

ТАЛЛИНСКИЙ ТЕХНИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

Экономический факультет

Институт финансов и экономической теории

Кафедра финансов и банковского дела

Александр Григорьев

**ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ
ЦЕННЫХ БУМАГ НА ПРИМЕРЕ MERKO ENITUS AS И
NORDECON AS**

Бакалаврская работа

Научный руководитель: доцент Ильзия Ахмет

Таллинн 2014

Работа написана самостоятельно.

При написании работы приведены ссылки

на все использованные материалы и данные других авторов.

Александр Григорьев

(подпись, число)

Код студента: 111256

Адрес электронной почты студента: agest92@gmail.com

Научного руководителя, доцента Ильзии Ахмет:

Бакалаврская работа соответствует требованиям

.....

(подпись, число)

Представитель комиссии по защите:

Допущен к защите

.....

(должность, имя, подпись, число)

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	5
1. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ КОМПАНИЙ	8
1. 1. Значение инвестиционной привлекательности	8
1. 2. Факторы инвестиционной привлекательности	8
1. 3. Инвестиционный анализ	9
1.3.1. Фундаментальный анализ	11
1. 3. 2. Метод финансовых коэффициентов	12
1. 3. 3. Метод коэффициентов рыночной стоимости	16
1. 3. 3. Риски и CAPM.....	18
1.4. Методика	20
2. ХАРАКТЕРИСТИКА КОМПАНИЙ И ОТРАСЛИ	22
2.1. Макроэкономический анализ состояния экономики Эстонии	22
2.2. Характеристика строительной отрасли Эстонии.....	23
2.3. Биржевые строительные компании Эстонии	27
2.3.1. MERKO ENITUS AS.....	27
2.3.2. NORDECON AS	29
3. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ И АНАЛИЗ ПРЕДПРИЯТИЙ.....	31
3.1. Фундаментальный анализ	31
3.1.1. Метод финансовых коэффициентов	31
3.1.2. Метод оценки рыночных коэффициентов.....	34
3.1.3. Биржевые цены и индексы компаний	36
3.1.3. Риски и CAPM.....	37
3.2. Сравнение компаний и выводы	39
3.2.1. Сравнительный анализ	40

ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	44
ИСПОЛЬЗОВАННАЯ ЛИТЕРАТУРА	47
SUMMARY	49
ПРИЛОЖЕНИЕ.....	51
Приложение 1	51
Приложение 2.....	53
Приложение 3	56
Приложение 4.....	59
Приложение 5.....	61

ВВЕДЕНИЕ

Для бакалаврской работы автор выбрал тему под названием «Оценка инвестиционной привлекательности ценных бумаг на примере Merko Ehitus AS и Nordecon AS»

В настоящее время, чтобы чего-то добиться и быть успешным на фондовом рынке, необходимо постоянно понимать тенденции рынка, какие ценные бумаги потенциально интересны, привлекательны и могут быть прибыльными. Конечно, для инвесторов, участвующих на фондовом рынке, целью является получение удовлетворённости в виде прибыли, выполнение поставленных задач и увеличение своего капитала. Успех зависит от правильно выбранного метода и стратегии для инвестиционного анализа и прогнозирования поведения ценной бумаги. Поэтому выбор той или иной акции должен иметь под собой конкретное основание.

Одним из методов инвестиционного анализа поведения ценной бумаги на рынке и оценки инвестиционной привлекательности является фундаментальный анализ (анализ, который в свое время был использован многими инвесторами, включая Уоррена Баффета и Бенджамина Гремма). Такой анализ дает возможность увидеть подробную картину финансовых коэффициентов / показателей компании, что позволяет определить инвестиционную привлекательность и направление тенденции ценной бумаги в долгосрочной перспективе. Если исходить из того, что акция — это одна часть от фирмы, то изучив финансовые показатели, можно дать достаточно точный прогноз её поведения в долгосрочной перспективе, что и может показать проведённый фундаментальный анализ для оценки инвестиционной привлекательности компании.

Актуальность избранной темы определяется тем фактором, что в связи с ростом количества участников (из-за повышения доходов и увеличении накопившихся средств) на Таллиннской фондовой бирже NASDAQ OMXT, инвесторы нуждаются в инструментах и методах анализа для совершения обдуманных и верных операций на рынке. Поскольку при покупке акции инвестор становится акционером компании, ему

необходимо определить, насколько прибыльна компания и какие перспективы в будущем она будет иметь. Для правильного выбора акций на рынке чаще всего применяется фундаментальный анализ.

Автором использован метод фундаментального анализа (анализ коэффициентов и отчётов). Поскольку NASDAQ OMXT не имеет большого количества активных инвесторов, работающих на краткосрочной основе, полезным методом для которых, прежде всего, является технический анализ, ликвидность рынка очень мала, и для получения достойной прибыли от вложений акционеры вкладывают свои деньги / сбережения в акции на более длительные сроки. Для анализа доходности акции в такой ситуации логичней всего использовать именно фундаментальный метод инвестиционного анализа, так как данный метод даст более подробную картину об инвестиционной привлекательности компании, позволит сделать прогноз будущей стоимости акции и получения лучшего результата (прибыли).

Целью настоящей работы является оценка инвестиционной привлекательности компаний в строительном секторе, участвующих на Таллиннской фондовой бирже NASDAQ OMXT, для принятия правильного инвестиционного решения. В этой связи в работе рассматривается ситуация, сложившаяся в эстонском строительном секторе, проводится сравнительный анализ биржевых строительных предприятий Эстонии и биржевых предприятий того же сектора Скандинавии.

Для достижения поставленной цели необходимо решить следующие задачи:

- раскрыть понятия и методы фундаментального анализа;
- рассмотреть инструменты фундаментального анализа;
- проанализировать этапы и показатели фундаментального анализа;
- провести анализ строительного рынка Эстонии;
- провести анализ компаний Nordecon AS и Merko Ehitus AS;
- оценить риски;
- сравнить полученные результаты с другими строительными предприятиями Скандинавии.

Работа состоит из трех частей. В первой части раскрывается значение инвестиционной привлекательности компаний, приводятся факторы, влияющие на неё, рассматриваются основы фундаментального анализа с использованием методов финансового коэффициента и коэффициента рыночной стоимости.

Во второй части приводится краткий обзор строительного сектора Эстонии, рассматривается деятельность и финансовые показатели биржевых строительных компаний Эстонии Nordecon AS и Merko Ehitus AS.

Третья часть посвящена анализу предприятий для выявления большей инвестиционной привлекательности эстонских строительных компаний, участвующих на рынке NASDAQ OMXT, а также сравнению биржевых компаний строительного сектора на рынке NASDAQ OMX NORDIC.

Полученные результаты помогут дать оценку инвестиционной привлекательности компаний на фондовых биржах NASDAQ OMX TALLINN и NORDIC, работающих в строительном секторе.

1. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ КОМПАНИЙ

1. 1. Значение инвестиционной привлекательности

Одним из самых важных и ответственных этапов инвестиционного процесса является выбор предприятия, в которое инвестором будут вложены накопленные средства и ресурсы. На выбор предприятия влияет его инвестиционная привлекательность, то насколько оно успешно, и какие перспективы роста имеет это предприятие.

Инвестиционная привлекательность компании — это набор характеристик, которые способны сделать компанию объектом выгодных вложений для инвесторов. При этом существенную, роль с точки зрения инвесторов, играют как собственно характеристики компании, так и особенности институциональной среды, в которой она существует. (Бузулукова, Шершева 2011, 19)

Инвестиционную привлекательность часто определяют как возможность гарантированного, надёжного и своевременного достижения целей инвестора на базе экономических результатов деятельности предприятия. Но инвестирование - это процесс с негарантированным результатом, так как те или иные инвестиционные решения предполагают изрядную степень риска и ни при каких обстоятельствах нельзя быть полностью уверенным в получении определённой величины прибыли. (Воронцовский 1998)

1. 2. Факторы инвестиционной привлекательности

Факторы, влияющие на инвестиционную привлекательность предприятия, можно условно разделить на две группы: внешние и внутренние. Внешние факторы –

это факторы, не зависящие от результатов хозяйственной деятельности предприятия. К ним относятся:

1. Инвестиционная привлекательность территории, которая включает в себя следующие параметры:
 - политическая, экономическая ситуации в стране, регионе;
 - совершенство законодательной и судебной власти, уровень коррупции в регионе;
 - развитость инфраструктуры;
 - человеческий потенциал территории.
2. Инвестиционная привлекательность отрасли, включающая в себя:
 - уровень конкуренции в отрасли;
 - текущее развитие отрасли;
 - динамику и структуру инвестиций в отрасль;
 - стадию развития отрасли. (Liu, Pang 2009, 91-95)

Анализ внешних факторов является важным этапом инвестиционного анализа. На состояние инвестиционной привлекательности отрасли оказывает влияние ряд факторов: макроэкономическая среда; экологическая безопасность; состояние инфраструктуры; уровень производственного процесса в отрасли; финансовая среда.

К внутренним факторам, определяющим эффективность бизнеса, относятся: производственный потенциал предприятия, его финансовое состояние, менеджмент и инвестиционная программа. (Бузулукова, Шершева 2011, 19-24)

Одна из основных целей присоединения Эстонии к еврозоне в начале 2011 года состояла в подъеме экономики посредством улучшения инвестиционного климата в стране и создания условий для притока иностранных инвестиций.

1. 3. Инвестиционный анализ

В данной работе инвестиционный анализ представляется как неполный фундаментальный анализ, поскольку он включает в себя широкий набор различных методов определения инвестиционной привлекательности отрасли и предприятий. По своему функциональному назначению их можно разделить на две большие группы.

Первая группа методов применяется для отбора акций компаний, характеризующихся устойчивыми финансово-экономическими показателями и имеющих высокий потенциал для дальнейшего развития. Результатом применения таких методов является ответ на вопрос: "стоит ли включить эту бумагу в инвестиционный портфель?". Другая группа представлена методиками поиска «справедливой» стоимости акций. Наиболее оправдано для принятия правильного инвестиционного решения применение анализа при сравнении схожих компаний одной отрасли для поиска «недооценённых» и «переоценённых» бумаг.

Для выбора подходящей ценной бумаги в инвестиционном процессе часто используют финансовый анализ, который выполняет информационную и прогностическую роль, то есть предоставляет информацию о прошлом и настоящем и переводит ожидания на язык цифр. Впоследствии результаты финансового анализа используют при принятии решения и распределении капитала в разумном отборе ценных бумаг.

Инвестиционный анализ в целом и анализ ценных бумаг в частности следует рассматривать в контексте принятия инвестиционных решений.

Анализ ценных бумаг — понятие, включающее в себя комплекс различных действий, который обычно состоит из следующих элементов:

- сбор данных о финансовом инструменте (ценной бумаге);
- обработка данных одним из нескольких способов;
- описание данных;
- вывод, он же анализ ценной бумаги.

Цель любого анализа заключается в том, чтобы с наибольшей точностью предсказать будущее поведение цены на выбранную ценную бумагу. Без анализа инвесторы и трейдеры будут слепо покупать и продавать ценные бумаги, не ведая того, что происходит на рынке.

