
ЭКОНОМИЧЕСКИЕ НАУКИ

УДК 336.7

¹Е. И. Балдина, ²И. С. Шустова, ³А. Л. Иванов

¹ФГБОУ ВО «Камышинский технологический институт» (филиал) «Волгоградский государственный технический университет», г. Камышин, email: polycha83@mail.ru

²ФГАОУ ВО «Российский университет дружбы народов», г. Москва, email: isshustova@mail.ru

³ФГАОУ ВО «Российский университет дружбы народов», г. Москва, email: al-ivanov@outlook.com

ФОРМИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОРТФЕЛЯ ЦЕННЫХ БУМАГ

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, акции, портфельное инвестирование, мультипликаторы, инвестиции.

Сформировать долгосрочный портфель акций, отвечающий всем правилам составления портфеля является трудоёмкой задачей, требующей от инвестора необходимого уровня знаний в области анализа финансового состояния предприятия, оценки мультипликаторов, грамотного принятия решений по результатам фундаментального анализа компаний. В связи с этим в статье предлагается авторский подход к формированию портфеля ценных бумаг на долгосрочную перспективу, основанный на качественном анализе всех необходимых показателей наиболее перспективных эмитентов российского фондового рынка. Результатом использования авторского подхода является инвестиционный портфель ценных бумаг с проверкой его на эффективность в текущем году.

¹E. I. Baldina, ²I. S. Shustova, ³A. L. Ivanov

¹Kamyshin Institute of technology (branch) Volgograd state technical University, Kamyshin, email: polycha83@mail.ru

²FSAEI RUDN University, Moscow, email: isshustova@mail.ru

³FSAEI RUDN University, Moscow, email: al-ivanov@outlook.com

FORMATION OF AN INVESTMENT PORTFOLIO OF SECURITIES

Keywords: securities market, stocks, portfolio investment, multipliers, investments.

To form a long-term portfolio of shares that meets all the rules of making a portfolio is a time-consuming task that requires the investor to have the necessary level of knowledge in the field of analyzing the financial condition of an enterprise, evaluating multi-indicators, and making competent decisions based on the results of fundamental analysis of companies. In this regard, the article suggests the author's approach to the formation of a portfolio of securities for the long term, based on a qualitative analysis of all the necessary indicators of the most promising issuers of the Russian stock market. The result of using the author's approach is an investment portfolio of securities with a check on its effectiveness in the current year.

По мере проведения социально-экономических преобразований в России, направленных на формирование рыночной экономики, происходило институциональное становление и развитие такой важной сферы экономики, как рынок ценных бумаг (фондовый рынок), главная функция которого состоит в мобилизации финансовых ресурсов общества для целей организаций и расширения масштабов хозяйственной деятельности.

Стратегии и методология управления портфелем ценных бумаг являются актуальной темой в современных условиях бурного развития фондового рынка и интереса к инвестиционной деятельности со стороны всех субъектов экономики. Суть портфельного инвестирования состоит в улучшении возможностей вложения средств путём придания совокупности объектов инвестирования тех инвестиционных ка-

цеств, которые недостижимы с позиции отдельно взятого актива, а возможны лишь при их сочетании.

Начало исследований в области моделей портфельного инвестирования было положено Г. Марковицем в 1952 году [1]. Интенсивные исследования по построению оптимальных портфелей продолжаются и в настоящее время. Значительный вклад в исследование рынка ценных бумаг внесли зарубежные исследователи: Г. Марковиц, Дж. Тобин, У.Ф. Шарп, П. Артцнер и другие. Для многих инвесторов эталоном являются портфели, созданные Уорреном Баффетом, Биллом Гейтсом, Дэвидом Таппером. Автор попытался создать эталонный портфель акций на ближайшее время только из акций российских эмитентов.

Цель исследования

Цель данной работы – на основании анализа деятельности эмитентов российского фондового рынка сформировать инвестиционный портфель ценных бумаг российских эмитентов. Предметом исследования являются ценные бумаги, выпускаемые соответствующими эмитентами российского рынка ценных бумаг. Объектом настоящего исследования являются эмитенты российского рынка ценных бумаг, акции которых торгуются на московской бирже.

Материал и методы исследования

Методологическую базу составляют методы системного, структурного, факторного и сравнительного анализов. В работе использованы графические, табличные и расчётные инструменты исследования. Эмпирической базой являются открытые данные фондового рынка, данные Федеральной службы государственной статистики, бухгалтерская (финансовая) отчётность компаний – эмитентов, данные периодических изданий, а также статистические и нормативно – методические материалы, собранные и подготовленные автором в период прохождения преддипломной практики.

Результаты исследования и их обсуждение

Анализ эмитентов начнём с оценки акции ПАО «Московская биржа» [2]. В первую очередь, стоит отметить, что

анализ показателей ликвидности не проводился, так как МосБиржа каждый день получает только с комиссии огромную статью дохода, поэтому способна в любой момент расплатиться по задолженностям. Рассчитанные показатели приведены в табл.1.

