спросом на потребительские товары и услуги, значительной нагрузкой предприятий, массовой безработицей, снижением уровня жизни населения. В этот период происходит приспособление хозяйства к новым условиям и потребностям экономики [34].

Таким образом, цикличность — это форма движения национальной экономики и мирового хозяйства в целом, предполагающая смену революционных и эволюционных стадий развития экономики, экономического прогресса. Колебательная экономическая динамика наблюдается уже в течение более 170 лет.

Разница между цикличными и нециклическими отраслями - это всего лишь разница между необходимостью и удовольствием. Существует то, без чего мы попросту не можем жить, какими бы тяжелыми или легкими ни были времена. Акции компаний, производящих такие продукты, обеспечивают прекрасные возможности для инвестирования в условиях слабой экономики. Бытовые товары недлительного пользования - общий термин для вещей, которые мы используем и храним в своих домах - зубная паста, шампунь, средства для мытья посуды могут на первый взгляд не выглядеть как 'жизненная необходимость', но мы вряд ли можем без них обойтись [45].

Противоположностью таким товарам может быть, например, машина, на которую вы хотите приобрести. Хотя гораздо более вдохновляет купить машину, чем мыло, но вы скорее всего отложите покупку авто на пару лет, если ваши финансовые средства испытывают влияние экономического кризиса. Еще один хороший пример циклической отрасли касается изысканных ужинов. Когда в экономике все хорошо, люди более склонны ужинать в ресторанах, заказывая дорогую еду, однако рестораны пустеют при нестабильной экономике. Другие примеры циклических отраслей - промышленность, сталелитейное производство, туризм и строительство. Эти

отрасли производят то, без чего мы можем обходиться в условиях ограниченного количества денег [45].

При оценке циклических компаний таких, к примеру, отраслях, как авиатранспорт, сталелитейная или химическая промышленность, происходит колебание прибыли. Промышленность или рынок транспортных средств зачастую имеют 4-х летний цикл, в течение которого для акций этих компаний присуща большая ценовая изменчивость. Но чтобы проанализировать цикл конкретной компании требуется анализ графика стоимости акций компании за время, которое оно торгуется на рынке.

Чтобы спрогнозировать корректную стоимость акции, автором предлагается ввести коэффициент цикличности  $I$ .

Осуществлять его расчет предлагается с помощью формулы:

$$I = y_i / y_{\text{начало цикла}}, (3)$$

где  $y_i$  это значение стоимости акции в пределах цикла в  $i$  момент времени;

$y_{\text{начало цикла}}$  это значение стоимости акции на начало цикла.

При этом вводится допущение, что стоимость акций прогнозируется в схожих циклах.

Далее, чтобы получить скорректированное значение котировки на определенный момент времени. Мы рассчитываем значение мультипликатора  $P/E$  по компаниям аналогам. Находим усредненный мультипликатор  $P/E$  по компаниям аналогам. Затем зная капитализацию и количество обыкновенных акций, мы можем найти приблизительную котировку акции путем деления капитализации на количество акций.

Расчет стоимости котировки акции будет производиться относительно стоимости актива на начальном этапе цикла. То есть мы рассчитываем мультипликатор и все остальные показатели на начало цикла.

Модель по расчёту стоимости акции будет выглядеть как:

$$\text{Сскор} = P/E_{\text{средн}} / P/E * P / m, \quad (4)$$

где:  $P/E_{\text{средн}}$  - среднее арифметическое мультипликаторов;

$P$  - капитализация компании;

$E$  - прибыль компании;

$m$  - количество обыкновенных акций;

$I$  - коэффициент цикличности.

Данная модель позволяет спрогнозировать стоимость акции с учетом того, что компания недооценена и стоимость ее акции прошла как минимум два похожих цикла.

Модель применима только для акций тех отраслей, которые подвергаются допущению о цикличности, таких как металлургия, строительство, авиаперевозки и продающий сектор.

Для каждой отрасли цикл будет зависеть от своих внешних факторов. Для каждой отрасли будет свой фактор. Например для строительства и металлургии это будет кризис, а для авиаперевозок это может быть еще и сезонность.



### 3 Апробация модели

#### 3.1 Информационная база и критерии отбора компаний для построения модели.

Достоинство мультипликатора Р/Е в том, что не обязательно в сравнении должны фигурировать компании, абсолютно совпадающие по размеру (например, по величине выручки или активов по балансу). Компании должны быть подобны по риску (заметим, что, как правило, крупные и мелкие компании подвержены разным рискам и не могут трактоваться как аналоги). Подобные компании с разным числом акций имеют одинаковые мультипликаторы. Ограничения в ранжировании компаний по инвестиционной привлекательности – разный уровень финансового рычага и различия в темпах роста.

Критерии сопоставимости в сравнительном подходе к оценке бизнеса:

- сходство по виду экономической деятельности (отраслевое сходство);
- размер компаний;
- перспективы роста и развития бизнеса;
- уровень финансового риска в компании;
- качество менеджмента.

Таблица 1 – Критерии сопоставимости компаний аналогов

Критерии сопоставимости компаний аналогов	
Сходство по виду экономической деятельности	Уровень диверсификации производства
	Уровень взаимозаменяемости производимой продукции
	Стадии экономического развития

Окончание таблицы 1.

Размер	Объем реализованной продукции
	Занимаемая доля рынка
	Объем прибыли
Перспективы роста	Общий уровень инфляции
	Перспективы развития отрасли и конкретно предприятия в целом
Уровень финансового риска	Анализ структуры капитала
	Оценка ликвидности
	Оценка инвестиционной привлекательности
Качество менеджмента	Качество отчетной документации
	Возрастной состав персонала
	Уровень образования
	Зарплата управленческого персонала

Охарактеризуем представленные в таблице 1 критерии сопоставимости:

Сходство по виду экономической деятельности (отраслевое сходство). Оцениваемая компания и предприятия-аналоги должны заниматься одними основными видами экономической деятельности (принадлежать одной отрасли). Наряду с этим, необходима также

сопоставимость по таким параметрам, как уровень диверсификации производства, уровень взаимозаменяемости производимой продукции, стадия экономического развития предприятия.