Анализ направлен на оценку потенциала компании, её будущей доходности и роста ценных бумаг. Это поможет определить переоценённые и недооценённые ценные бумаги, а также, какие из ценных бумаг имеют большую инвестиционную привлекательность и перспективы роста. (Sidney, Roger, Block 2000, 16)

1.3.1. Фундаментальный анализ

Фундаментальный анализ (Fundamental analysis) - метод прогнозирования рыночной стоимости и отбора акций, который включает в себя анализ общедоступной информации для оценки прошлых результатов деятельности фирмы и прогнозирование её перспектив на будущее, тем самым определяя её инвестиционную привлекательность. Основы фундаментального анализа были заложены в 1934 году американскими авторами Бенджамином Грэмом и Дэвидом Додд в работе «Анализ ценных бумаг». Метод фундаментального анализа использует в своей деятельности миллиардер Уоррен Баффет .(Grimm 2012)

С помощью фундаментального анализа можно найти ответы на вопросы, такие как:

- растёт выручка компании;
- является компания конкурентоспособной;
- в состоянии ли компания погасить свои долги;
- как компания распоряжается своими финансами;
- являются ли акции этой компании переоцененными или недооцененными по сравнению с их текущей рыночной ценой;
- а так же какие риски имеет компания? (EconomiV Sciences)

Фундаментальный анализ осуществляется для того, чтобы узнать внутреннюю стоимость компании, которая не отражается в их рыночной цене. Инвесторы классифицируют акции на стоимость и рост. (Sharma 2009)

- Инвесторы, ориентирующиеся на стоимость, стремятся купить недооцененные акции, котируемые ниже истинной цены, и продать их по этой или более высокой цене. Они используют модели, основанные на показателях отношения цены к прибыли на акцию (P/E), неожиданной прибыли, и другие, основанные на схожих принципах. (Fabozzi 1999, 298)
- Инвесторы, ориентирующиеся на рост, стремятся купить акции, которые, как правило, продаются со сравнительно высоким значением показателя (P/E) за счет высокого роста доходов, ожидая продолжения такого же или еще большего роста. (Fabozzi 1999, 298)

Для получения полной картины ситуации инвесторы проводят фундаментальный анализ на трёх уровнях. Существует два метода прогнозирования «сверху вниз» и «снизу вверх». При методе «сверху вниз» финансовые аналитики вначале делают прогнозы для экономики в целом, затем для отдельных отраслей и после — для конкретных компаний (этот вариант будет использован в дальнейшей работе). Аналитики, использующие метод «снизу вверх», прежде всего оценивают перспективы компаний, затем дают прогноз перспектив для отрасли и после — прогноз для экономики в целом. (William, Gordon, Bailey 2001, 814)

Эффективность фундаментального анализа фондового рынка Балтии (рынка с малой ликвидностью) доказана Ю. Быстровой и Н. Лаце (Bistrova, Lase 2010, 21-36). Авторы исследовали три периода: докризисный, во время кризиса и посткризисный, на основе фундаментальных и рыночных данных компаний, входящих в OMX BBGI. В ходе исследования изучались часто применяемые инвесторами коэффициенты: рентабельность (ROA, ROE), балансовая стабильность (соотношение капитала, чистый долг и operation cash flow), а также рыночные коэффициенты (PE, PB). В работе использовались статистические анализы, корреляция и анализ индексов.

В ходе исследования нашла свое подтверждение гипотеза о том, что балтийские инвесторы начинают всё чаще использовать фундаментальный анализ при оценке инвестиционной привлекательности компаний и их ценных бумаг. Также было установлено что, эффективность фундаментального анализа была заметна в посткризисный период. Авторы рекомендуют продолжать изучать тему актуальности фундаментального анализа на развивающихся рынках, поскольку эффективность такого анализа была доказана. Результаты проведённого анализа могут помочь при выборе ценных бумаг не только частным инвесторам, но и финансовым аналитикам банков и холдинговых компаний.

1. 3. 2. Метод финансовых коэффициентов

Главным занятием аналитиков ценных бумаг, является анализ финансовых отчётов. (Sidney, Roger, Block 2000, 156-157). И хотя это полезный метод, но он не даёт полной и правильной картины для сравнения. (Monea, Mirela 2012, 137)

Для анализа финансовых отчётов лучше всего подходит анализ финансовых коэффициентов, то есть соотношение двух финансовых количественных характеристик.

Анализ финансовых коэффициентов помогает увидеть возможные потенциальные воздействия на компанию и её владельцев (акционеров), стоимость имущества и активов. (Lääts 2004, 27) Информация, содержащаяся в финансовых отчётах компании, служит информационной почвой для фундаментальных аналитиков. Другими словами ряд финансовых коэффициентов можно вычислить из информации, которая содержится в финансовой отчётности. (Monea, Mirela 2012, 137)

Анализ финансовых коэффициентов используют, чтобы ответить на следующие вопросы:

- является ли деятельность прибыльной;
- имеет ли компания достаточно денег на покрытие своих обязательств;
- как эффективно компания использует свои активы;
- имеет ли компания проблемы с собственным и заёмным капиталами.

Для ответов на поставленные вопросы можно выделить четыре основные группы финансовых коэффициентов: (Van Horne 2000)

- коэффициенты ликвидности,
- коэффициенты рентабельности,
- коэффициенты управления задолженностью,
- коэффициент эффективности.

Сразу же следует обратить внимание на одну из проблем, которая связана с финансовыми коэффициентами. Проблема эта состоит в том, что их вычисление в разных компаниях происходит по разным методам, что в свою очередь может создать некое замешательство. (Ross, Westerfield, Jordan, 55)

1. Коэффициент ликвидности

Анализ платёжеспособности компании, чаще всего связывают с понятием ликвидности. Коэффициент ликвидности показывает способность компании погасить краткосрочные обязательства, по мере наступления срока выплат, то есть конвертирование краткосрочных активов в денежные средства для покрытия долгов. (Monea, Mirela 2012, 139)

Главной целью анализа ликвидности является оценка платёжеспособности компании. Это один из самых важных показателей, поскольку банкротство компании определяет её платёжеспособность. (Sharma 2009, 56)

Коэффициент текущей ликвидности (Current ratio – CUR) - это один из самых известных и широко используемых коэффициентов. (Ross, Westerfield, Jordan, 84) Он рассчитывается путём деления общего числа оборотных активов на сумму всех текущих обязательств (Формула 1, приложения 1). Иначе говоря, показатель того, сколько раз текущие обязательства компании охватывают её оборотные активы. (Toth, Cierna, Serences 2013, 84)

2. Коэффициент рентабельности

Коэффициент рентабельности показывает, насколько эффективно используются активы компании, рассчитывается на основе оборота, активов и прибыли. (Van Horne, 2000, 156)

Рентабельность продаж (Profit margin – PM). Этот коэффициент соотносится как чистая прибыль компании на выручку от продаж (Формула 2, приложения 1), и показывает, насколько эффективна деятельность компании после вычета издержек (Van Horne 2000).

Рентабельность активов (Return on assets – ROA). Этот показатель является мерой прибыли на каждый 1€ активов. (Ross, Westerfield, Jordan, 62) (Формула 3, приложения 1) Оценивает, насколько хорошо компания использует свои активы, а для того чтобы узнать это, чистая прибыль делится на активы.

Целесообразность использования показателя рентабельности активов при оценке инвестиционной привлекательности обусловлена тем, что он позволяет оценить эффективность использования всего имущества предприятия (прибыльность суммарных активов). С помощью тех же активов предприятие будет получать доходы и в последующие периоды деятельности. Таким образом, рентабельность активов дает возможность оценить эффективность использования активов и их прибыльность, а следовательно, оказывает влияние на инвестиционную привлекательность предприятия.

А также рентабельность собственного капитала (Return on equity – ROE), показывает, сколько процентов приносит каждый вложенный в компанию 1 евро (Формула 4, приложение 1)

3. Коэффициент управления задолженностью

Степень, в которой фирма использует заемное финансирование или финансовый леверидж, важна с трёх точек зрения:

- при наращивании активов за счёт заемных средств акционеры могут поддерживать управление фирмой без увеличения собственных вложений;
- кредиторы анализируют собственный капитал компании, чтобы определить вероятность невозврата своих ссуд, поэтому, чем больше пропорция общего капитала, предоставленного акционерами, тем ниже риск, с которым сталкиваются кредиторы и тем выше инвестиционная привлекательность компании;
- если фирма получает больше прибыли от инвестиций, финансируемых с помощью заемных средств, чем она выплачивает в виде процентов, то растёт рентабельность собственного капитала. (Brigham, Enrhardt 2009, 126)
- компания может сэкономить на налоге.

Коэффициент задолженности (Debt ratio – DR) – это отношение задолженности к сумме активов и измеряется процент фондов, представляемых кредиторами. (Формула 5, приложения 1). То есть определяет, какая часть активов / имущества финансируется с помощью кредиторов. (Brigham, Enrhardt 2009, 128) Чем выше коэффициент, тем больше левередж и ожидаемая прибыль, а соответственно, и риск. (The importance of a market value, 899). Из этого можно сделать вывод, что больший DR увеличивает риски для кредиторов (то есть банков). Однако для компании большой DR в разумных объёмах (в среднем этот показатель находится на отметке в 50%-60%), может сыграть положительную роль, сэкономив в такой ситуации на налоге (в Эстонии налогом облагается только распределённая прибыль).

4. Коэффициент эффективности

Этот коэффициент позволяет узнать, насколько эффективно фирма управляет своими активами. Данный коэффициент разработан для того, чтобы ответить на вопрос: является ли общее количество каждого типа активов, представленных в балансе, приемлемым, слишком большим или слишком маленьким по отношению к текущим и прогнозируемым продажам. Если компания совершает избыточные вложения в активы, то это сократит ее свободный денежный поток и цену акций. С другой стороны, если у компании недостаточно активов, она будет терять объёмы продаж, что вновь повредит свободному денежному потоку и снизит цену акций.