Огромную долю обязательств занимают финансовые обязательства по валютным операциям и сделкам репо, однако показатель, несмотря на его приближённость к максимуму, находится в стабильной зоне 0,96. МосБиржа пропорционально наращивает активы и обязательства, что говорит о грамотности менеджмента. Показатель колоссально высокий, и это без учёта прочих доходов, как раз благодаря которым в 2016 году PMS преодолел отметку в 100%. До чистой прибыли стабильно из года в год доходит большая часть выручки. Негативная динамика обусловлена ростом прибыли от неосновной деятельности, сохраняя рост комиссионных поступлений, что также подтверждает наши слова об увеличении количества сделок на Мосбирже.

Максимум дивидендной доходности за последние 4 года пришёлся на 2019 год, однако даже сегодня, в условиях кризиса, Мосбиржа платит большие дивиденды. Почти 90% за последние 3 года МосБиржа направила на выплату дивидендов.

Показатель рентабельности активов находится на минимальных значениях и с каждым годом падает, что говорит о неэффективности использования. Однако стоит отметить, что МосБиржа это уникальный финансовый институт, который практически является монополистом на рынке. Рентабельность капитала, напротив, показывает высокие коэффициенты. При этом ROE падает с каждым годом, отрицательная динамика снова говорит о неэффективности работы менеджмента.

Таким образом, отметим два ярко-позитивных фактора для инвестиций в компанию. Во-первых, снижение ставки ЦБ делает банковские депозиты плохим вложением, а это привлекает на биржу новых клиентов. Культура инвестирования все больше развивается в России, а информация об этом становится доступней.

Таблица 1

Показатели эффективности деятельности ПАО «Московская биржа», 2016–2019 гг.

| Показатель | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------------------------------------------|--------|-------|-------|-------|
| Debt ratio коэффициент финансовой зависимости | 0,95 | 0,96 | 0,97 | 0,97 |
| Profit margin on sales рентабельность продаж | 127,2 | 95,51 | 83,39 | 77,16 |
| Div. Return дивидендная доходность | 6,1 | 7,3 | 9,5 | 6,9 |
| Payout ratio коэффициент выплаты дивидендов | 69,49% | 89,36 | 88,74 | 89,6 |
| ROA рентабельность активов | 2,07% | 1,41 | 1,12 | 1,07 |
| ROE рентабельность собственного капитала | 20,41% | 16,7 | 15,7 | 15,32 |
| SGR коэффициент устойчивого роста | 2,61 | 2,49 | 2,93 | 2,72 |

Таким образом, рост брокерских счетов будет происходить в ближайшее время, вероятно, в геометрической прогрессии, а это, как уже было сказано, увеличит комиссию и доходы компании. Во-вторых, Мосбиржа платит хорошие дивиденды. С учётом «взросления» нашего рынка и постепенного ухода от двухзначных дивидендных доходностей, компания, направляющая который год более 85% чистой прибыли по МСФО на выплаты, выглядит гарантом доходности на уровне 7–8% в ближайшее время.

Финансовый анализ показал, что компания могла бы эффективней использовать свои активы. Тем не менее подавляющая часть выручки доходит до чистой прибыли.

Следующая компания, которую предлагается рассмотреть – ПАО АФК «Система». Выбор связан в первую очередь с тем, что это именно та компания, которая производит отечественную вакцину от коронавируса – Спутник V.

ПАО АФК «Система» – одна из крупнейших российских публичных инвестиционных компаний. У АФК системы есть несколько портфельных компаний, которые генерируют непосредственно выручку. Также есть несколько фондов с преимущественной направленностью на венчурные инвестиции. Остановимся именно на портфельных проектах.

МТС. Эффективная доля – 50,01%. Выручка с 2018 по 2019 годы увеличилась на 5,5%, операционная прибыль – на 7,5%.

Детский мир. Совсем недавно АФК Система прекратила своё участие в капитале Детского мира посредством публичного предложения. Перед его выставлением доля инвестиционной компании в ритейлере составляла чуть больше 20%. Система получила около 16,9 млрд. рублей, которые планируется потратить «в общекорпоративных целях, в том числе для погашения долговых обязательств». В результате Детский мир стал 100% частной компанией, но Система сохранила в СД несколько мест через косвенное владение.

ETALON GROUP. Ещё один крупный застройщик РФ (ТОП-2 надёжных застройщиков по версии Forbes). Система владеет долей 25%. Рыночная стоимость активов – 188 млрд. руб., в стадии строительства и проектирования 33 проекта, 40% от текущего портфеля будет реализовано без эскроу-счетов, преимущественные рынки – Москва и СПб. С 2018 по 2019 годы выручка – +16,6% до 84,3 млрд. руб., EBITDA – +45,4% до 8,9 млрд. руб., операционная прибыль – +102,4%, ЧП = 3,1 млрд. руб. против убытка 700 млн. руб. годом ранее.

SEGEZHA GROUP – динамично развивающийся российский лесопромышленный холдинг с вертикально интегрированной структурой и полным циклом лесозаготовки и глубокой переработки древесины. Доля Системы – 98,3%. Общая арендованная площадь лесного фонда – 7,4 млн. га, 1 место в России и 3 в мире по объёмам производства мешочной бумаги (пакеты в Макдональдс),

1 место в России и 2 в Европе по объёму производства бумажных мешков, 5 место в России по производству берёзовой фанеры, 1 место в России по валовому производству хвойных пиломатериалов, 1 место в России по производству домокомплектов из клеёного бруса. Выручка – +1,0% до 58,5 млрд. руб., операционная прибыль – +1,9% до 8,3%, ЧП в доле Системы – +9272,1% до 5 млрд. руб.