Размер компаний. Сравнительные оценки размера компании включают такие параметры, как объем реализованной продукции (работ, услуг), занимаемая доля на рынке, объем прибыли, число филиалов и т.д. Данный критерий не является ведущим. Если размеры оцениваемого предприятия и предприятия-аналога различны, при наличии сопоставимости по другим критериям возможно выполнение процедур корректировки.

Перспективы роста компании, развития бизнеса. В процессе оценки перспектив роста компании необходимо рассматривать степень влияния общего уровня инфляции, перспектив роста отрасли в целом и индивидуальных возможностей развития конкретного предприятия в рамках отрасли. Помимо этого на основе изучения конкурентных преимуществ и недостатков оцениваемой компании рассматривается ретроспективная и прогнозируемая динамика доли предприятия на рынке [46].

Уровень финансового риска в компании. Оценка финансового риска проводится по анализу структуры капитала, по оценке ликвидности, по оценке инвестиционной привлекательности и т.д.

Качество менеджмента. Оценка данного критерия сопоставимости проводится на основе косвенных данных: качества отчетной документации, уровня образования, возрастного состава, опыта, зарплаты управленческого персонала.

Перечень критериев сопоставимости, приведенный выше, не является исчерпывающим, и эксперт имеет возможность самостоятельно дополнять список дополнительными факторами. Оценщик редко находит компании абсолютно идентичные с оцениваемой, поэтому по результатам анализа критериев он может сделать один из следующих выводов:

- компания сопоставима с оцениваемой по ряду характеристик и по ней могут быть рассчитаны оценочные мультипликаторы;

– компания недостаточно сопоставима с оцениваемой и не может быть использована в процессе последующей оценки; в отчете об оценке бизнеса целесообразно обосновать данное заключение.

Экспертным путем был определен перечень компаний из сектора ритейл, для проведения исследования.

Для исследования были выбраны компании аналоги подходящие под требования критериев сопоставимости:

- АО Магнит;
- АО X5 retail group;
- АО Лента;
- АО Детский Мир;
- АО О'кей;
- АО ЭмВидео;
- АО Обувь России.

В качестве объекта наблюдения авторами была выбрана компания АО Дикси Групп.

Рассмотрим график котировок ДИКСИ ГРУПП с момента IPO (Рисунок 1).



Рисунок 1 – Динамика движение стоимости акции компании Дикси Групп с момента ее IPO

Из анализа графика мы можем сделать вывод, что цикл у стоимости акции компании ДИКСИ ГРУПП примерно 3 года. В качестве примера можно увидеть полный виток на месячном графике котировок (Приложение А) с января 2009 года по сентябрь 2011 года. Цикл составляет 2 года, 5 месяцев и далее повторяется с незначительными отклонениями.

**ПАО «ДИКСИ Групп»** владеет и управляет контрольными пакетами акций предприятий, составляющих Группу Компаний «Дикси», — российских организаций, работающих на розничном рынке продуктов питания и товаров повседневного спроса. Основано в 1992 году как компания «Юнилэнд», специализирующаяся на оптовой торговле и дистрибуции. В 2003 году преобразовано в ЗАО «Компания Юнилэнд Холдинг», в 2007 году — в ОАО «ДИКСИ Групп», в 2015 году получило статус публичного акционерного общества. Штаб-квартира находится в Москве.

Открытие первого розничного магазина «ДИКСИ» состоялось в Москве в 1999 году. Магазины, входящие в сеть «ДИКСИ Групп», расположены в Центральном, Приволжском, Северо-Западном и Уральском федеральных округах. Компания владеет собственным автопарком и несколькими распределительными центрами, продукцию не экспортирует.

В мае 2007 года Компания провела IPO на РТС и ММВБ на сумму около US\$ 360 млн. Акции компании включены в расчет индексов ММВБ: отраслевой индекс потребительских товаров и розничной торговли (MICEX CGS) и индекс акций широкого рынка (MICEX BMI). Контрольным пакетом акций ПАО «ДИКСИ Групп» владеет многопрофильный холдинг Группа Компаний «Меркурий» [79].

### **3.2 Прогнозирование стоимости акции с помощью разработанной модели**

Для расчета потребуются данные компании Дикси, отчетность компании за последний и текущий цикл и данные о котировках, которые автор взял с информационного ресурса [finam.ru](http://finam.ru).

Также для прогнозирования стоимости среднего мультипликатора по компаниям аналогам потребуются отчетности схожих компаний по сектору, которые авторы отобрали выше.

Первым шагом для прогнозирования стоимости акции нужно рассчитать прогнозную стоимость акции на начало цикла опираясь на отчетность этого периода.

Затем скорректировать на отраслевой коэффициент и ожидаемую величину инфляции.

Также можно посчитать мультипликатор P/E для каждой компании, а затем найти средний мультипликатор компаний аналогов. Далее скорректировать капитализацию оцениваемой компании на средний мультипликатор, и найти прогнозную стоимость акции к которой она, согласно допущению, что мультипликатор P/E стремиться к среднему по отрасли, будет стремиться.

Рассмотрим график динамики стоимости компании Дикси Групп за последние 2 года( Рисунок 2.)



Рисунок 2 – График динамики стоимости компании Дикси Групп за последние 2 года

Проанализировав график (Рисунок 2), можно сделать вывод, что у компании Дикси цикл находится в фазе, где стоимость акции в скором времени будет начинать снижаться. Начало цикла было положено в июле 2017 года. Рост продолжается уже 12 месяцев. Если цикл в среднем насчитывает 34-40 месяцев, можно предположить, что на 17-20 месяце стоимость акции начнет убывать.

Рассчитаем коэффициент цикличности, для этого нам понадобится предшествующий нашему цикл (Рисунок 3).