Следовательно, важно, чтобы в активы были инвестированы верные суммы. (Brigham, Enrhardt 2009, 122)

Коэффициент оборота активов (Assets turnover ratio) (Формула 6, приложения 1), показывает, насколько эффективны использованные активы и во сколько раз годовая выручка превышает стоимость активов. Чем выше этот показатель, тем эффективней компания использует свои активы. (Reinberg 2002, 315) Если же на оборот, то фирма должна рассмотреть причины и (или) увеличить прибыль, либо продать некоторые активы. (Brigham, Enrhardt 2009, 123)

1. 3. 3. Метод коэффициентов рыночной стоимости

Прибыльность на акцию (Earning per share - EPS) - это одна из ключевых характеристик эффективности работы фирмы с позиции ее акционеров. Прибыльность на акцию (EPS) является одним из наиболее распространенных и сложных измерителей производительности, основанных на публичных годовых отчётах компании. (Rashty, 2012, 26) Рассчитывается соотношением чистой прибыли, доступной к распределению среди держателей обыкновенных акций, к средневзвешенному числу этих акций. Полученный показатель определяет уровень развития и перспективы компании. (Silviana, Rocky 2013, 121) (Формула 7, приложения 1)

Именно этот показатель в значительной степени влияет на рыночную цену акций, поскольку он рассчитан на владельцев обыкновенных акций. Рост этого показателя (или по крайней мере отсутствие негативной тенденции) способствует увеличению операций с ценными бумагами данной компании, повышению ее инвестиционной привлекательности и повышению цены. (Быстрова 2007, 114)

Этот показатель важен для инвестора, который планирует вложить свой капитал на более длительный срок, в надежде получить дивиденды и заработать на росте цены акции. (Rashty 2012, 27)

Коэффициент котировки акции (Price/Earnings Ratio - P/E) представляет собой один из наиболее известных рыночных индикаторов и рассчитывается путем деления текущей рыночной цены акции (обыкновенной) на прибыль на акцию. (Формула 8, приложения 1)

Коэффициент P/E служит индикатором спроса на акции данной компании, поскольку показывает, как много согласны платить инвесторы в данный момент за 1€

прибыли на акцию. Относительно высокий рост этого показателя указывает на то, что инвесторы ожидают более быстрого роста прибыли данной фирмы по сравнению с другими. Для компаний, имеющих относительно высокое значение коэффициента устойчивости экономического роста, характерно, как правило, и высокое значение показателя P/E. (Brigham, Enrhardt 2009, 134)

Коэффициент P/S позволяет узнать, во сколько раз рыночная стоимость компании больше её годовой выручки; рассчитывается путём деления цены и количества акций на выручку. На данный коэффициент, часто смотрят инвесторы при анализе вложения капитала на более долгий срок. Чем меньше P/S тем более привлекательна компания для инвестора; также удобен для сравнения компаний одной отрасли. (Brigham, Enrhardt 2009, 136)

Дивидендная доходность акции (Dividend Yield, DY) показывает, какую часть от прибыли выплатят в качестве дивидендов, а какую часть оставят нераспределённой прибылью, на реинвестицию компании. Акционеры, которые рассчитывают только на получение прибыли от дивидендов, заинтересованы в вычислении данного показателя. То есть это не особо нужный показатель для инвестора, который ждёт только прибыль от цены на акцию. (Формула 10, приложения 1) (Jecheche 2009, 5)

Значение размера дивидендов = Дивиденды на акцию/цена акции. Данный коэффициент показывает прибыльность инвестиций и даёт инвестору возможность сравнить компании между собой по ценам дивидендов. (Jecheche 2009, 6)

Коэффициент EV/SALES - это оценочная мера, которая сравнивает стоимость компании с её годовыми доходами от продаж. Данный показатель даёт инвесторам представление о том, сколько стоят доходы от продаж компании. Он является более точным по сравнению с коэффициентом P/S, и даёт больше информации о состоянии компании, поскольку рыночная капитализация не учитывается в сумме долга компании. Чем ниже показатель EV/SALES, тем более привлекательной и более недооценённой компания является.

Данный коэффициент может быть также и отрицательным, в случае если наличные средства на банковском счёте превышают сумму рыночной капитализации и структуру долгов. Одним словом, это означает, что компания может себя выкупить за наличные средства (такая ситуация возможна с компаниями в IT секторе). Также высокий показатель EV/SALE не всегда может иметь отрицательное значение,

поскольку при нормально развивающейся деятельности компании оборот может увеличиться, тем самым увеличивая данный коэффициент и укрепляя его на высокой позиции.

EV/EBITDA также является одним из часто применяемых коэффициентов при анализе инвестиционной привлекательности компании, (при сравнении компаний одной отрасли). Данный коэффициент рассчитывается как отношение рыночной стоимости компании к прибыли до начисления амортизации, выплаты процентов и налогов. Рассматриваемый показатель используется для оценки стоимости компании. EV/EBITDA смотрит на компанию с точки зрения потенциального покупателя (поглощающая компания), потому что содержит в расчетах долг – что другие показатели, такие как P/E, не включают. Кроме того, этот показатель не подвержен влиянию при изменении структуры капитала компании, в отличие опять-таки от показателя P/E. Также EV/EBITDA не учитывает величину амортизации (безденежной статьи). А для инвесторов, в конечном счете, важны денежные потоки. (Митрофанов 2011, 2)

Этот коэффициент определяет недооценённость компаний на рынке и даёт оценку инвестиционной привлекательности компании.

1. 3. 3. Риски и CAPM

Коэффициент бета (β) – отношение специфического риска акций конкретной компании к общему риску фондового рынка страны. Поскольку мерой риска акции традиционно считается изменчивость (volatility) ее рыночной цены, то коэффициент β показывает отношение изменчивости цены акции компании к изменчивости рынка в целом (Формула 12, приложения 1). Акция, цена которой колеблется в унисон с рынком, будет иметь коэффициент β , равный 1. (Khaetfelder, Lozovskaya, Khanush 2004, 64)

Для акций коэффициент β будет больше 1, если их курсы будут менее устойчивы, чем рынок в целом, и, напротив, в случае стабильности при изменении рынка коэффициент будет меньше 1.

Инвесторы агрессивного типа предпочитают вкладывать в акции компаний с большим значением коэффициента β , в то время как так называемые консерваторы,

предпочитающие более стабильный, но низкий доход, выберут акции компаний с наименьшим его значением. (Khaetfelder, Lozovskaya, Khanush 2004, 64)

Коэффициент Шарпа - измерение производительности портфеля (отдельного актива) - является неотъемлемой частью инвестиционного анализа. Инвестиции часто оценивают на основе их риска и прибыльности. Для выявления рисков (волатильности) существует множество показателей, и коэффициент Шарпа является одним из самых знаменитых и часто используемых при анализе инвестиционной привлекательности.

Коэффициент Шарпа используется инвесторами для определения того, насколько хорошо доходность актива компенсирует принимаемый инвестором риск. Если рассматривать одинаковые ценные бумаги (активы), с одинаковой доходностью, то вложение в ценные бумаги с более высоким коэффициентом Шарпа, будет менее рискованным. (Rekkas, Wong, Liu 2012, 2)

Одним словом коэффициент Шарпа позволяет оценить избыточную прибыль ценных бумаг по отношению к волатильности. Коэффициент Шарпа рассчитывается путём деления доходности портфеля минус бездисковая ставка, на стандартное отклонение доходности портфеля (Формула 11, приложения 1). (Grable, Chatterjee 2014, 12)

Рассмотрим два аспекта:

1. Во-первых, мерой риска (волатильности) является стандартное отклонение, что подразумевает оценку общего риска, а не систематического.
2. Во-вторых, коэффициент Шарпа показывает уровень доходности на принятый инвестором риск (Scholz, Wilkens 2005)

После расчёта коэффициента β и коэффициента Шарпа, можно построить модель CAPM, которая прогнозирует доходность портфеля (или отдельной акции). Модель CAPM так же была разработана Шарпом и Линтнерсом. Эта модель предполагает мощный прогноз того, как измерить финансовый риск и соотношение между ожидаемой доходностью и риском. Модель CAPM основана на двух предположениях.

- Во-первых, все инвесторы имеют одинаковое представление о доходности, риске и корреляции каждого актива.
- Во-вторых инвесторы обычно ведут себя рационально и склонны к риску

Также модель предполагает, что вся информация одинаково доступна для всех инвесторов (на рынке NASDAQ OMXT информация котировок в свободном доступе).

Согласно модели CAPM, ожидаемая доходность акции равна безрисковой ставке (безрисковая ставка взята автором за доходность срочного сберегательного вклада банка), плюс коэффициент β портфеля, умноженное на ожидаемый рост рынка, минус безрисковая ставка (Формула: приложения 1.13). (Luo, Wu 2013, 20)

1.4. Методика

Настоящее исследование проведено на основе фундаментального анализа, а именно — с использованием методов финансовых и рыночных коэффициентов выявления рисков для определения инвестиционной привлекательности, а также на основе информации из годовых отчётов компаний Nordecon AS и Merko Ehitus AS, акции которых котируются на Таллиннской фондовой бирже NASDAQ OMXT. Исследование охватывает посткризисный период, начиная с 2009 года и заканчивая 2013 годом.

Для получения результатов автором был проведен анализ, состоящий из трёх этапов: короткий анализ экономики Эстонии, затем анализ состояния отрасли и завершающий этап — анализ компаний. Чтобы определить лучшую инвестиционную привлекательность компаний, автором были выбраны следующие финансовые коэффициенты: коэффициент ликвидности (CUR), коэффициент рентабельности (PM, ROA, ROE), коэффициент управления задолженностью (DR) и коэффициент эффективности (ITR, ATR), а также коэффициенты рыночной стоимости: EPS, P/E, P/B, DY, EV/SALES, EV/EBITDA.

Кроме того, проведено сравнение полученных результатов по двум компаниям с компаниями, участвующими на Скандинавском фондовом рынке NASDAQ OMX NORDIC.

Исследование является эмпирическим и опирается на опыт инвесторов, таких как Уорен Баффет и Бенджамин Грэм, которые при создании своего портфеля ценных бумаг и рассмотрении инвестиционной привлекательности компаний использовали именно фундаментальный анализ. Также для получения результатов были проведены

статистический анализ коэффициентов, регрессионный анализ и проверка на автокорреляцию Дурбина Уотсона.

Для общего вывода автор большее внимание обращал на коэффициенты ROE; DR; P/E; P/B; P/S и на выплату дивидендов (поскольку анализ этих коэффициентов применял, для составления своего портфеля, Уорен Баффет). Эффективность использования, для выводов, этих коэффициентов доказывается статьёй (Bistrova, Lase, 2010, 21-36), где был проведён анализ, на Балтийском фондовом рынке OMXBVG1, влияния данных коэффициентов на цену акции.

Кроме того, на основе финансовых коэффициентов и коэффициентов рыночной стоимости компании были рассчитаны и другие коэффициенты, необходимые для сравнения предприятий и получения более подробной картины для выявления недооценённости и инвестиционной привлекательности.

2. ХАРАКТЕРИСТИКА КОМПАНИЙ И ОТРАСЛИ

2.1. Макроэкономический анализ состояния экономики Эстонии

Экономика Эстонии в 2013 году выросла на 0,8 %. Это показывает, что экономика резко замедлила свой рост в сравнении с 2011 годом, когда рост составил 9,6 %; в 2012 году рост составил 3,9 %. По прогнозу, с 2014 года ожидается повышение роста экономики на 1,8 %, а в 2015 году этот показатель достигнет 3 %. Однако данные 1 квартала 2014 года показали неожиданный для инвесторов спад в экономике роста ВВП Эстонии. Рост экономики Европейского союза позволяет Эстонии увеличить объём экспорта, как это можно заметить и в таблице 1 (начиная с 2010 года — значительный прирост объёма экспорта). Но после удачного 2012 года, в 2013 году снизились обороты, хотя показатели остаются примерно на том же уровне. Это произошло из-за ослабления экономики России, а также ослабление экономики Финляндии, поскольку данные страны являются крупнейшими партнерами Эстонии.

Таблица 1. Макроэкономические показатели Эстонии

Индикаторы	2009	2010	2011	2012	2013
ВВП	13969,72	14371,13	16216,40	17415,13	18434,73
Индекс потребительских цен	-0,10	3,00	5,00	3,90	2,80
Индекс промышленного производства	-0,50	3,30	4,40	2,30	4,10
Экспорт (млн EUR)	6486,93	8743,00	12003,36	12520,51	12274,61
Импорт (млн EUR)	7269,93	9268,27	12726,81	13877,94	13648,64
Реальная заработная плата	781,00	788,25	830,75	879,50	948,00

Источник: Департамент статистики Эстонии (Stat)

Инфляция в 2013 году составила 2,9 %, продолжая снижение после пикового значения в 2011 году, когда инфляция составила 5 %.