МЕДСИ – крупнейшая в стране федеральная частная сеть лечебно-профилактических учреждений, предоставляющая полный комплекс услуг по профилактике, диагностике и лечению заболеваний, а также услуги реабилитации для детей и взрослых. Доля Системы – 96,9%. С 2018 по 2019 годы: выручка – +25,8% до 22,3 млрд. руб., опер. прибыль – +311,1% до 2,8 млрд. руб., ЧП в доле Системы – +175,3% до 2,9 млрд. руб.

АГРОХОЛДИНГ «СТЕПЬ» – один из крупнейших игроков в сельскохозяйственной отрасли РФ, обладающим диверсифицированным портфелем активов с земельным банком площадью 527 тыс. га. Доля Системы – 84,6%. Деятельность: растениеводство, садоводство, овощеводство, молочное животноводство, агротрейдинг и логистика, сахарный и бакалейный трейдинг.

Цель – увеличение земельного банка, строительство новых молочных заводов, создание перевалочных и логистических мощностей. С 2018 по 2019 годы: выручка – +28,5% до 31,0 млрд. руб., опер. прибыль -30% до 2,3 млрд. руб., ЧП в доле Системы -153,3% до 584 млн. руб. по данным бухгалтерской отчетности [3] произведён расчёт основных мультипликаторов деятельности ПАО АФК «Система» в табл.2.

В первую очередь стоит обратить внимание на анализ роста выручки и чистой прибыли: Net working capital с каждым годом становится только хуже. Система в огромной пропорции наращивает краткосрочные обязательства. Текущая ликвидность компании находится на очень низких позициях, что говорит о шатком финансовом положении. Показатель быстрой ликвидности находится на экстремально низких значениях. В случае форс-мажорных обстоятельств (как в случае с Башнефтью или Норникелем), Система с трудом расплатится по долгам, что отразится на операционной деятельности компании. Коэффициент задолженности находится на экстремально высоких значениях. Компания финансово неустойчива.

Таблица 2

Показатели эффективности деятельности ПАО АФК «Система», 2016–2019 гг.

| Показатель | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------------------------------------------|---------|----------|----------|-----------|
| NWC чистый оборотный капитал | -59,259 | -148,104 | -100,402 | -192,501 |
| Current ratio текущая ликвидность | 0,85 | 0,71 | 0,82 | 0,61 |
| Quick ratio быстрая ликвидность | 0,31 | 0,22 | 0,32 | 0,24 |
| Debt ratio коэффициент финансовой зависимости | 0,80 | 0,89 | 0,96 | 0,95 |
| Net debt/EBITDA коэффициент долговой нагрузки | 2,29 | 2,54 | 2,43 | 2,52 |
| Growth of revenue рост доходов | 0,30 | 3,48 | -11,29 | 5,09 |
| Growth of net income рост чистой прибыли | -80,25 | -826,37 | -42,42 | -250,50 |
| Profit margin on sales рентабельность продаж | 1,35 | -9,44 | -6,13 | 8,77 |
| Payout ratio коэффициент выплаты дивидендов | 161,87 | – | – | 2,25 |
| ROA рентабельность активов | 6,86% | 8,14 | 8,34 | 6,33 |
| ROE рентабельность собственного капитала | 4,22% | -54,17 | -60,77 | 87,65 |
| FCF чистый денежный поток | – | – | 77425,40 | 206124,60 |
| SGR коэффициент устойчивого роста | -2,61 | -55,06 | -62,51 | 85,68 |

В то же время Система сможет погасить свои кредиты и займы за 2,5 года. Тем не менее отсутствие положительной тенденции является плохим знаком. Рост выручки остаётся минимальным, в то время как компания терпит убытки. Изначально можно подумать, что дело в безграмотном управлении издержками и в кол-ве проектов. Однако, как выяснилось, у Системы есть интересная статья как «ограниченное использование денежных средств». Простыми словами это означает, что у Системы есть госзаказы от Министерства Обороны. На что эти денежные средства тратятся естественно не разглашается. Тем не менее 5 млрд. задействованы в данном проекте.

У Системы нет чёткой дивидендной политики. Поэтому такой разброс дивидендов. Хотя учитывая то, что Система периодически терпит убытки, то составление дивидендной политики стоит точно не на первом плане.

Рентабельность активов находится в стагнации на низком уровне, в то время как рентабельность капитала хаотично меняется из-за убытков. Хорошим же сигналом для инвесторов является увеличение свободного денежного потока больше чем в два раза. Это говорит о возможности инвестировать в дополнительные проекты.

За последний год sustainable growth rate показал очень высокое значение. Система может развиваться без внешних источников финансирования на 85%. Однако отсутствие динамики не даёт нам основание настаивать, что этот показатель останется хотя бы положительным в следующем году.

Плюсы для компании и ее сильные стороны:

Широкий набор разноотраслевых активов. Мы уже пробежались по портфельным компаниям Системы, поэтому вы видели разнородность активов. Это и сельское хозяйство, и телекоммуникации, и ритейл, гостиничный бизнес и многое другое. Имея такой большой набор различных инвестиций, рано или поздно какая-либо просто обязана выстрелить. В общем-то, это и произошло. SEGEZHA GROUP с Ozon собираются на IPO, а фармацевтика расцвела в ковидные времена.