Рисунок 3 – График динамики стоимости акций компании Дикси Групп с Августа 2011

Проанализировав график мы можем сделать вывод, что цикл предшествующий нашему имеет начало в феврале 2014 и заканчивается в июне 2017. Делим данный цикл на 10 секторов и находим среднюю стоимость котировки каждой области (Рисунок 4).



Рисунок 4 – График деления цикла 2014 – 2017 годана временные интервалы



Исходя из значений котировок в каждой области находим среднюю арифметическую и присваиваем ее каждому интервалу:

$$I1 = 1,3;$$

$$I2 = 1,6;$$

$$I3 = 1,65;$$

$$I4 = 1,68;$$

$$I5 = 1,32;$$

$$I6 = 1,22;$$

$$I7 = 1,24;$$

$$I8 = 1,33;$$

$$I9 = 1,02;$$

$$I10 = 0,91.$$

Построим график динамики цикла для наглядности (Рисунок 5).



Рисунок 5 – Динамика цикла 2014-2017 года

Теперь когда мы присвоили каждому временному интервалу коэффициент, следует теперь перенести их на текущий цикл (Рисунок 6).

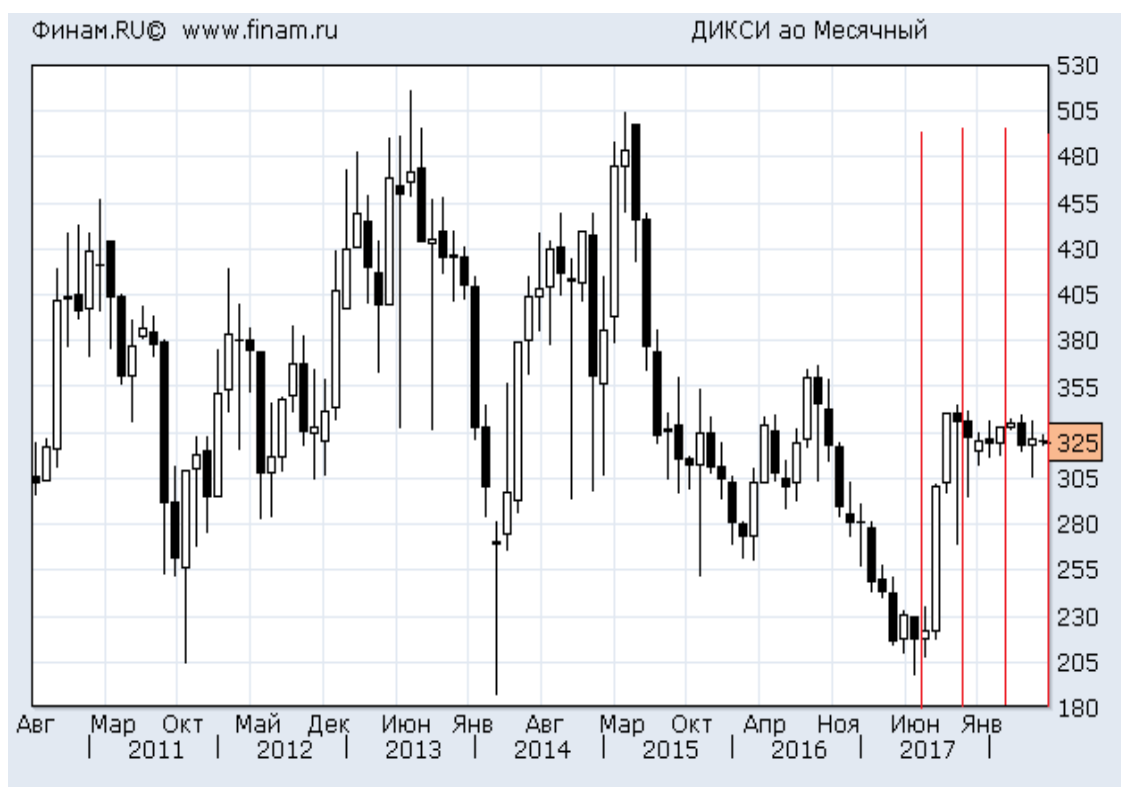


Рисунок 6 – График деления текущего цикла на временные интервалы

Из анализа графика(Рисунок 6), мы можем сделать вывод, что цикл подходит к четвертому временному промежутку. Следовательно при дальнейших расчетах мы можем использовать коэффициент цикличности опираясь на данный график и спрогнозировать стоимость актива на 10 временных периодов.

Далее нужно произвести расчет мультипликатора Р/Евыбранных автором компаний компаний;

- АО Магнит;
- АО X5 retail group;
- АО Лента;
- АО Детский Мир;
- АО О'кей;
- АО ЭмВидео;
- АО Дикси Групп;
- АО Обувь России.

Используя финансовую отчетность компаний и данные с информационного ресурса «Сервер раскрытия информации» была консолидирована таблица по состоянию на третий квартал 2017 года [79].

Таблица 1 – Консолидированные показатели по компаниям

	Р(млрд)	Е(млрд)	m(шт.)	Р/Е
Магнит	931	49,0	94 561 355	19,0
X5 Retail Group	691	28,0	67 893 218	24,7
Лента	176	11,4	97 416 963	15,5
Детский мир	74	4,2	739 000 000	17,6
ДИКСИ	39	3,0	124 750 000	13,1
О'кей	33	6,0	268 591 000	5,4
ЭмВидео	76	5,9	179 768 227	12,7
Обувь России	25	0,8	113 056 000	29,9

Используя допущение, что мультипликатор в рамках одной отрасли будет стремиться к среднему, можно произвести расчеты и найти прогнозируемую стоимость акции к которой она будет стремиться.

$$\text{Сскор} = \text{Р/Е}_{\text{средн}} / \text{Р/Е} * \text{Р} / \text{m} \quad (4)$$

$$\text{Сскор} = 17,24/13,1*39\text{млрд} / 124\,750\,000 = 411,4 \text{ рубля за акцию}$$

411,4 рубля эта стоимость к которой акция будет стремиться, чтобы не выглядеть хуже сектора. Но показатель будет не совсем корректный, так как в расчете фигурирует компания Обувь России, которая в этом квартале вышла на IPO из за этого ее большой показатель Р/Е корректирует модель в недостоверную сторону. Произведем расчет без учета показателей компании Обувь России.

$$\text{Сскор} = 15,4/13,1*39 / 124\,750\,000 = 367,5 \text{ рубля за акцию}$$

Данная стоимость уже более реально отображает стоимость, к которой акция будет стремиться. То есть, когда акция будет стоить 367,5 рублей, тогда она перестанет быть недооцененной.