Как с замедлением темпов роста занятость, реальный экономический рост ускоряется, также повышается производительность труда, поддерживая в свою очередь, увеличение прибылей компаний. (Swedbank 2014)

2.2. Характеристика строительной отрасли Эстонии

На решение инвестора при инвестиционном анализе и выборе акции, как отдельного региона, так и предприятия, влияют отраслевые факторы: уровень конкуренции в отрасли, ее текущее развитие и перспективы.

Развитие отрасли характеризуется показателями темпов роста объемов производства, темпов роста цен на факторы производства, финансового состояния отрасли, наличием необходимых материально-технических и трудовых ресурсов.

Темпы роста в строительстве хорошо отражает показатель индекса строительных объемов. Индекс строительных объемов – это относительный показатель роста объемов выполненных работ в строительстве, который исключает влияние изменения уровня цен на стоимость выполненных работ. Иными словами, индекс строительных объемов показывает стоимость выполненных работ в базовых ценах, что позволяет судить о реальном росте или спаде в отрасли за определенный период времени.

В таблице 2 представлены индексы строительных объемов работ, выполненных в Эстонии в периоде с 2008 по 2013 годы.

Таблица 2. Изменения индексов строительных объемов в период 2008-2013 годов (предыдущий период = 100%)

Квартал	2008	2009	2010	2011	2012	2013
I-IV	84,1	69,0	86,6	126,2	119,2	102,4
I	70,0	59,9	53,3	72,9	67,3	64,7
II	131,3	137,3	176,9	150,0	152,9	151,3
III	98,9	98,3	119,8	139,8	122,3	122,7
IV	85,5	89,1	83,5	91,2	87,2	79,8

Источник: Stat.ee Ehitismahuindeks, Uuendatud: 28. veebruar 2014 (Stat)

Данные показывают значительное падение объемов строительства в 2008–2010 годах, но заметное оживление в отрасли «строительство» в 2011 году. Данные четырех кварталов 2012 года показывают, что рост продолжился, но более низкими темпами. Примерно такая же ситуация наблюдается и в первых трех кварталах 2013 года, затем снижение объема в четвертом (что и портит общую картину за все четыре квартала 2013 года).

Представленные данные в целом говорят о возможном росте инвестиционной привлекательности в отрасли и о росте цен на акции строительных фирм.

Оживить строительную сферу может рост цен. Однако, как показывает практика, рост строительных цен в начальный период приводит к росту затрат на факторы производства, удорожанию себестоимости и снижению прибыли предприятий. И лишь дальнейший рост цен, который будет воспринят как необходимость не только исполнителями строительных работ, но и заказчиками строительной продукции, оживит строительный рынок. Увеличение цен на готовую строительную продукцию даст возможность привлечь в строительство более квалифицированную рабочую силу, совершенствовать управление реализацией строительных проектов, повысить качество проектных решений и выполненных работ, снизить риски несвоевременного завершения проектов, что обеспечит стабильный рост акций компании без резких падений.

Таблица 3. Изменения индексов строительных цен в период 2008-2013 годов
(предыдущий период = 100%)

Ресурсы	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Всего	3,4	-8,5	-2,8	3,1	4,6	5,2
Труд	4,1	-15,9	-5,8	7,6	6,3	13,4
Строительные машины	5,5	-3,8	-0,6	2	7,2	4,7
Строительные материалы	3	-5,5	-1,7	1,5	3,7	1,2

Источник: Stat.ee Ehitushinnaindeksi muutus võrreldes eelmise aastaga, Uuendatud: 20. jaanuar 2014 (Stat)

После продолжительного и очень глубокого падения строительные цены вновь начали расти. Такой ускоренный рост, говорит о повышении спроса на строительные услуги и постепенном восстановлении потенциала строительной отрасли.

О постепенном восстановлении строительной сферы свидетельствуют и изменения доходов от продаж в строительстве. Данные официальной статистики доходов от продаж в строительстве в период с 2008 по 2012 годы позволили построить график доходов от продаж в строительном секторе.

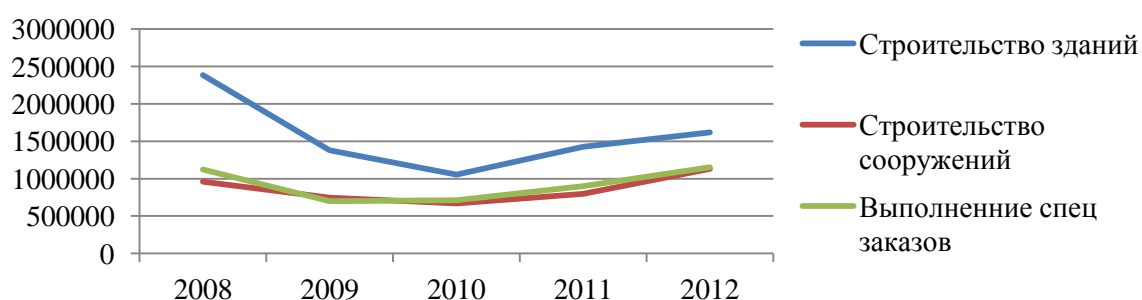


Рисунок 1. Доход от продаж строительного сектора, по виду деятельности (тыщ. EUR)

Источник: Приложение 5 таблица 15

График показывает изменение в течение этого периода выручки по различным видам сооружаемых компаниями строений, зданий, специальных видов работ. В 2010 году падение выручки в отрасли затормозилось и, оттолкнувшись в 2011 году, начала свой рост (рост также продолжился и в 2013 году). Особенно это заметно по строительству зданий. Наблюдается тенденция роста заказов и цен на строительные работы, как и на приток новых инвестиций в отрасль, что увеличивает занятость и прибыльность компаний.

В целом в период с 2007 по 2010 годы строительный рынок испытал значительный спад, что особенно сказалось на малых и средних предприятиях. Эти предприятия представляют собой опору крупных строительных компаний в выполнении подрядных работ, поэтому ухудшение экономического положения потенциальных субподрядчиков усиливает риски невыполнения или ненадлежащего выполнения важных строительных контрактов, ослабляя потенциал крупных компаний и тем самым их выручку и цену на акцию.

Таблица 4. Число предприятий строительного сектора по числу работников, в период с 2008 по 2012 годов

Работников	2008	2009	2010	2011	2012
1 до 9	6931	6867	6691	7109	7541
10 до 19	776	579	427	461	507
20 до 49	441	329	229	224	238
50 до 99	121	106	75	71	60
100 до 249	39	21	16	14	19
250 и более	9	9	8	10	10

Источник: Департамент статистики Эстонии (Stat)

Строительный рынок Эстонии разделён на крупные и малые компании. Как видно из таблицы 4, крупные предприятия, в которых работает более 50 человек, составляет всего 1,06% от числа всех предприятий отрасли. Также по данной таблице можно заметить сокращение числа строительных фирм средних и малых размеров, что вызвано очень сильным спадом на строительном рынке в 2008–2009 годы. Из общего числа компаний, всего лишь у трёх предприятий акции котируются на бирже. Это Nordecon AS, Merko Ehitus AS и Arco Vara. Поскольку Arco Vara является концерном и лишь имеет дочернее предприятие по строительству, работа этой компании анализироваться не будет.

Экономика Эстонии в настоящее время имеет серьёзные проблемы из-за экономического спада, и поэтому развитие в таких условиях могут показать в основном более крупные компании, которые имеют достаточное количество запасов денег, материальных и нематериальных ресурсов.

Прогнозы строительного сектора и подведение итогов 2013 года: (Swedbank 2014)

- 2013 год удивил своим наращиванием потенциала и превзошел планируемый 15-процентный годовой рост;
- по итогам 2013 года улучшились результаты строительства. По прогнозам: в 2014 году ожидается сокращение строительства, в 2015 году — большой толчок роста;
- 2014–2016 годы — сократится финансирование строительства со стороны Европейского союза;

- 2014–2015 годы — сократится количество проектов по строительству дорог из-за отсутствия больших проектов, и большое внимание будет обращено на ремонт дорог;
- не ожидается большого ценового давления;
- рынок движется в направлении консолидации.

Большие проекты на 2014 год:

- Два больших супермаркета в Таллинне (Ülemiste и Moekombinaa)
- VKG завод
- LNG терминал
- Квартирные дома (70000 м² жилой площади)
- Rail Baltica
- Коммерческие постройки 250000 м² (Swedbank, 2014)

2.3. Биржевые строительные компании Эстонии

2.3.1. MERKO EHITUS AS

Строительная компания Merko Ehitus AS, основанная в Эстонии в начале 1990 года, осуществляет деятельность во всех странах Балтии: Эстонии, Латвии и Литве.

Торговля акциями компании ведется на таллиннском рынке ценных бумаг с 1997 года. На данный момент в свободном обороте находится 17 700 000 акций (самым крупным акционером является AS Riverito, в портфеле которого 12 742 686 акций)

Главными направлениями деятельности концерна являются оказание услуг по строительству зданий, сооружений и дорог, а также развитие недвижимости и продажа квартир. За основные сегменты получения дохода концерном за 4 квартала в 2013 году.

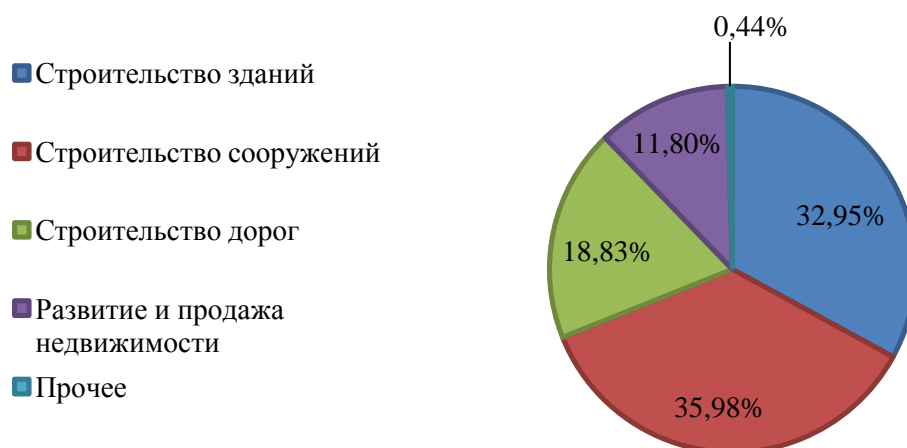


Рисунок 2. Структура дохода от продаж за 2013 год Merko Ehitus AS

Источник: Приложения 4 таблицы 14

Рисунок 2 показывает, что преимущественно доход концерна образуется от продажи строительных услуг, в общем размере 86564 тысяч евро (общий доход концерна за четыре квартала составил 262719 тысяч евро, что является самым большим доходом за последние годы). Так же в таблице 14 (приложение 4) можно увидеть, что начиная с 2011 года доходы компании, практически по всем сегментам возрастали (за исключением строительства сооружений, но данный спад компенсирован ростом других сегментов).