Коронавирус. В мире очень много компаний, пострадавших от пандемии; немного есть и тех, кому она помогла косвенно (IT-сектор), и совсем единицы тех, кто получил от вируса прямую пользу. Alium – одна из портфельных компаний Системы – производит сейчас первую вакцину от коронавируса. Более того, на заводе компании также создаётся лекарство от вируса, входящее в специальный перечень Минздрава.

Его название – Азитромицин. Однако Forbes пишет, что препарат может вызвать инфаркт при применении вместе с другими средствами. Помимо лекарств, на заводах холдинга Alium будут производиться экспресс-тесты на COVID, имеющие 85% точность и не дающие ложноотрицательных реакций.

Мощные биофармацевтические активы. Alium и Синтез – две компании, на которых базируется деятельность Системы на данном направлении. Если учесть, что Система довольно политизирована, а в России в последнее время генетике и биотехнологиям отводится важное место, можно предполагать, что компания задействована в каких-либо правительственных проектах, может получать субсидии или выйти с новым препаратом.

Инвестиции за рубеж. Помимо компаний российского рынка, у Системы есть несколько фондов, вкладывающихся в иностранные компании. В основном, это высокотехнологичные компании, которые и дальше будут набирать свою капитализацию.

Выход в кэш. Система долгое время набирала проекты, которые могут стать эффективными в будущем. Сейчас они окрепли и представляют собой уверенный, крепкий бизнес, который генерирует высокую прибыль. С другой стороны, у Системы высокая закредитованность и почти нулевые дивиденды. Вероятнее всего, в ближайшее время компания будет сокращать свою долю в стабильных проектах для покрытия долга. Об этом говорит продажа всех акций Детского мира, вывод из-под залога акций МТС (что может говорить о скорой продаже). Также есть неисчерпанные возможности заработать на выводе своих проектов на биржу, IPO. Возможно, также скоро будет представлена более привлекательная дивидендная политика.

Дивиденды. Хотя выплаты от компании и маленькие, у них есть большое преимущество – платить налог 13% по ним не нужно.

Ещё раз напомним, что АФК Система – это инвестиционная компания, а значит, оценивать надо, в первую очередь, ее проекты. Однако сделать это не так уж просто. Да, у компании есть ряд успешных проектов, которые стоили своих инвестиций. Это, например, Детский мир, МТС, обеспечивающий большую часть выручки, Сегежа и Озон.

С другой стороны, есть также ряд проектов, которые хоть и выглядят привлекательно, генерируют либо убытки, либо небольшую прибыль. В любом случае, надо отдать должное, портфель активов диверсифицирован по отраслям. В случае дальнейшего роста проектов, Система может существенно увеличить свою прибыль.

На сегодняшний день бизнес вышеописанных компаний, а также биотехнологического блока представляется очень перспективным. Агропромышленный сегмент также характеризуется ростом выпуска продукции.

К сожалению, в прошлом Система столкнулась с рядом неудач, вероятнее по политическим мотивам (дело Башнефти), которые затормозили рост котировок. Поэтому основным триггером для компании является не отсутствие роста проектов, а возможность каких-либо новых политических проблем. Тем не менее, при благоприятном стечении обстоятельств можно рассчитывать на хороший рост котировок в будущем.

Финансовый анализ показал, что Система имеет серьёзные финансовые трудности. Компания малоликвидна и слишком закредитована. Система работает неэффективно и систематически терпит убытки из года в год. Тем не менее продажа Детского мира в этом году, производство вакцины и сопутствующих препаратов с большой вероятностью принесут высокую чистую прибыль в конце этого года.

Следующая компания – ПАО ГМК «Норильский никель»

Норникель – это ведущая компания в российской горно-металлургической отрасли, крупнейший производитель палладия и высокосортного никеля,

платины и меди. Активы группы расположены в России (Заполярный филиал, ООО «Медвежий ручей», АО «Кольская ГМК», ООО «ГРК «Быстринское»), Финляндии (Никелерафинировочный завод), в ЮАР (50% акций компании Nkomati).

Около 26,3% выручки компании генерируется с добычи никеля. Это очень важный ресурс, необходимый во многих отраслях производства. Главный потребитель здесь – производители стали, поскольку чтобы получить такой сплав, необходимо добавить в него никель. Также данный ресурс необходим в различных аккумуляторах и в производстве выхлопных систем автомобилей. Примерно 24% выручки обеспечиваются за счёт добычи меди. Она имеет ряд свойств (высокая электропроводность, теплопроводность, пластичность и коррозионная устойчивость), которые делают ее незаменимой в строительстве, электронике и машиностроении. 39% выручки компания получает от добычи палладия. Данное ископаемое используется, в первую очередь, в автомобильной промышленности. Палладий используют для изготовления каталитических нейтрализаторов выбросов выхлопных газов, установка которых обязательна. Для данных технологий палладий имеет уникальное значение. Справедливости ради стоит отметить, что наметился переход в эру электронных автомобилей, в связи с чем спрос на данный ресурс будет снижаться. Зато повысится спрос на никель, необходимый для аккумуляторов в электромобилях.

Также палладий используется в химической промышленности как катализатор, в ювелирных изделиях, в медицине, электронной промышленности и инвестициях (аналог золота).