Исходя из этих стоимостей, мы можем сделать вывод, что на данный момент акция недооценена и представляет инвестиционный интерес.

Автор исходя из расчета прогнозирует стоимость акции Дикси в первом временном отрезке цикла, средняя стоимость акции будет 316 рублей за акцию.

Далее, рассчитаем стоимость в первом отрезке времени с помощью коэффициента цикличности.

Спрогнозируем среднюю стоимость акции на первый период цикла.

Согласно информационному portalу [finam.ru](http://finam.ru) мы видим, что цена за акцию на начало цикла была 215 рублей за акцию.

$$C_{cn} = C * I * (1 + i) \quad (5)$$

$$C_{c1} = 215 * 1,3(1 + 0,004)$$

$$C_{c1} = 280, \text{ рублей за акцию.}$$

Далее рассчитаем прогнозную среднюю стоимость акции для каждого временного отрезка;

Второй временной период.

$$C_{c2} = 215 * 1,6 * (1 + 0,004)^2$$

$$C_{c2} = 346,75 \text{ рублей;}$$

Третий временной период.

$$C_{c3} = 215 * 1,65 * (1 + 0,004)^3$$

$$C_{c3} = 359 \text{ рублей;}$$

Четвертый временной период.

$$C_{c4} = 215 * 1,68 * (1 + 0,004)^4$$

$$C_{c4} = 367 \text{ рублей;}$$

Пятый временной период.

$$Cc5=215*1,32*(1+0,004)^5$$

$$Cc5=289,5 \text{ рублей};$$

Шестой временной период.

$$Cc6=215*1,22*(1+0,004)^6$$

$$Cc6=268,6 \text{ рублей};$$

Седьмой временной период.

$$Cc7=215*1,24*(1+0,004)^7$$

$$Cc7=274,1 \text{ рублей};$$

Восьмой временной период.

$$Cc8=215*1,33*(1+0,004)^8$$

$$Cc8=295,2 \text{ рублей};$$

Девятый временной период.

$$Cc9=215*1,02*(1+0,004)^9$$

$$Cc9=227,3 \text{ рублей};$$

Десятый временной период.

$$Cc10=215*0,91*(1+0,004)^{10}$$

$$Cc10=203,62 \text{ рублей}.$$

Так как у нас есть реальные котировки цикла, мы можем проверить достоверность расчетов опытным путем.

Сложно не заметить то факт, что прогнозное значение к которому будет стремиться акция равное 367 рублей 5 копеек послужило потолком . И когда стоимость акции стала 367 рублей, цикл перешел в стадию спада.

Построим график имеющихся и прогнозных котировок (Рисунок 7).

Стоимость акции

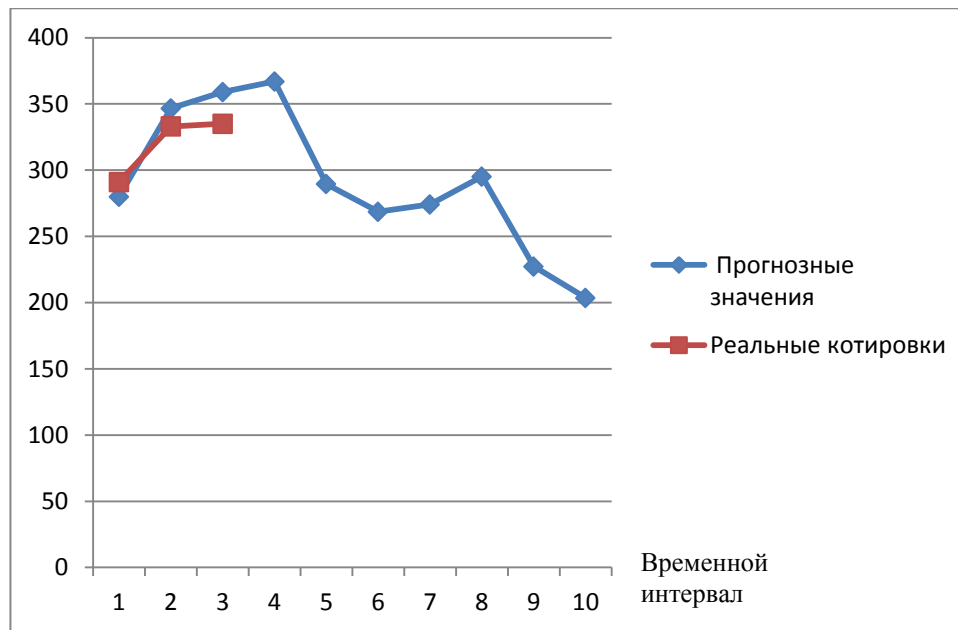


Рисунок 7 - График движения реальных и прогнозных котировок

На графике мы видим, что динамика прогнозного значения актива схожа с реальными значениями корректировок и отклоняется не более чем на 7 процентов. Это можно объяснить тем, что котировки акции в одном цикле могут быть другими нежели в другом цикле. Иногда это бывают факторы, которые невозможно проанализировать и даже близко предугадать. Поэтому автором предложено установить интервал колебания акции на уровне 7 процентов(Рисунок 8).