Концерн Merko Ehitus AS находится на трёх географических рынках: Эстонии, Латвии и Литвы (раньше охватывало ещё и Украину). Большая часть деятельности происходит на рынке Эстонии.

В 2013 году Merko Ehitus AS получил доходов от продаж в размере 262,7 миллионов евро, что на 5,5 % больше, чем за тот же период 2012 года (тогда концерн получил 249,1 миллионов евро).

Кроме инвесторов, готовых вкладывать деньги в реализацию конкретных объектов, по мере восстановления объемов работ и расширения масштабов деятельности, начиная с 2011 года, концерн стал привлекателен для источников заёмных финансовых средств банков и других кредитных учреждений. Это позволит при расширении деятельности добиваться более льготных условий привлечения заемных средств, экономить собственные источники финансов и сокращать финансовые расходы.

С учетом слабой перспективы роста на рынке строительства и недвижимости в странах Прибалтики в ближайшие годы, низкого общего уровня процентных ставок и

высокой базы собственного капитала предприятия, стратегия и финансовые цели направлены на улучшение доходности инвестированного капитала и изменение структуры баланса с целью его большей эффективности. Долгосрочные финансовые цели АО Merko Ehitus охватывают период до 2018 года, и их пересматривают ежегодно, исходя из рыночной ситуации, финансового положения и стратегии предприятия.

- Средняя доходность собственного капитала за период - минимум 10%
- Ставка дивидендов - 50-70% от годовой прибыли
- Доля собственного капитала в общем объеме активов - не менее 40%
- Занимает высшее место на строительном рынке Балтии

2.3.2. NORDECON AS

Строительная компания Nordecon AS основана в Эстонии в 1989 году. Концерн вырос главным образом за счёт расширения групп дочерних компаний, с помощью которых происходила диверсификация услуг, и сейчас концерн является одним из самых больших на строительном рынке Эстонии.

Торговля акциями на Таллиннской фондовой бирже ведётся с 18 мая 2006 года. На данный момент в свободном обороте находится 30 756 728 акций (самым крупным акционером является AS Nordic Contractors, в портфеле которого 16 507 464 акции).

Главным направлением деятельности концерна является: строительство зданий, сооружений; специализированные строительные работы; инженерное строительство.

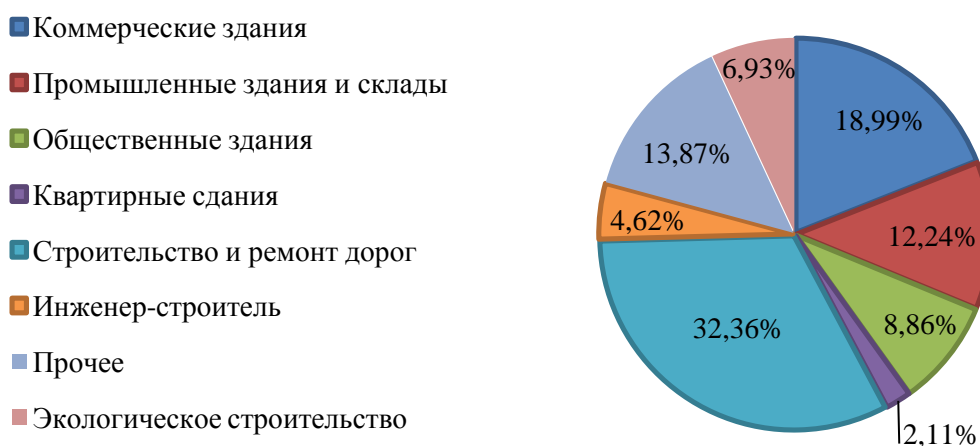


Рисунок 3. Структура доход от продаж за 2013 год Nordecon AS

Источник: Приложения 4 таблицы 13

На графике хорошо видно, что преимущественно доход концерна образуется от строительства и ремонта дорог, в общем размере 55 188 тысяч евро (общий доход концерна за 2013 год составляет 170 527 тысяч евро, что является самым крупным показателем за последние годы). Также в таблице 13 (приложение 4) можно увидеть, что доход вырос практически по всем показателям с 2012 года, за исключением дохода от строительства промышленных зданий и общественных зданий, но это не мешает тенденции роста общих доходов концерна.

Nordecon AS ведёт свою деятельность на рынках Эстонии, Финляндии, Украины и Белоруссии, но 98 % от всего дохода образуется на Эстонском рынке. Концерн в 2013 году заработал 341954 тысяч евро, что на 9,52% больше, чем за тот же период 2012 года (тогда концерн получил 312212 тысяч евро).

Основные цели стратегического плана деятельности на 2010-2014:

- Мы будем готовы активизироваться в качестве главного подрядчика на зарубежных рынках, как только ситуация на строительном рынке достаточно изменится в лучшую сторону
- Вхождение работ в качестве подрядчика на финский рынок бетонных работ через дочерние предприятия, обеспечивая дальнейшее развитие данной области
- быстрое и гибкое реагирование на изменения рынка, а также успешное вхождение в следующий период экономического роста.

Таким образом, ведущим мотивом стратегического плана деятельности на 2010–2014 годы является гибкое и быстрое реагирование на изменения рынка и успешное вхождение в следующий этап экономического роста.

3. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ И АНАЛИЗ ПРЕДПРИЯТИЙ

Если сравнивать компании Nordecon AS и Merko Ehitus AS, то следует отметить, что обе компании работают только с крупными заказами / проектами (фактически эти две компании одни из немногих, кто может потянуть крупные проекты правительственных и частных заказов). Несмотря на то, что сферы деятельности этих компаний пересекаются, это не мешает им развиваться, поскольку общих рынков нет, за исключением Эстонии. Если рассматривать внешние рынки двух компаний, то их интересы не расходятся, так как Nordecon AS работает на рынках Эстонии, Финляндии, Украины и Белоруссии, а Merko Ehitus AS на рынках Эстонии, Латвии и Литвы. Однако на сегодняшний день Merko Ehitus AS остаётся крупнейшей компанией строительной отрасли Эстонии.

3.1. Фундаментальный анализ

В данной главе будут представлены результаты, полученные в ходе исследования фирм и проведённого анализа.

3.1.1. Метод финансовых коэффициентов

С помощью метода финансовых показателей, автор провел анализ деятельности компаний Merko Ehitus AS и Nordecon AS, используя балансы компаний и средние показатели на рынке строительства за 2010–2013 годы (Результаты анализа Приложение 4).

1. Коэффициент ликвидности

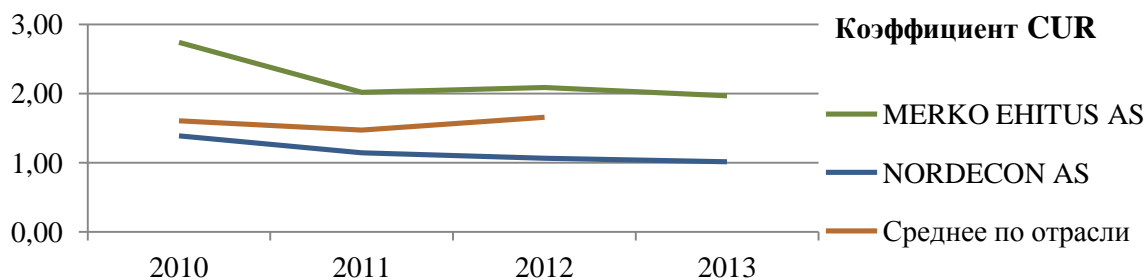


График 4. Коэффициент ликвидности Merko Ehitus AS, Nordecon AS и средних

Источник: Приложения 4 таблицы 11 и 12

Для оценки ликвидности был выбран коэффициент текущей ликвидности (CUR). Ликвидность показывает способность компании погасить свои краткосрочные обязательства, чем больше значение коэффициента, тем больше уверенность в оплате обязательств. Если посмотреть на график текущей ликвидности, то можно заметить, что на протяжении всего анализируемого периода коэффициент ликвидности не опускался ниже 1, это значит, что как Merko Ehitus AS, так и Nordecon AS способны погасить свои краткосрочные обязательства. Сравнивая фирмы между собой, можно заметить, что Merko Ehitus AS имеет больший коэффициент в отличие от Nordecon AS (компания имела критическое положение в 2012 году с коэффициентом 1,07 и в 2013 году коэффициент 1,02) и средних показателей в отрасли. Также можно заметить слишком высокий коэффициент ликвидности Merko Ehitus AS в 2010 году, когда показатель был на отметке 2,74, что говорит о большом количестве ликвидных активов (наличных денег).

2. Коэффициент рентабельности

В данном разделе сравниваются показатели рентабельности продаж — РМ, активов — ROA и капитала — ROE, поскольку акционер вкладывает свои средства с целью получения прибыли от своих инвестиций. Коэффициент рентабельности показывает, сколько процентов прибыли он получит от каждого вложенного 1€. С помощью тех же активов предприятие будет получать доходы и в последующие периоды деятельности. Если обратить внимание на графики 8, 9 и 10 (Приложение 5) то можно увидеть что, все фирмы, подвергшиеся анализу, имеют спад в 2011 году по данным показателям. Это может быть объяснено тем, что после экономического кризиса, который заметно затронул строительную отрасль, заказов у компании стало

меньше, а активы и оборудование осталось в том же количестве. Также это доказывает средний показатель по отрасли, поскольку на эстонском рынке львиную долю занимают карликовые компании, с малым объёмом активов и с небольшим объёмом заказов. Поэтому средний показатель по рынку имеет положительную тенденцию. Но можно заметить рост коэффициента в 2012 году, который так же продолжается и в 2013 году. При сравнении показателей двух фирм большого отличия в показателях не наблюдается, за исключением 2011 года, когда компания Merko Ehitus AS имела отрицательный показатель прибыли.

3. Коэффициент управления задолженностью

Для анализа данного раздела используется коэффициент задолженности- DR, который показывает, какая часть активов финансируется из внешних источников (кредитов). В разумных объёмах финансирование может служить в качестве экономии налогов (в Эстонии нет налога на прибыль). Если оценивать полученные показатели графика 5, то можно увидеть что Nordecon AS на протяжении всего анализируемого периода имеет больший коэффициент задолженности, чем Merko Ehitus AS. При средней норме задолженности в 50–60 % (для крупных компаний) у Nordecon AS по всем анализируемым периодам процент задолженности больше (в такой ситуации получить большую прибыль возможно, но с большим риском). Также можно заметить примерно стабильный тренд показателя у двух анализируемых компаний.