Около 5% выручки приходится на платину. Она используется в автомобильной промышленности так же, как и палладий, только в дизельных автомобилях. Также ее используют в ювелирной отрасли, химической промышленности и инвестициях. В стекольной промышленности платина используется для производства стекловолокна и оптического стекла.

Все это говорит о том, что в современном мире практически любая вещь производится из ресурсов, добываемых Норни-

келем. Его рудники одни из самых богатых в мире, а запасов (только доказанных, даже не предполагаемых) хватит ещё на 80 лет.

Как уже было сказано, Норникель занимает ключевые позиции на мировых рынках по добыче полезных ископаемых.

Отличная сырьевая база. Во-первых, ресурсов, принадлежащих компании хватит ещё на многие годы. Во-вторых, руда сама по себе очень богата содержанием основных металлов. В-третьих, благодаря первым двум факторам у Норникеля самая низкая себестоимость продукции в отрасли по оценке Wood Mackenzie.

Диверсификация проектов. Помимо рудников и заводов в самой России, у компании есть проекты в Финляндии, ЮАР, а также лицензия на разработку проекта Honeymoon Well в Австралии. Проект включает в себя месторождения вкрапленных сульфидных никелевых руд.

Высокая рентабельность бизнеса, которая достигается за счёт низкой себестоимости производства и богатой ресурсной базы.

Также у компании есть ряд участков, лицензии на добычу ресурсов из которых уже получены. Они являются неким фондом, который можно запускать в производство по мере отработки старых

месторождений, либо для экстенсивного роста производства металлов. Отдельно отметим, что у Норникеля среднее содержание конкретного металла в руде не снижается из года в год, а стабильно на определённом уровне.

Основные предприятия Норникеля находятся на севере страны. Исторически здесь практически никто не жил. Когда же были обнаружены месторождения, район стал более населённым. В связи с этим встала задача обеспечить предприятие и людей энергоресурсами. В табл.3 приведены показатели эффективности деятельности предприятия [4].

Net working capital рос на протяжении трёх лет до 2019 года. Такое резкое снижение обусловлено дополнительными дивидендами, которые Норникель решил выплатить за 9 месяцев.

Относительный показатель соответственно тоже снизился, однако остался выше 1. Поэтому делаем вывод, что менеджмент компании грамотно балансирует краткосрочными активами и обязательствами.

Показатель ликвидности находится в хорошем диапазоне. Тем не менее сокращение вызвано снижением доли депозитов компании за последний год.

Таблица 3

Показатели эффективности деятельности ПАО ГМК «Норильский никель», 2016–2019 гг.

| Показатель | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------------------------------------------|------------|-----------|----------|--------|
| NWC чистый оборотный капитал | 113,079 | 125,256 | 152,636 | 71,155 |
| Current ratio текущая ликвидность | 1,47 | 1,92 | 1,93 | 1,21 |
| Quick ratio быстрая ликвидность | 0,99 | 0,78 | 0,96 | 0,76 |
| Debt ratio коэффициент финансовой зависимости | 0,7 | 0,72 | 0,77 | 0,78 |
| Profit margin on sales рентабельность продаж | 30,52 | 23,73 | 25,76 | 44,16 |
| Payout ratio коэффициент выплаты дивидендов | 63,35 | 171,96 | 192,20 | |
| ROA рентабельность активов | 21,92 | 18,93 | 33,49 | 40,28 |
| ROE рентабельность собственного капитала | 70,80% | 47,48 | 77,75 | 146,06 |
| FCF чистый денежный поток | -65.168,60 | -95545,20 | 12434,40 | 153639 |
| SGR коэффициент устойчивого роста | 0,26 | -0,34 | -0,72 | 1,46 |

Показатель задолженности за последние 3 года вырос. Однако существенно на финансовую устойчивость компании это не повлияло.

За последний год Норникель смог существенно увеличить сумму, доходящую до чистой прибыли. Во многом это связано с положительными курсовыми разницеми, так как 95% продукции идёт на экспорт. Поэтому Норникель имеет депозиты и в долларах, и в евро. Также Норникель имеет валютно-процентные свопы, по которыми получил 12.862 млн дохода в прошлом году.

В 2016 Норникель направил на дивиденды чуть больше половины чистой прибыли. За следующие 2 года компания поняла, как грамотно наращивать кредиты, чтобы это не сильно било по финансовой устойчивости компании. Поэтому за 2017 и 2018 были выплачены дивиденды за предыдущие периоды.

Заметное улучшение эффективности работы активов и капитала говорит об общем увеличении эффективности компании. За последние 2 года Норникель более чем в 10 раз увеличил свободный денежный поток. А значит, у компании появилось больше средств для реализации стратегий. Это также подтверждает следующий показатель.

Sustainable growth rate наконец-то вышел из отрицательной зоны и перевалил за единицу. Теперь у компании появилось больше возможностей самофинансироваться.

Как видите, менеджмент активно участвует в создании доходности компании, подтверждая все предыдущие тезисы.

Норникель имеет инвестиционную привлекательность с потенциалом 32,78%.

В настоящий момент компания справедливо оценена. Однако со снижением капитализации из-за будущих убытков по возмещениям и нарастании недоверия инвесторов, Норникель может стать недооценённым, но для этого акции должны упасть как минимум в 2 раза, что, по нашему мнению, маловероятно.