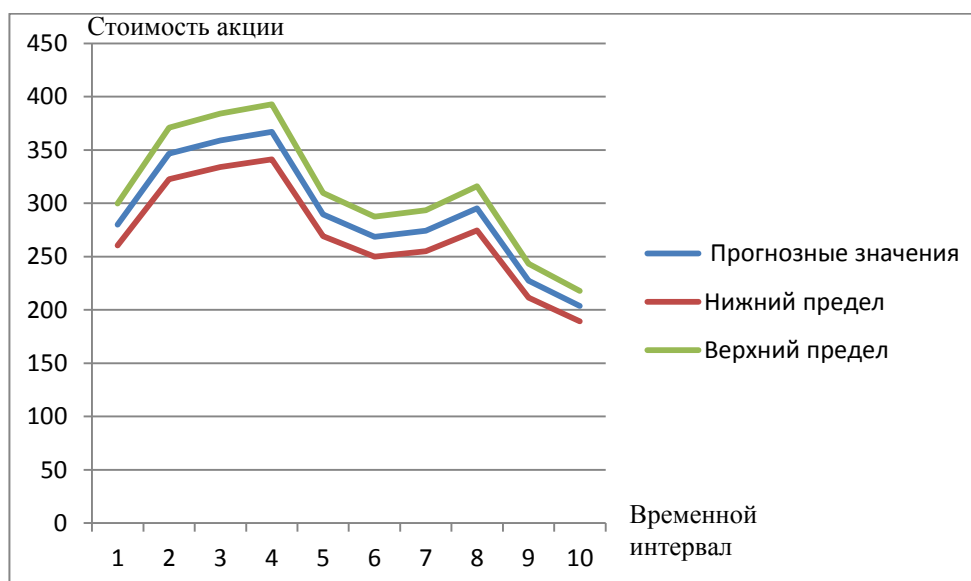


Рисунок 8 – Предполагаемый интервал колебания стоимости акции

После построения модели и построения графика прогнозных значений стоимости акции, мы можем сделать вывод, что построенная модель показывает достаточно схожие результаты с движением реальной стоимости актива. На основе этого можно утверждать, что модель работает корректно в рамках доверительного интервала.

На основании данной модели можно сделать вывод, что акции компании Дикси имеют потенциал для роста более чем на 60 процентов от стоимости на начало цикла, что существенно выше доверительного интервала заданного в модели, и следовательно данный актив представляет интерес для потенциальных инвесторов, как метод увеличения собственного капитала.

### **3.3. Рекомендации по применению модели**

Модель показала, что с помощью нее может быть построен прогноз рыночной стоимости акций на будущие периоды. Однако, для того чтобы использовать данную модель для инвестирования следует учитывать факторы которые могут повлиять на модель из вне, и которые мы не в силах предсказать.

Построенная модель индивидуальна для каждой подходящей под нее компании и следует понять недостатки для выработки действий, которые помогут их устранить. Для этого проанализируем модель и внесём рекомендацию для их совершенствования в будущем.

Модель проведенного исследования построила самый приближенный к реальным котировкам результат, но мы имеем реальные котировки всего по трем периодам и не можем заявлять с уверенностью, что дальше динамика будет схожей.

Во-первых, модель не учитывает внешние факторы, такие как внезапные санкции, ребалансировка крупных фондов или дополнительная эмиссия акций .

Во-вторых, построенная модель включила в себя цикл поделенный на 10 временных интервалов, что делает прогнозный показатель средней стоимости акции не таким приближенным к реальной стоимости.

В третьих, поведение инвесторов не всегда поддается логическому объяснению .

Чтобы улучшить построенную модель необходимо устранить её текущие недостатки. Выработаем некоторые рекомендации.

Главной рекомендацией, которая могла бы улучшить качество модели, является увеличение количества временных интервалов. Возможно, после деления цикла на большее количество временных интервалов, модель будет показывать более качественный результат и иметь минимальное отклонение от реальных котировок.

Так же для улучшения модели можно на основе нее провести корреляционно-регрессионный анализ, в котором помимо коэффициента цикличности можно ввести зависимые переменные, например такой как динамика погашения чистого долга.

В целом, модель по на данный момент рекомендуется использовать для инвестирования с учётом общей тенденции прогноза, что поможет избежать убыточных решений о размещении средств в акции данной компании или наоборот. Коллаборация модели с другими механизмами технического и фундаментального анализа, могут содействовать принятию решения об инвестировании в акции определенной компании.

Для того, чтобы построенная автором модель показывала достоверные результаты на продолжительном отрезке времени, необходимо ее модернизировать. Это вызвано тем, что с течением времени, фондовый рынок подвергается волнениям и изменениям, как и вся экономическая среда. А построенная на конкретную дату модель, уже не способна учитывать изменения в будущем.

Во-вторых, особенностью данной работы является модель, с ограниченным количеством факторов, которые не учитывают изменения



внешней и внутренней среды. Необходимо использовать эту модель в системе с моделями, которые учитывают эти факторы.

Для получения стабильной доходности, необходимо использовать данную модель прогноза для принятия решения о покупке или продаже актива. Для более точного решения в дополнение к модели, предлагается опираться на фундаментальные факторы и новости, на которые рынок, иногда, реагирует сильнее чем на другие более весомые факторы, такие как финансовый отчет.

В заключении, следует сказать, что инвестирование денежных средств в акции может принести доходность, позволяющую преумножить свой капитал или же наоборот потерять его. Именно поэтому в то время, как фондовый рынок набирает популярность, модели позволяющие как новичкам, так и опытным инвесторам получать доход, имеют важную роль. Ведь фондовый рынок представляет собой огромную торговую площадку, коррелирующий с деятельностью абсолютно всех участников рынка, как производственного, потребительского так и посреднического сектора. В наше время обстановка на фондовом рынке это прямое отражение геополитической, экономической и социальной деятельности государства.

## **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

Фондовый рынок с каждым годом привлекает все больше инвесторов, это могут быть как крупные игроки, так и небольшие частные инвесторы.