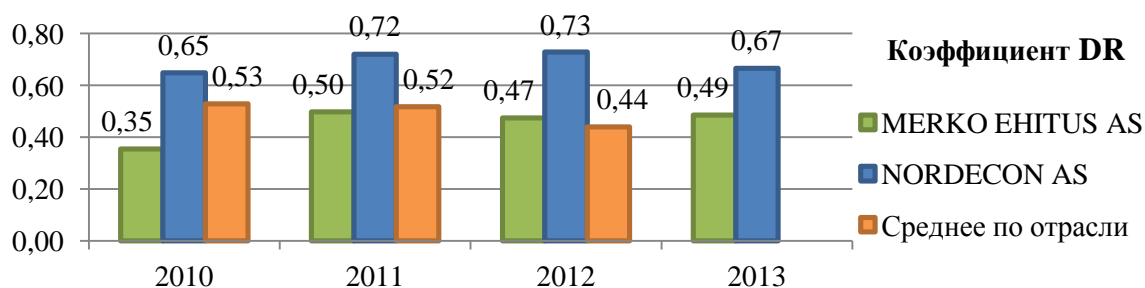


График 5. Коэффициента задолженности Merko Ehitus AS, Nordecon AS и средних
 Источник: Приложения 4 таблицы 11 и 12

4. Коэффициент эффективности

Данный коэффициент определяет, насколько эффективно компания управляет своими активами. Чем выше значение, тем эффективней компания использует свои активы, и тем более прибыльным является производство. График коэффициента оборота активов показывает, что обе фирмы имеют примерно одинаковую тенденцию на среднем уровне 1,2. Это показывает, что компании разумно и в нужных объёмах используют свои активы, которые окупаются годовой доходностью компаний. Также можно сравнить со средним показателем отрасли, который находится на уровне 1,25. Положительный рост EPS даёт толчок для роста цены акции. Результаты 2013 года показывают продолжение роста эффективности компании Nordecon AS (также продолжает свой рост эффективности и средний коэффициент по компаниям) и тот же уровень у компании Nordecon AS.

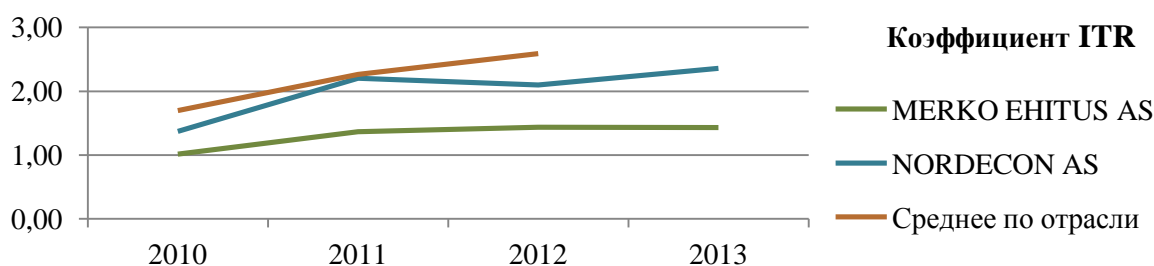


График 6. Коэффициент эффективности Merko Ehitus AS, Nordecon AS и средних

Источник: Приложения 4 таблицы 11 и 12

3.1.2. Метод оценки рыночных коэффициентов

Для данной главы автор провел анализ деятельности компании с помощью метода оценки рыночных коэффициентов, для чего были использованы балансы Merko Ehitus AS и Nordecon AS, а также цены на акцию и размер дивидендов, выплачиваемых компанией, за период с 2010 по 2013 годы (результаты анализа приложение 2).

Если обратиться к графику прибыли на акцию — EPS, то можно увидеть положительный рост в обеих компаниях после падения в 2009 году. Поскольку обе компании за последние годы имеют положительную тенденцию, можно сделать вывод, что компании показывают развитие своего бизнеса и имеют перспективы на будущее. Сравнивая Merko Ehitus AS и Nordecon AS, можно увидеть, что у Merko Ehitus AS показатель EPS больше, но также можно заметить, что компания имеет большие колебания как с резким ростом, так и с резким падением (в 2012–2013 году рост

сгладился, но продолжается стабильный рост вверх), тогда как у Nordecon AS идёт стабильный, но не такой быстрый рост.

Сравнивая рыночные показатели P/E, EV/SALES и P/B, можно заметить, что компании находятся на одинаковом уровне. Если смотреть на таблицу коэффициента P/E, можно увидеть, что после 2011 года у двух компаний практически одинаковые результаты, которые показывают средний спрос на акции (после огромного взлёта и падения коэффициента P/E компании Merko Ehitus AS).

Такие же, примерно одинаковые результаты двух компаний показывает и коэффициент P/B. Компании крутятся вокруг коэффициента 1, это обозначает, что они нуждаются в новых инвестициях и вложениях.

Одинаковую тенденцию, только на разных уровнях, можно наблюдать, анализируя коэффициент EV/SALES. Данный коэффициент показывает, во сколько раз рыночная стоимость компании больше её годовой выручки. Считается, что чем ниже данный коэффициент компании, тем более недооценённой компания является и тем выше её инвестиционная привлекательность. Такой низкий показатель (что для инвестора является положительным результатом) является следствием низкого уровня цены акций обеих компаний, что говорит о явном запасе в цене и прогнозируемом росте, что у компании Nordecon AS, что и у компании Merko Ehitus AS.

Сравнивать дивидендную политику компаний не было смысла вплоть до 2014 года, поскольку компания Nordecon AS впервые за многие годы решила выплатить своим акционерам дивиденды в размере 0,03 на акцию (за прибыль 2013 года). Между тем компания Merko Ehitus AS выплачивала дивиденды на протяжении всего анализируемого периода (за исключением 2011 года, когда у компании возникли проблемы с прибылью). Анализируя 2014 год (когда обе компании выплачивали своим акционерам дивиденды), можно заметить, что большую дивидендную доходность акций показала компания Merko Ehitus AS с коэффициентом 0,69, в то время как у компании Nordecon AS тот же коэффициент находится на уровне 0,2, что в свою очередь почти в 3,5 раза меньше. По данным показателям Merko Ehitus AS имеет большую инвестиционную привлекательность для инвесторов (даже несмотря на то, что выплачивала дивиденды практически на протяжении всех лет), поскольку дивиденды (в разумных количествах) являются очень важным показателем для привлечения долгосрочных инвесторов.

EV/EBITDA начиная с 2011 года мы видим стабильный тренд коэффициента, по сравнению с предыдущими кризисными годами, когда EBITDA была отрицательной.

3.1.3. Биржевые цены и индексы компаний

Ниже представлен график индексов фондового рынка OMXT и акций Nordecon AS и Merko Ehitus AS. После спада, который произошел в строительном секторе в 2008–2009 годах, для того чтобы понять тенденцию индексов доходности, автор взял котировки акций компаний за период с 1 января 2009 года по 30 декабря 2013 года. Из графика видно, что, начиная с 2009 года, индексы всех показателей имеют положительную тенденцию (как акции, так и общий рынок находятся в зелёной зоне роста).



Index/Equity	01.01.2009	30.12.2013	+/-%
— OMX Tallinn	274.83	817.72	197.54 ↑
— MRK1T	2.80 EUR	7.20 EUR	157.14 ↑
— NCN1T	1.02 EUR	1.05 EUR	2.94 ↑

График 7. Индексы Nordecon AS, Merko AS и OMXT

Источник: Nasdaq OMX (NASDAQ)

Как видим, на графике четко прослеживаются схожие тенденции роста и падения акций компании MERKO EHOTUS AS и фондового рынка OMXT. Это говорит о том, что цена акции имеет зависимость от тенденции общего индекса цен (подробнее об отклонениях говорится в следующем параграфе).

Также можно говорить о примерно одинаковой тенденции начиная с 2011 года у акций компании Nordecon AS, доходность которой составила за четыре года 2,94 %, что является очень слабым показателем. Для сравнения: у акций компании Merko Ehitus AS доходность за тот же период составила 157,14 % (прирост цены составляет ежегодно 31,43 %, что удовлетворяет ожидание и доходность акционеров).

3.1.3. Риски и CAPM

Заключительным этапом фундаментального анализа в рамках настоящей работы является определение рисков и выявление примерной / ожидаемой доходности акции. Для определения рисков автор воспользовался коэффициентом β и коэффициентом Шарпа, а для выявления будущей доходности использовал модель CAPM.

Рассчитав коэффициент β сначала по отношению к фондовому рынку OMXT, а затем к общему Балтийскому рынку OMXTBVGI (котировки взяты за месяц и квартал в периоде с 2009 по 2013 годы), можно заметить, что все рассчитанные коэффициенты больше 1.

Таблица 5. Результаты коэффициента бета компаний

	Показатель	Merko Ehitus AS	Nordecon AS
Месячные котировки	β сравнвая с OMXT	1,1151	1,3595
	β сравнвая с BVGI	1,4161	1,7026
Квартальные котировки	β сравнвая с OMXT	1,2305	1,1376
	β сравнвая с BVGI	1,3617	1,3169

Источник: рассчитано автором, на основе квартальных и месячных котировок в периоде с 2009-2013 года.

Это означает, что данные акции являются менее устойчивыми к рынку и более рискованными, чем акции с коэффициентом ниже 1, поскольку при падении рынка цена акции падает быстрее, а при росте рынка цена акции растёт быстрее, чем рынок.

Из таблицы 5 видно, что цена акции Merko Ehitus AS больше зависит от цены рынка и следует тенденции роста и падения, схожей с тенденцией рынка, тогда как акции Nordecon AS являются более рискованными и сложными для прогноза с большими колебаниями от рынка.

Таблица 6. Результаты коэффициента Шарпа компаний

	Показатель	Merko Ehitus AS	Nordecon AS
Месячные котировки	Коэффициент Шарпа	0,1715	0,0607
Квартальные котировки	Коэффициент Шарпа	0,2788	0,0965

Источник: рассчитано автором, на основе квартальных и месячных котировок в периоде с 2009-2013 года.

Рассчитав коэффициент Шарпа, можно увидеть абсолютное превосходство компании Merko Ehitus AS, то есть инвестирование в акции данной компании дадут больше дополнительной доходности на единицу риска. Оба рассчитанные коэффициента Шарпа компаний, как по квартальным данным, так и по месячным являются положительными. Это говорит о том, что, выбирая между безрисковой доходностью и инвестированием в акции анализируемых компаний, инвестирование в акции, прирост на каждую единицу риска рыночную премию, что и является мотивацией для инвестора

Оценка прогнозируемого дохода модели CAPM произведена автором с применением регрессионного анализа месячных котировок и квартальных акций за 2009–2013 годы.

Для выявления достоверности и возможности проведения анализа была проведена автокорреляция Дурбина-Уотсона. Результаты оказались следующими: анализ акций компании Merko Ehitus AS и Таллиннского фондового рынка OMXT показал коэффициент 2,56; при анализе к общему Балтийскому рынку — 2,59. Такие показатели не в полной мере соответствуют ожидаемым результатам. По такой же схеме был проведёт анализ акций Nordecon AS, коэффициенты получились: к OMXT — 1,58 и к OMXVBGI — 1,51, что так же не удовлетворяет ожидаемые результаты.

Более удачные результаты по автокорреляции Дурбина-Уотсона получены при анализе месячных котировок. В проведённом анализе котировок акций к фондовому рынку OMXT можно увидеть коэффициент 2,07 — у акций компании Merko Ehitus AS и 2,06 — у акций компании Nordecon AS. Как можно заметить, результаты стремятся к 2, автокорреляции нет, что является нормой для проведения модели CAPM. Также лучше результаты получились при сравнении с общим Балтийским рынком OMXVBGI,

где коэффициенты 2,21 — у акций Merko Ehitus AS и 2,27 — у акций компании Nordecon AS. Это является положительной проверкой, но находящейся уже на границе.