Фундаментальный анализ показал, что Норникель – это пример стабильного бизнеса, способного уверенно приносить прибыль за счёт продажи природных ресурсов. Популярность этих ресурсов, их использование в новейших технологиях, а также располагающаяся

по всей стране ресурсная база делают компанию привлекательной для долгосрочного инвестирования.

Однако также есть существенные проблемы Норникеля. Во-первых, это сочетание огромных масштабов компании с российским менталитетом. Часто локальная информация, имеющая важное значение, не доходит или доходит в искажённом виде до руководства.

Во-вторых, экологические аспекты катастрофичны. Нельзя также не упомянуть о штрафе за катастрофу. Скорее всего его размер будет сильно уменьшен, поскольку государству нужны деньги, нужна «рента». Это безусловно скажется на финансах Норникеля, придётся снижать дивиденды. Компании нужно много улучшить в сфере экологии, заменить устаревшее оборудование, потратить много денег. Олигархический формат владения компанией также не будет вечным, а может измениться уже на рубеже 5 лет. Таким образом, фундаментально у компании много рисков, а также проблем, на которые требуются большие суммы денег.

Финансовый анализ показал, что Норникель эффективно использует всё, что он имеет. Менеджмент компании активно вовлечён в повышении прибыли и оборотов. Тем не менее Норникель из-за подавляющей доли экспорта продукции очень зависит от курсовых разниц. Рост прибыли за последние годы во многом обусловлен ростом спроса на продукцию за рубежом.

Ещё одним перспективным эмитентом на российском рынке является – ПАО «Северсталь».

ПАО «Северсталь» – это вертикально интегрированная горнодобывающая и металлургическая компания с основными активами в России и небольшим количеством предприятий за рубежом. Компания состоит из двух частей: «Северсталь Ресурс» и «Северсталь Российская сталь». Первая занимается добычей железной руды, обеспечивая потребности всей компании на 115%, и коксующегося угля. Вторая занимается непосредственно производством стали.

До начала пандемии на рынках стали царили негативные настроения: торговая война США и Китая, замедление роста мировой экономики, а также другие

факторы сказывались на цене и приводили к ее снижению. Приход коронавируса и закрытие экономик вызвало существенное падение спроса на продукцию компаний.

Благодаря тому, что Европа и Китай закрывались на карантин в разное время, отечественные компании смогли снизить свои потери: пока в Китае были жёсткие ограничения, продукция поступала в Европу, когда же вирус коснулся и Старого света, металлурги возобновили поставки в открывшийся Китай.

Мы согласны с аналитиками «Финам» в том, что новое закрытие европейских и американской экономик на карантин маловероятно, а значит, самые негативные факторы уже позади. Также вызывает надежды постепенное восстановление спроса в Европе. Тем не менее, неопределённость со второй волной, нарушение пандемией производственных цепочек и медленное открытие экономик пока сохраняют шаткость положения сталелитейных компаний.

Плюсы и преимущества Северстали:

Качество продукции. Компания активно работает над его улучшением. В частности, была внедрена система маркировок, которая позволит гарантировать высокие стандарты качества. Также Северсталь позитивно относится к более широкому спектру требований к своей продукции со стороны клиентов. Это позволит обеспечить необходимое качество товара для конкретного покупателя.

Вертикальная интеграция и самообеспечение сырьём позволяют компании оставаться в числе лидеров по себестоимости производства не только в России, но и в мире.

Северсталь предпринимает попытки для развития бизнеса за рамками традиционной металлургии. В частности, в 2018 году был создан проект Severstal Ventures. Суть данного подразделения заключается в инвестировании в венчурные фонды в металлургической отрасли. В перспективе это позволит компании первой в мире получать доступ к инновационным технологиям. На текущий момент осуществлены инвестиции в фонд по разработке перспективных материалов, в фонд по развитию инноваций в энергоёмкие процессы и в ком-

панию по разработке новейших стальных сплавов.

Инвестиции. Во-первых, компания активно инвестирует в основной капитал для поддержания своей эффективности. Во-вторых, у Северстали есть чёткая стратегия в этом направлении. В частности, доходность каждого проекта должна быть не менее 20%, а при пиковых нагрузках на финансы компании 30-40% инвестиционных проектов могут быть перенесены на следующие отчётные периоды.

Дивиденды. Конечно же нельзя не отметить важное преимущество Северстали – высокие дивиденды. Вот уже несколько лет доходность находится на уровне 10% и выше.

Риски и проблемы компании:

Дивиденды. Начнём сразу с них. Как мы отметили выше, выплаты компании стабильно высокие. Однако реальность такова, что компания направляла на дивиденды больше средств, чем имела. Это обусловлено, во-первых, высокими капитальными затратами, которые съедают много прибыли, во-вторых, оставшимися средствами с предыдущих лет. Также стратегия менеджмента направлена на сохранение стабильности выплат. Так или иначе, но без существенного роста цен на сталь, компания не сможет уже совсем скоро платить такие же дивиденды, не уменьшая кап затраты или не увеличивая долг.