В настоящее время фондовый рынок дает возможность, как сохранять капитал, так и преумножать, но не каждый может этим заниматься так, как многие не понимают механизм инвестирования и мотивов принятия решений. В этом им помогают профессиональные консультанты, которые, в свою очередь пользуются обширным набором инструментов для анализа движения стоимости акции.

Однако, если рассматривать инвестиции в Российский фондовый рынок, он имеет достаточно неустойчивую позицию. Проявляется это в том, что история Российского фондового рынка молода по сравнению с западными площадками, а также на это накладывается напряженная геополитическая ситуация в мире.

Для того, чтобы можно было производить оценку в различных условиях, учеными разрабатываются новые подходы и методы. В данной работе автор вводит понятие коэффициента цикличности и строит на его основе модель.

Для решения поставленных проблем в первой главе нами был рассмотрен термин инвестирование, определены его виды, разобран объект работы – акция и определены возможные проблемы инвестирования в ценные бумаги в условиях развитой экономики.

Это позволило сделать нижеприведенные выводы:

1. фондовый рынок – это протеическая система, которая требует постоянного наблюдения для достоверной оценки;
2. акция - эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, оставшегося после его ликвидации;

3. оценка акций предприятия ставится с той целью, чтобы определить наиболее вероятную цену, по которой может быть реализован данный объект на открытом рынке в условиях существования конкуренции и когда обе стороны действуют исходя из собственных интересов и разумно, располагая всей информацией об объекте;

4. оценка акций предприятия — это первый шаг к тому, чтобы привести безопасность в инвестиции. Фундаментальный анализ рынка и финансового состояния предприятия позволят исключить возможные ошибки в условиях постоянного колебания цен на ценные бумаги.

Во второй главе были рассмотрены стандартные подходы к оценке акций, такие как затратный, доходный и сравнительный или как его еще называют мультипликативный подход. Разобран механизм цикличности и его сущность.

Подытоживая второй параграф работы, можно сказать, что цикличность характерна для фондового рынка. Для каждого актива или компании она будет индивидуальна и обусловлена специальными факторами.

В заключительном параграфе второй главы авторами была предложена методика прогнозирования стоимости акции с учетом цикличности. Был введен коэффициент цикличности, который опирается на динамику цикла предшествующего текущему.

Для более точного прогноза лучше опираться на циклы схожие по временным рамкам.

Для практического исследования выбран сектор ритейл, так как он подвержен явлению цикличности.

В третьей главе авторами, выявлен перечень критериев и отобраны компании сектора ритейл, которые подходят под данные критерии:

- сходство по виду экономической деятельности (отраслевое сходство);
- размер компаний;
- перспективы роста и развития бизнеса;

- уровень финансового риска в компании;
- качество менеджмента.

Автором произведены расчеты и сделаны выводы, что построенная модель показала, что с помощью нее может быть построен прогноз рыночной стоимости акций на будущие периоды. Однако, для того чтобы использовать данную модель для инвестирования следует учитывать факторы которые могут повлиять на модель из вне, и которые мы не в силах предсказать.

Построенная модель индивидуальна для каждой подходящей под нее компании и следует понять недостатки для выработки действий, которые помогут их устранить. Для этого проанализирована модель и внесены рекомендации для ее совершенствования в будущем.

Модель, после проведенного исследования показала самый приближенный к реальным котировкам результат, но мы имеем реальные котировки всего по трем периодам и не можем заявлять с уверенностью, что дальше динамика будет схожей.

В целом, модель на данный момент рекомендуется использовать для инвестирования с учётом общей тенденции прогноза, что поможет избежать убыточных решений о размещении средств в акции данной компании или наоборот. Коллаборация модели с другими механизмами технического и фундаментального анализа, могут содействовать принятию решения об инвестировании в акции определенной компании.

Для того, чтобы построенная авторами модель показывала достоверные результаты на продолжительном отрезке времени, необходимо ее модернизировать. Это вызвано тем, что с течением времени, фондовый рынок подвергается волнениям и изменениям, как и вся экономическая среда. А построенная на конкретную дату модель, уже не способна учитывать изменения в будущем.

Для получения стабильной доходности, необходимо использовать данную модель прогноза для принятия решения о купле или продаже актива. Для более точного решения в дополнение к модели, предлагается опираться

на фундаментальные факторы и новости, на которые рынок, иногда, реагирует сильнее чем на другие более весомые факторы, такие как финансовый отчет.

В заключении, хотелось бы отметить, что в условиях современной экономической и геополитической обстановке, модели помогающие прогнозировать движение активов на фондовых рынках, а в частности акций, имеют большую популярность среди как опытных, так и начинающих инвесторов.

Разработанная модель относится к числу моделей позволяющих прогнозировать движение котировок акций при определенных условиях и может быть применена на практике.

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

- 1 Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая): Федеральный Закон РФ от 30 ноября 1994 г. №51-ФЗ/Электронный ресурс- Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
- 2 Гражданский кодекс Российской Федерации (часть вторая): Федеральный Закон РФ от 26 января 1996 г. №14-ФЗ/Электронный ресурс- Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
- 3 Кодекс об административных нарушениях: Федеральный закон от 30« декабря 2001 г. №195-ФЗ/Электронный ресурс- Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
- 4 Об акционерных обществах: Федеральный закон от 26 декабря» 1995 г. №208- ФЗ/Электронный ресурс- Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
- 5 О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг: Федеральный Закон РФ от 5 марта 1999 г. №46-ФЗ/Электронный ресурс- Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
- 6 О несостоятельности (банкротстве): Федеральный закон от 26 октября 2002 г. №127-ФЗ/Электронный ресурс- Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
- 7 Об оценочной деятельности: Федеральный закон от 29 июля 1998 г. №135- ФЗ/Электронный ресурс- Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
- 8 О рынке ценных бумаг: Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. №39-ФЗ/Электронный ресурс- Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
- 9 Об утверждении федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки (ФСО N 1)»: Приказ Минэкономразвития России от 20 июля 2007 года №256/Электронный ресурс- Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
- 10 Об утверждении федерального стандарта оценки «Цель оценки и виды стоимости (ФСО N 2)»: Приказ Минэкономразвития России от 20 июля.