Проводить анализ автокорреляции годовых котировок смысла нет, поскольку уже видно заметное ухудшение достоверности и точности результатов при сравнении месячных котировок (которые идеально подходят при дальнейшем анализе) и квартальных котировок (которые находятся на границе).

В данном анализе CAPM автор сравнивает акции компаний к Таллиннскому фондовому рынку OMXT и общему Балтийскому рынку OMXBBGI. За безрисковую ставку взят годовой процент банковского срочного вклада (ставка равна 1 %).

Сравнивая полученные результаты с разными показателями рынков, особой разницы не было замечено. Это говорит о том, что доходность фондового рынка Таллинна и общего Балтийского схожа и находится на одном уровне. Результаты CAPM показали, что прогнозируемая средняя месячная доходность акций Merko Ehitus AS составляет 2,5 %, акций Nordecon AS — 3 %. Также результаты CAPM за квартал показали, что акции Merko Ehitus AS поднимутся в цене на 8,4 %, а акции Nordecon AS на 7,9 %. Данные показатели доходности могут себя оправдать в долгосрочных инвестициях, поскольку Таллиннская фондовая биржа OMXT не обладает большой ликвидностью, и даже несколько человек могут изменить цену, обвалив её или подняв.

3.2. Сравнение компаний и выводы

Для сравнения строительных компаний Эстонии, котирующихся на Таллиннской фондовой бирже NASDAQ OMXT, было выбрано 3 компании, которые учувствуют в той же сфере деятельности и котируются на Скандинавских фондовых биржах NASDAQ OMX NORDIC, а также ведут свою деятельность (проекты) на территории Эстонии. Это финская компания YIT, валюта котировок EUR и две шведские компании — NCC и SKANSKA, валюта котировок SEK.

YIT — самая большая строительная компания Финляндии, лидирует по строительным заказам на внутреннем рынке. Новатор в строительной отрасли, который создаёт устойчивую и привлекательную городскую структуру на рынках Финляндии, стран Балтии, России, Чехии и Словакии. YIT строит жильё и коммерческие помещения, создаёт инфраструктуру и осуществляет комплексное развитие

территории. Компания имеет 100-летнюю историю и с 1995 года котируется на фондовой бирже NASDAQ OMX Helsinki. Осуществляет свою деятельность как социально ответственная компания.

NCC является одной из самых больших европейских строительных компаний, лидером в строительной отрасли Швеции. Разрабатывает проекты и строит жилые дома и коммерческую недвижимость, промышленные объекты и общественные здания, дороги и другие типы инфраструктуры. NCC предлагает входные материалы, например агрегаты и асфальт, а также осуществляет мощение улиц и дорожный сервис. Компания ведёт свою деятельность в первую очередь на территории северных стран, также на территории Дании, Германии, России и стран Балтии (Эстония, Латвия).

SKANSKA — это крупная международная компания по разработке проектов и строительству. Является одной из ведущих компаний в мире. Компания сосредоточена на рынке северных стран, многих других европейских стран, таких как: Эстония, Хорватия, Норвегия, Польша, Словакия, Британия, а также ведёт свою деятельность в Америке.

Работает в четырёх бизнес-направлениях: строительство жилых объектов, комплексов, коммерческих объектов и развитие инфраструктуры. Ведёт свою деятельность с „зелёным“ акцентом, то есть обращает внимание на окружающую среду, здоровье и безопасность.

3.2.1. Сравнительный анализ

Для оценки инвестиционной привлекательности ценных бумаг компаний и для принятия правильного инвестиционного решения автор подверг анализу и сравнил Эстонские строительные компании, участвующие на Таллиннской фондовой бирже OMXT, и Скандинавские биржевые компании того же сектора NCC, YIT, SKANSKA. Полученные данные могут нести погрешности из-за разной формулировки и стандартов отчётности в этих странах (по возможности анализировались отчётности по стандартам IFRS).

В таблице 7 приведены результаты финансовых коэффициентов пяти компаний, а также их средний показатель за 2013 год.

Таблица 7. Результаты финансовых коэффициентов компаний за 2013 год

	Merko Ehitus AS	Nordecon AS	NCC	YIT	Skanska	Среднее
CUR	1,97	1,02	1,63	1,67	1,25	1,51
PM	0,04	0,03	0,03	0,01	0,03	0,03
ROA	0,04	0,04	0,06	0,04	0,06	0,05
ROE	0,08	0,13	0,25	0,16	0,26	0,18
DR	0,49	0,67	0,78	0,57	0,63	0,63
ATR	1,11	1,66	1,49	1,84	1,56	1,53

Источник: рассчитано автором, на основе годовых отчётов компаний за 2013 год.

По результатам краткосрочной ликвидности (CUR) наблюдается средний коэффициент 1,51. Самый высокий коэффициент наблюдается у компании Merko Ehitus AS, что в сравнении с другими компаниями является достаточно высоким. У второй эстонской компании этот же коэффициент на критически низком уровне, что говорит о проблемах в уплате краткосрочных долгов. Наблюдая за результатами Скандинавских компаний, можно заметить, что они придерживаются средних показателей (коэффициент 1,5), и это, безусловно, делает их более привлекательными. Так, по скопившимся денежным средствам компании Merko Ehitus AS можно прогнозировать вложение / инвестирование и получение с этого большей прибыли.

Проанализировав рентабельность продаж, можно заметить схожие результаты на уровне 3 %, что является низким показателем по сравнению с 2008 годом (когда наблюдался «бум»). Такая же ситуация прослеживается и с рентабельностью активов, средний показатель которой 5 %. Средний показатель рентабельности собственного капитала (ROE) равен 18 %, что является удовлетворительным результатом, поскольку обычно инвесторы ждут 10 % доходности ежегодно от вложенных средств. Можно также заметить, что у скандинавских компаний, по сравнению с эстонскими, ROE значительно больше, из-за маленького собственного капитала. Такие результаты можно считать нормой, поскольку скандинавские компании более быстрыми темпами выходят из кризиса и ведут свою деятельность в большем количестве стран, а также не так сильно зависят от европейских пособий (которые в конце 2013 года в Эстонии сократились).

Коэффициент задолженности показывает, что в среднем 63 % — это внешнее финансирование компаний. У многих компаний данный коэффициент находится на разумном уровне, поскольку инвестиции в строительные объекты достаточно большие. Отметить можно компанию NCC, у которой коэффициент задолженности достаточно велик, и компания сильно зависит от внешнего финансирования. Также компания Merko Ehitus AS, у которой коэффициент ниже среднего и равен 49 %, это говорит о том, что компания упускает возможность экономии на налоге.

Для определения эффективности был выбран показатель ATR. Анализируя эффективность компаний по коэффициенту оборотных активов, можно сделать вывод, что активы используются в нужном количестве, а также окупаются годовой выручкой. Низкий показатель компании Merko Ehitus AS (по сравнению с другими анализируемыми компаниями), объясняется большим количеством своего оборудования и меньшего процента арендованной техники.

В таблице 8 приведены результаты рыночных коэффициентов пяти компаний за 2013 год.

Таблица 8. Результаты рыночных коэффициентов компаний за 2013 год

	Merko Ehitus As	Nordecon AS	NCC	YIT	Skanska	Среднее
EPS	0,59	0,15	2,16	1,45	1,08	1,09
P/E	12,25	7,00	11,39	7,01	14,38	10,40
P/B	1,07	1,00	0,91	2,26	2,41	1,53
DY	0,06	0,03	0,06	0,04	0,05	0,05
EV/SALES	0,48	0,19	0,37	0,27	0,40	0,34

Источник: рассчитано автором, на основе годовых отчетов компаний за 2013 год.

Проанализировав прибыль на акцию, можно заметить более крупный показатель у скандинавских компаний, что делает данные их более привлекательными для инвесторов. Низкий показатель Nordecon AS обусловлен тем что, компания не выплачивала дивиденды за анализируемый период (доход от дивидендов также входит в формулу EPS)

За полученную прибыль в 2013 году, все анализируемые компании выплачивают акционерам дивиденды, можно в равной степени оценить данные компании. Средний

показатель дивидендной доходности 5%. Данный коэффициент сильно влияет на инвестиционную привлекательность компаний, поскольку служит ежегодным дополнительным доходом от вложений (в разумных количествах, чтобы оставались средства на развитие компании, что также не мало важно для долгосрочных инвесторов). Сравнивая показатели можно выделить компании Merko Ehitus AS и NCC, которые имеют дивидендную доходность 6%. Также можно заметить низкую дивидендную доходность у компании Nordecon AS, объясняется тем, что компания недавно вышла из убытков и впервые за много лет выплачивает дивиденды.

EV/SALES — средний показатель, который составляет 0,34, что является достаточно низким. Из полученных результатов можно сделать вывод, что компании на рынке недооценены, так как годовая выручка этих компаний превышает её рыночную стоимость. Поскольку финансовый кризис сильно ударил по строительному сектору, то можно сказать, что компании ещё не вышли на тот докризисный уровень, и есть перспективы роста в будущем (если они продолжат наращивать обороты и прибыль). Так же коэффициенты P/E и P/B показывают что компании недооценены.

На основе проведённого анализа, можно выделить Шведскую компанию NCC как с наиболее высокой инвестиционной привлекательностью.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В данной бакалаврской работе были рассмотрены теоретические основы инвестиционной привлекательности компании, фундаментальный анализ, методы и риски, а также применены теоретические знания на практике.

Цель настоящей работы — оценка инвестиционной привлекательности компаний в строительном секторе (на примере Merko Ehitus AS и Nordecon AS) для принятия правильного инвестиционного решения. С помощью проведённого автором фундаментального анализа, выявления рисков и решения поставленных задач обозначенная цель достигнута.

Установлено, что фундаментальный анализ является сложным, трудоёмким видом анализа, требующим значительных временных и трудовых затрат. Он эффективен, поскольку включает в себя широкий набор различных методов определения инвестиционной привлекательности отраслей и эмитентов. Но более всего его эффективность проявляется на рынке с малой ликвидностью в долгосрочной перспективе.

Проведённое исследование свидетельствует о том, что фирмы пережили сложные времена во время экономического спада, но потихоньку выбираются из кризисной ситуации. Подтвердился тот факт, что биржевые компании Merko Ehitus AS и Nordecon AS являются лидерами в своей отрасли на рынке Эстонии. Это лишний раз доказывает подход: лучше приобретать акции двух лидирующих компаний для получения прибыли, чем вкладывать свои сбережения в малые той же отрасли.

Сравнение Эстонских биржевых компаний со Скандинавскими компаниями с использованием фундаментального анализа показало, что по многим показателям компании Эстонии держат средний уровень северных стран с более успешной на данный момент экономикой — как в плане эффективности, выплат дивидендов, так и по рыночным показателям. Все фирмы, за исключением Nordecon AS, не имеют проблем с покрытием своих краткосрочных долгов, что не предвещает банкротства компании. Рентабельность продаж и активов держится на среднем уровне, хотя отстают

от Скандинавских компаний строительного сектора по рентабельности собственного капитала.

Как показали результаты анализа ликвидности эстонских компаний, они способны покрыть свои краткосрочные обязательства. Можно отметить, что показатели Merko Ehitus AS находятся на нормальном уровне, тогда как Nordecon AS нужно увеличить количество ликвидных активов.