Падение цен на сталь. В частности, показатель EBITDA очень сильно зависит от рыночных тенденций, ведь основная выручка компании именно с продажи стали. В конце 2019 года Северсталь строила прогнозы, что спрос в Европе увеличится, из-за чего цены возрастут. Как мы видим, коронавирус внёс свою лепту, остановив многие заводы. Таким образом, с большой вероятностью по итогам года показатели компании существенно сократятся.

Производство стали с использованием угля. В ЕС могут в ближайшее время ввести «углеродный» налог, что ударит по компании, ведь рынок ЕС – один из основных для неё. Также в самой России в перспективе экологии начнёт уделяться больше внимания, будет лоббироваться переход на электропечи. Все это вновь скажется на капитальных затратах.

Таблица 4

Показатели эффективности деятельности ПАО «Северсталь», 2016–2019 гг.

| Показатель | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------------------------------------------|------------|---------|----------|----------------|
| NWC чистый оборотный капитал | 17.631.206 | 2567727 | 33824065 | 53884526 |
| Current ratio текущая ликвидность | 1,16 | 1,02 | 1,53 | 1,49 |
| Quick ratio быстрая ликвидность | 0,81 | 0,67 | 0,75 | 1,02 |
| Debt ratio коэффициент финансовой зависимости | 0,68 | 0,58 | 0,55 | 0,64 |
| Profit margin on sales рентабельность продаж | 27,74% | 36,2 | 28,71 | 23,11 |
| Div. Return дивидендная доходность | 8,60% | 12,4 | 17 | 12,9 (прогноз) |
| Payout ratio коэффициент выплаты дивидендов | 79,69% | 70,83 | 108,31 | 91,84 |
| ROA рентабельность активов | 14,59% | 15,73 | 24,54 | 14,2 |
| ROE рентабельность собственного капитала | 58,22% | 70,95 | 70,31 | 58,53 |
| FCF чистый денежный поток | | | | |
| SGR коэффициент устойчивого роста | 0,12 | 0,21 | -0,06 | 0,05 |

Таблица 5

Дивидендно-стоимостный портфель акций на 2021 год

| Эмитент | Отрасль | Цена покупки 01.12.2020 | Прогнозная чистая ДД | Выплаченные дивиденды | Цена текущая 19.01.2021 | Доля в портфеле от вложенных денег |
|---------------|-------------|-------------------------|----------------------|--------------------------------|-------------------------|------------------------------------|
| Газпром | Нефтегаз | 185,6 | 5,03% | – | 226,01 | 10,00% |
| ГМК | Горнодобыча | 21908 | 6,74% | За 3 кв.2020–623,35р. (2,7%) | 26022 | 10,00% |
| Ленэнерго-п | Сети | 151,9 | 8,59% | – | 156,75 | 10,00% |
| ОГК-2 | Генерация | 0,735 | 9,00% | – | 0,7858 | 5,00% |
| Энел | Генерация | 0,9035 | 8,22% | – | 0,9265 | 5,00% |
| ММК | Металлургия | 43,6 | 5,33% | За 3 кв. 2020 2,391 р. (4,62%) | 57,005 | 10,00% |
| AGRO-гдр | С/х | 821 | 4,40% | – | 894,6 | 5,00% |
| МТС | Телеком | 324,9 | 7,54% | За 2 кв. 2020 8,93 р. (2,71%) | 333,25 | 10,00% |
| ВТБ | Банки | 0,037655 | 10% за 2021 | – | 0,038885 | 5,00% |
| Детский мир | Ритейл | 141,5 | 5,92% | За 3 кв. 2020 5,08р. (3,77%) | 131,90 | 5,00% |
| АФК «Система» | Финансы | 30,421 | | – | 31,180 | 5,00% |

продолжение табл. 5

окончание табл. 5

| Эмитент | Отрасль | Цена покупки 01.12.2020 | Прогнозная чистая ДД | Выплаченные дивиденды | Цена текущая 19.01.2021 | Доля в портфеле от вложенных денег |
|----------|-------------|----------------------------|-------------------------|----------------------------------|----------------------------|---------------------------------------------|
| Алроса | Горнодобыча | 89,95 | 5,44% | – | 104,89 | 5,00% |
| Фосагро | Удобрения | 3074 | 3,57% | За 3 кв.2020 123р. (3,87%) | 3486 | 5,00% |
| Мосбиржа | Финансы | 154,57 | 6,30% | – | 164,46 | 10,00% |

Таблица 6

Расчёт доходности портфеля

| Эмитент | Отрасль | Цена покупки 01.12.2020 | Количество, шт. | Сумма, руб. | Цена текущая 19.01.2021 | Сумма, руб. | Доходность за период, % |
|---------------|-------------|----------------------------|--------------------|----------------|----------------------------|----------------|-------------------------------|
| Газпром | Нефтегаз | 185,6 | 200 | 37120 | 226,01 | 45202 | |
| ГМК | Горнодобыча | 21908 | 2 | 43816 | 26022 | 52044 | |
| Ленэнерго-п | Сети | 151,9 | 200 | 30380 | 156,75 | 31350 | |
| ОГК-2 | Генерация | 0,735 | 30000 | 22050 | 0,7858 | 23574 | |
| Энел | Генерация | 0,9035 | 18000 | 16263 | 0,9265 | 16677 | |
| ММК | Металлургия | 43,6 | 900 | 39240 | 57,005 | 51304,5 | |
| AGRO-гдр | С/х | 821 | 35 | 28735 | 894,6 | 31311 | |
| МТС | Телеком | 324,9 | 110 | 35739 | 333,25 | 36657,5 | |
| ВТБ | Банки | 0,037655 | 500000 | 18827,5 | 0,038885 | 19442,5 | |
| Детский мир | Ритейл | 141,5 | 120 | 16980 | 131,9 | 15828 | |
| АФК «Система» | Финансы | 30,421 | 600 | 18252,6 | 31,18 | 18708 | |
| Алроса | Горнодобыча | 89,95 | 210 | 18889,5 | 104,89 | 22026,9 | |
| Фосагро | Удобрения | 3074 | 12 | 36888 | 3486 | 41832 | |
| Мосбиржа | Финансы | 154,57 | 240 | 37096,8 | 164,46 | 39470,4 | |
| ИТОГО | | | | 400277,4 | | 449285 | |