2007 года №255/Электронный ресурс- Режим доступа:  
<http://www.consultant.ru>.

11 Об утверждении федерального стандарта оценки «Требования к отчету об оценке (ФСО N 3)»: Приказ Минэкономразвития России-от 20 июля 2007 года №254/Электронный ресурс- Режим доступа:  
<http://www.consultant.ru>.

12 Об утверждении порядка оценки стоимости чистых активов: Приказ Минфина России и ФКЦБ от 29 января 2003 г. №10н/Электронный ресурс- Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

13 Об утверждении положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг: Приказ ФСФР от 15 декабря 2004 г. № 04-1245/пз-н/Электронный ресурс- Режим доступа:  
<http://www.consultant.ru>.

14 Об утверждении положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг: Приказ ФСФР от 16 марта 2005 г. № 05-5/пз-н.170 рекомендации к применению кодекса корпоративного поведения: Распоряжение ФСФР от 4 апреля 2002 г. №421/р/Электронный ресурс- Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

15 Азгальдов Г.Г., Карпова Н.Н. Оценка стоимости интеллектуальной собственности и нематериальных активов. М.: РИО Маок, 2006. - 400 с.

16 Аистова М.Д. Реструктуризация предприятий: вопросы управления. Стратегии, координация структурных параметров, снижения сопротивления преобразованиям. М.: Альпина Паблишер, 2002. - 284 с.

17 Аникина И.Д. Гукова А.В. Оценка бизнеса для менеджеров: Учебное пособие для студентов. М.: Омега-Л, 2008: - 176 с.

18 Аппель Д. Эффективные инвестиции. Спб.: Питер, 2009. - 416 с.

19 Балабанов В.С. Оценка стоимости фирмы.  
//• Корпоративный менеджмент, 2005. № 11., с. 2.

- 20 Бердникова Т.Б. Оценка ценных бумаг. М.: Высшее образование, 2009. - 144 с. '26:Блэк Э. Вопросы стоимости. М.: Олимп - Бизнес, 2009. - 400 с.
- 21 Боер П. Оценка стоимости технологий: проблемы бизнеса и финансов в мире исследований и разработок. М.: Олимп-Бизнес, 2007. - 448 с.
- 22 Борисов А.Б. Большой экономический словарь. М.: Книжный мир, 2003. - 895 с.
- 23 Боумен К. Основы стратегического менеджмента: Пер. с англ. / Под ред. Л. Г. Зайцева, М.И. Соколовой. М.: Банки и биржи. ЮНИТИ, 1997.- 175 с.
- 24 Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ.- М: Олимп-Бизнес, 2004. 1008 с.
- 25 Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и управление стоимостью организации- М.: Юнити, 2003. 720 с.
- 26 Васляев М.А. Оценка бизнеса и оценочная деятельность: Конспект лекций: Пособие для подготовки к экзаменам. М.: Приор-издат, 2008. -224 с.
- 27 Галасюк В.В. Оценка стоимости ценных бумаг. // Вестник оценщика, 2007.-№11., с. 1-10.
- 28 Головцов А. Смена отраслевых приоритетов на фондовом рынке. // Рынок ценных бумаг, 2009. №13. с. 25.
- 29 Грязнова А.Г., Федотова А.М. Оценка бизнеса. М: Финансы и статистика, 2008. - 734 с.
- 30 Дамодаран Асват. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов. М.: Альпина, 2004. - 1342 с.
- 31 Демамфилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. М.: Олимп-Бизнес, 2007 - 960с.
- 32 Евстафьева Е.В., Попков В.П. Оценка бизнеса. Спб.: Питер, 2007. - 240 с.



- 33 Елисеев В.М. Системная технология оценки стоимости крупных производственных комплексов. М.: ИОиОПП СО РАН, 2004. - 212 с.
- 34 Ендропова В.Н. Рынок ценных бумаг. -М.: Магистр, 2007. 684 с.
- 35 Еремеев С.А. Журнал: Финансовый директор №1. «Признание и оценка финансовых инструментов», 2005. — 12-13 с.
- 36 Есипов В. Е. Маховикова Г. А. Терехова В. В. Оценка бизнеса. 2-е изд. СПб.: Питер, 2006. - 459 с.
- 37 Жигло А., Устименко В. и Стеколыщикова А. Расчет поправки за контроль при оценке пакетов акций российских компаний. // Вопросы оценки, 2005. №6. с 4.
- 38 Иванова Е.Н. Оценка стоимости недвижимости. М.: КноРус, 2008. — 344 с.
- 39 Иванов И.В., Баранов В.В. Оценка бизнеса. Методы и модели оценки-стоимости предприятий традиционных и наукоемких отраслей. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. 168 с.
- 40 Ивантер Д., Карпович Е. Как рассчитать ликвидность финансовых инструментов? // Рынок ценных бумаг, 1996. 45 с.
- 41 Кантарович А.А. Царев В.В. Оценка стоимости бизнеса: Теория и методология. -М.: Юнити-Дана, 2007. 575 с.
- 42 Ковалев А.П. Оценка активной части основных фондов. М.: Финстатинформ, 2000. - 175 с.
- 43 Козлов В. В., Козлова Е. В. Оценка пакетов акций // Вопросы оценки. 2003. №3. с. 15—19.
- 44 Козырев А.Н., Макаров В.Л. Оценка стоимости нематериальных активов и интеллектуальной собственности. М.: Интерреклама, 2003. -352 с.
- 45 Козырь Ю.В. Стоимость компаний. Оценка и управленческие решения. М.: Альфа-Пресс, 2009. - 372 с.
- 46 Косорукова И.В. Оценочная деятельность. Оценка стоимости имущества. М.: Маркет ДС, 2009. - 728 с.

- 47 Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: Альпина, 2005. - 554 с.
- 48 Курасов А. Как компании становятся публичными в хорошие и плохие времена. // Рынок ценных бумаг, 2008. №6. с. 31-32.
- 49 Лысихин И. Привилегии акционера-государства. // Рынок ценных бумаг, 1999., №17.,-с. 44.
- 50 Маргевич А. Как оценить ликвидность акций при работе на бирже: новый подход к старой проблеме. // Рынок ценных бумаг, 2007. №21. с. 13-14.
- 51 Г.Методические рекомендации, и- разработки; ТИГВ РФ «Оценка;стоимости1 бизнеса; Премии и скидки»; Официальное издание.; М.: Финансы и кредит, 2002. - 71 с.
- 52 Мещеряков И. Рынок кредитования региональных и. местных органов власти: результаты 2008-2009 гг. // Рынок ценных бумаг, 2009. №13. с. 22.
- 53 Минасов О.Ю. Формирование рыночной- стоимости акций;российских; предприятий. М.: на правах рукописи, 2002. - 196 с.
- 54 Миркин Я. М. Российский рынок? ценных бумаг: риски,,рост,, значимость. // Рынок ценных бумаг, 2007. №23. с. 3-4.65 .Миркин Я.М. Сверхконцентрация! рыночного риска. // Рынок ценных бумаг, 2001. №2. - с. 36.
- 55 Миркин Я.М: «Финансовая глубина» экономики и капитализации рынка акций. // Рынок ценных бумаг, 2000. №2. с. 9-10.
- 56 Моррис Г. Японские, свечи: Метод анализа акций и- фьючерсов, проверенный временем. -М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. 312 с.
- 57 Просветов Г.И. Оценка бизнеса: задачи и решения. М.: РДЛ, 2007. - 224 с.
- 58 Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б. Современный экономический словарь. 5-е изд., перераб. и доп. М.: ИНФРА-М, 2007. - 495 с.

- 59 Рейли Р., Швайс Р. Оценка нематериальных активов. М.: Квинто-Консалтинг, 2005. - 795 с.
- 60 Ростовцева О.А. Совершенствование механизма оценки стоимости промышленных предприятий в условиях переходной экономики. М.: Монография, 2001. - 187 с.
- 61 Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса. М.: Маросейка, 2007. — 448 с.
- 62 Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса. В 8 частях. Часть 1. Предмет оценки и показатели стоимости бизнеса. М.: РИО Маок, 2006. - 44 с.
- 63 Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса. В 8 частях. Часть 2. Премии и скидки. М.: РИО Маок, 2006. - 52 с.
- 64 Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса. В 8 частях. Часть 3. Идентификация рисков. М.: РИО Маок, 2006. - 60 с.
- 65 Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса. В 8 частях. Часть 4. Подходы, методы и модели. М.: РИО Маок, 2006. - 60 с.
- 66 Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса. В 8 частях. Часть 5. Затратный подход, или Подход, основанный на активах. М.: РИО Маок, 2006. - 56 с.
- 67 Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса. В 8 частях. Часть 6. Сравнительный (рыночный) подход. М.: РИО Маок, 2006. - 44 с.
- 68 Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса. В 8 частях. Часть 7. Доходный подход. М.: РИО Маок, 2006. - 48 с.
- 69 БЗ.Рутгайзер В.М.' Оценка стоимости бизнеса. В 8 частях. Часть 8. Сопоставление результатов двух отчетов по оценке стоимости 20-процентного пакета акций ОАО "Апатит". М.: РИО Маок, 2006. - 52 с.
- 70 Сейс С., Смит Дж., Купер Р. Оценка недвижимого \* имущества. От стоимости к ценности. — М.: Российское общество оценщиков, 2009. -504 с.
- 71 Симионова Н.Е., Симионов Р.Ю. Оценкарбизнеса: Теория и практика. -М.: Феникс, 2007. 576 с.

72 Скот К. Марк. Факторы стоимости: Руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости. / Пер. с англ. — М.: Олимп—Бизнес, 2005. - 432 с.

73 Смирнов С. Система опережающих индикаторов для России: // Вопросы экономики. 2009. - №3. - 23 с.

74 Сычева Г.И., Колбачев Е.Б., Сычев В.А. Оценка стоимости организации (бизнеса). М.: Высшее образование, 2003. - 384 с.

75 Тэпман J1. Оценка недвижимости. М.: Юнити, 2005. — 303 с.

76 Уикхэм Ф. Консалтинг в управлении проектами. М.: Дело и сервис, 2006. - 368 с.

77 Уханов В.В. Высока ли ликвидность российского фондового рынка? / Материалы V Международной конференции молодых ученых, аспирантов и студентов «Молодежь и экономика», том III, 16 апреля 2008 года. Ярославль, ВФЭА, 2008. - 336 с.

78 Сервер раскрытия информации [Электронный ресурс]. – Режим доступа:<https://www.e-disclosure.ru/>

79 АО Дикси Групп [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.dixygroup.ru/>




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

Институт экономики, управления и природопользования  
кафедра финансов

УТВЕРЖДАЮ

Заведующий кафедрой

 И.С. Ферова

подпись

« 8 » сентября 2018 г.

**МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ**

**ПРОГНОЗИРОВАНИЕ СТОИМОСТИ АКЦИЙ ДЛЯ ПОТЕНЦИАЛЬНОГО  
ИНВЕСТОРА**

38.04.02 «Менеджмент»

(код и наименование направления)

38.04.02.13 «Финансовый менеджмент»

код и наименование магистерской программы

Научный Руководитель

  
подпись, дата

доцент, к. э. н.  
должность, ученая степень

Е.А.Шнюкова  
инициалы, фамилия

Выпускник

  
подпись, дата

Н.В.Темеров  
инициалы, фамилия

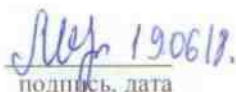
Рецензент

  
подпись, дата

к.у.н. кандидат наук  
должность, ученая степень

Д.Д.Боровиков  
инициалы, фамилия

Нормоконтролер

  
подпись, дата

Е.В.Шкарпетина  
инициалы, фамилия

Красноярск 2018