Хотя Председатель Правительства РФ Мишустин недавно подписал программу по увеличению добычи угля в ближайшие 10 лет. В табл.4 представлены рассчитанные показатели эффективности деятельности предприятия по данным бухгалтерской отчетности [5].

Networkingscapital стабильно растёт каждый год (за исключением выпадающего 2017). Хорошая работа менеджмента по безопасному наращиванию оборотных активов и обязательств:+1: относительный показатель выше 1, и это

главное. Конечно, очевидно, компания непропорционально увеличивает текущие активы и обязательства, поэтому такая небольшая скачкообразная динамика. Показатель ликвидности очень высокий для компании, работающей в такой сфере. Северсталь не испытывает сложностей в случае быстрого погашения краткосрочных займов.

С долговой нагрузкой компания не испытывает проблем. Тем не менее, показатель вырос за последний год, а значит, компании не хватает собственных

средств для финансирования. Несмотря на высокую эффективность компании, в среднем только 28,94% выручки доходит до чистой прибыли. Учитывая будущие капитальные затраты, скорее всего этот показатель снизится ещё на несколько пунктов в будущих периодах.

Северсталь платит отличные дивиденды. Причём платит она их ежеквартально, что встречается не так часто среди российских компаний. Собственно, подавляющую часть своей чистой прибыли компания направляет на дивиденды. А в 2018 направила даже остаток прибыли с прошлых периодов.

Рентабельность активов не имеет положительной динамики, и значения скачут в разные стороны каждый год. Поэтому делаем вывод, что менеджмент не уделяет должного внимания повышению эффективности активов. Иначе выпядит ситуация с рентабельностью капитала. Тут компания максимально рационально распоряжается своими собственными средствами. Тем не менее, для развития самой компании этого не хватает.

Sustainable growth rate находится на минимальных значениях, и во многом благодаря высоким дивидендам. Так как вся чистая прибыль уходит на выплаты по дивидендам, то остаётся очень маленькая часть (или вовсе не остаётся), которую рефинансируют для расширения компании. Поэтому у Северстали растёт показатель долговой нагрузки, так как своих средств для развития просто не хватает:

В рамках статьи не представляется возможным так же подробно описать и другие перспективные компании на российском рынке. Однако их анализ так же был проведён и в табл.5 представлен портфель акций, по ценам на ноябрь 2020 года.

Таким образом, получился портфель с одной стороны дифференцированный по отраслям и компаниям, с другой стороны портфель дивидендный и с потенциалом роста. В табл. 6 приведён расчёт доходности предложенного портфеля.

Таким образом, данный портфель позволил за период с 1 декабря 2020 года по 19 января 2021 года получить доходность чуть более 12%. В итоге за месяц такой портфель обогнал официальную инфляцию и банковский депозит вместе взятые.

Выводы

Таким образом, получился портфель с одной стороны дифференцированный по отраслям и компаниям, с другой стороны портфель дивидендный и с потенциалом роста. Данный портфель позволил за период с 1 декабря 2020 года по 19 января 2021 года получить доходность чуть более 12%. В итоге за месяц такой портфель обогнал официальную инфляцию и банковский депозит вместе взятые. В качестве рекомендации по повышению эффективности управления сформированным портфелем акций может быть предложено использование преимуществ ИИС [6].

Библиографический список

1. Портфельное инвестирование. Гарри Марковиц/Журнал финансов № 7, вып. 1. (Мар., 1952) С. 77-91. [Электронный ресурс] https://www.math.ust.hk/~maykwok/courses/ma362/07F/markowitz_JF.pdf (дата обращения 20.02.2021)
2. Годовая бухгалтерская отчётность ПАО «Московская биржа» [Электронный ресурс] <https://www.e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=43&type=3> (дата обращения 20.02.2021)
3. Годовая бухгалтерская отчётность ПАО АФК «Система» [Электронный ресурс] <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=4772> (дата обращения 20.02.2021)
4. Годовая бухгалтерская отчётность ПАО ГМК «Норильский никель» [Электронный ресурс] <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=564> (дата обращения 20.02.2021)
5. Годовая бухгалтерская отчётность ПАО «Северсталь» [Электронный ресурс] <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=30> (дата обращения 20.02.2021)
6. Что такое ИИС? [Электронный ресурс] <https://www.tinkoff.ru/invest/iis/help/all-about-iis/what-is-it/> (дата обращения 20.02.2021)