Экономический кризис сильно ударил по строительному сектору, особенно в 2011 году. Но анализ рентабельности показал, что начиная с 2012 года, положение улучшилось, и компании находятся на нормальном уровне доходности (устраивающая инвесторов средняя доходность 10 %). По данному показателю лучше обстоит дело в Merko Ehitus AS; компания имеет в последние годы положительные значения по всем показателям рентабельности.

Сравнивая компании по уровню задолженности, можно отметить, что с одной стороны, Nordecon AS — компания, которая имеет в среднем 70 % активов, финансирующихся кредитом. Это позволяет ей экономить на налоге и получать большую прибыль, но в таком положении возрастают риски. С другой стороны, Merko Ehitus AS — компания, у которой процент взятых активов в кредит на уровне нормы, (для крупных предприятий средний показатель 60 %). Это так же позволяет экономить на налогах, но ведёт к меньшим рискам.

Рассматривая коэффициент эффективности, можно заключить, что показатели находятся в норме и компании используют свои активы эффективно.

Компании Merko Ehitus AS и Nordecon AS подтверждают свою сильную позицию на рынке Эстонии. На основе анализов рыночных коэффициентов можно сделать вывод, что для акционеров акции этих компаний интересны, поскольку обе компании недооценённые (рыночная стоимость компаний меньше её годовой выручки), что означает будущий рост цен на акции.

Оценив риски и прогнозируемый рост цены акций, автор приходит к выводу, что компания Merko Ehitus AS имеет большую инвестиционную привлекательность, поскольку следует тенденции Таллиннского фондового рынка OMXT, имеет большую компенсацию за риск. Также имеет прогнозируемый месячный рост акций 2,23%, по сравнению с акциями компании Nordecon AS (1 %).

Сравнивая компании между собой по выбранным в методике коэффициентам, можно сделать вывод, что фирмы имеют инвестиционную привлекательность, рост цен на акции можно ожидать, но не в быстром темпе, из-за прогнозируемого спада объёма строительства на территории Эстонии. 2014 год не является годом привлекательным для инвестирования в строительные компании фондового рынка OMXT.

Автор отдаёт большее предпочтение акциям Merko Ehitus AS. По его мнению, которое сформировалось на основе полученных результатов анализа, Merko Ehitus AS имеет лучшие показатели и, соответственно, большую инвестиционную привлекательность по сравнению с Nordecon AS и средними показателями по отрасли. Кроме того, компания имеет все перспективы для дальнейшего роста и развития, что приведёт к росту цены акции и к возвращению на докризисный высокий уровень. При этом необходимо провести технический анализ акций, поскольку фундаментальный анализ показывает что покупать, а технический — когда.

ИСПОЛЬЗОВАННАЯ ЛИТЕРАТУРА

Bistrova, J., & Lace, N. (2010). Created Value of Fundamental Analysis During Pre and Post Crisis Period on the Baltic Equity Market. *Scientific Journal of Riga Technical University* .

Bistrova, J., & Lace, N. (2009). Relevance of fundamental analysis on the baltic equity market. *ECONOMICS & MANAGEMENT* .

Brigham, E., & Enhardt, M. (2009). *Financial Management*. South-Western.

Fabozzi, F. J. (1999). *Investment Management*. 2nd Edition.

Grable, J. E., & Chatterjee, S. (2014). The Sharpe Ratio and Negative Excess Returns: The Problem and Solution. *Journal of financial service professionals* , 12-13.

Grimm, R. (2012). Fundamental Analysis as a Traditional Austrian Approach to Common Stock Selection. *Quarterly Journal of Austrian Economics* .

Jecheche, P. (2009). *Dividend policy and stock price volatility: a case of the Zimbabwe stock exchange*. *Journal of Finance and Accountancy*.

Khaetfelder, M., Lozovskaya, E., & Khanush, E. (2004). Fundamental and technical analysis of the market for securities.

(2008-2013). *Konsolideeritud majandusaasta aruanne MERKO EHITUS AS*.

(2013). *Konsolideeritud majandusaasta aruanne NCC*.

(2009-2013). *Konsolideeritud majandusaasta aruanne NORDECON AS*.

(2013). *Konsolideeritud majandusaasta aruanne SKANSKA*.

(2013). *Konsolideeritud majandusaasta aruanne YIT*.

Liu, J., & Pang, D. (2009). Financial Factors and Company Investment Decisions in Transitional China. *Managerial and decision economics* .

- Luo, C. C., & Wu, D. (2013). Catastrophe Risk Analysis: A Financial Perspective. *Human and Ecological Risk Assessment* .
- Monea, & Mirela. (2012). Financial Ratios- Reveal how a business is doing. *University of Petroșani* .
- NASDAQ, O. (б.д.). Получено из <http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/>
- Rashty, J. (2012). The Two-Class Stock Method for Calculating Earnings per Share. *The CPA Journal* .
- Rekkas, M., Wong, A., & Liu, Y. (2012). Inference for the Sharpe Ratio Using a Likelihood-Based Approach. *Journal of Probability and Statistics* .
- Ross, S., Westerfield, R., & Jordan, B. *Essentials of Corporate Finance*. 2008: McGraw Hill.
- Sharma. (2009). Prediction of stock returns for growth firms-a fundamental analysis. *The Journal of Business Perspective* .
- Sidney, C., Roger, M., & Block, F. (2000). *Security Analysis Graham and Dodd's*. New York: McGraw.
- Silviana, & Rocky. (2013). Analysis of return on assets and earnings per share on the stock market in the banking companies in bursa efek indonesia. *Journal of global Business and Economics* .
- Stat. (б.д.). Получено из <http://www.stat.ee/>
- Swedbank. (б.д.). Получено из www.swedbank.ee
- Toth, M., Cierna, Z., & Serences, P. (2013). Benchmark values for liquidity ratios in slovak agriculture. *Oeconomia* .
- Van Horne, J. (2000). *Fundamentals of financial management*. Stanford: Prentice Hall.
- William, S., Gordon, A., & Bailey, J. (2001). *Investment*. Prentice Hall International.
- Бузулукова, Е. В., & Шершева, Ю. (2011). Инвестиционная привлекательность российских предприятий. *Vestnik IKBFU* .
- Быстрова, Е. (2007). *Финансы Предприятия*. Калинин: Есомен.
- Воронцовский, А. В. (1998). Инвестиции и финансирование.

SUMMARY

EVALUTION OF INVESTMENT ATTRACTIVENESS OF SECURITIES, USING THE EXAMPLES OF MERKO EHITUS AS AND NORDECON AS.

Alexander Grigoriev

“Evaluation of investment attractiveness of securities, using examples of Merko Ehitus AS and Nordecon AS” was chosen as a topic of the bachelor research essay. The research is aimed at studying financial and market conditions of the companies. The analysis will help to assess companies’ investment attractiveness, potential, future profits and increase in the value of its securities.

The aim of the given research is evaluation of investment attractiveness of companies in construction sector, which are represented on Tallinn stock exchange market NASDAQ OMXT, along with assessment of the most profitable investment decision. In order to fulfill the set task it is necessary to complete the following: define concepts and methods of fundamental analysis; examine its instruments; analyse stages and indicators; complete an analysis of Estonian construction market; analyse the chosen companies (Nordecon AS and Merko Ehitus AS); assess the risks; compare the outcomes with other Scandinavian construction companies.

Considering that liquidity of stock exchange market NASDAQ OMXT is very low, fundamental analysis method was chosen in order to complete the research. Such method allows one to see a detailed outline of financial coefficients/indicators of a company, as well

as of Estonian market and of construction sector situations. This, in turn, allows one to evaluate investment attractiveness and tendencies of securities in the long-term.

Relevance of the chosen research topic is determined by the fact that due to the growth of participants in stock exchange market NASDAQ OMXT, investors need instruments and methods in order to effectively operate in the market.

The research covers post-crisis period, from 2009 to 2013. In order to obtain the results, the author conducted an analysis, consisting of three stages: short analysis of Estonian economy, then analysis of the researched industry and finally the analysis of Merko Ehitus AS and Nordecon AS. Furthermore, comparison was made between two researched companies and companies participating in the Scandinavian stock market NASDAQ OMX NORDIC. The results obtained will help evaluation of investment attractiveness of companies on both stock exchange markets, NASDAQ OMX TALLINN and NORDIC, in the construction sphere.

In the theoretical part of the research: company's investment attractiveness is defined, factors affecting it are listed, and the basis of the fundamental analysis using methods of financial and market value ratios, are examined. Second part provides short overview of Estonian construction sector, evaluates activities and financial indicators of Estonian construction companies Nordecon AS and Merko Ehitus AS. Third part is dedicated to the analysis of the Estonian businesses in the stock exchange market NASDAQ OMXT, in order to indicate those with higher investment attractiveness, as well as to comparison of construction sector companies in stock exchange market NASDAQ OMX NORDIC. The obtained results will help investors make the right, informed decisions when buying securities.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Приложение 1

1. (Current ratio) $CUR = \frac{\text{Current assets}}{\text{current liabilities}}$ (Ross, Westerfield, Jordan, 56)
2. (Profit margin) $PM = \frac{\text{Net income}}{\text{Sales}}$ (Van Horne, 2000, 156)
3. (Return on assets) $ROA = \frac{\text{Net income}}{\text{Total assets}}$ (Ross, Westerfield, Jordan, 62)
4. (Return on equity) $ROE = \frac{\text{Net income}}{\text{Total equity}}$ (Van Horne, 2000, 156)
5. (Dept ration) $DR = \frac{\text{Total dept}}{\text{Total assets}}$ (Brigham, Enrhardt, 2009)
6. (Assets turnover ratio) $ATR = \frac{\text{Net sales}}{\text{Average total assets}}$ (Brigham, Enrhardt, 2009)
7. (Earning per share) $EPS = \frac{\text{Net income}}{\text{Common shares}}$ (Silviana, Rocky, 2013)
8. $P/E = \frac{\text{Market price}}{\text{Earnings per share}}$ (Brigham, Enrhardt, 2009)
9. $P/B = \frac{\text{Stock price}}{\text{Total assets} - \text{intangible assets and liabilities}}$
10. Дивидендная доходность $DY = \frac{\text{дивиденды на акцию}}{\text{EPS}}$ (Jecheche, 2009, 5)
11. $Sh_i = \frac{(u_i - r_f)}{\sigma_i}$ (Grable, Chatterjee, 2014)

Sh_i – Коэффициент Шарпа

u_i – Средняя доходность портфеля

r_f – Безрисковая ставка

σ_i – Стандартное отклонение портфеля

$$12. \beta = \frac{Cov(r_a, r_p)}{Var(r_p)}$$

β – Коэффициент бета

r_a – доходность актива

r_p – доход рынка

$$13. CAPM = r_f + \beta_i(r_m - r_f)$$

CAPM - ожидаемая ставка доходности на долгосрочный актив

r_f – Безрисковая ставка

β – Коэффициент бета

r_m – доходность рынка

Приложение 2

Таблица 9. Балансовый отчет и отчет о прибыли / убытки компании Merko Ehitus AS

MERKO EHITUS AS						
KONSOLIDEERITUD FINANTSSEISUNDI ARUANNE	2008	2009	2010	2011	2012	2013
VARAD						
Käibevara						
Raha ja raha ekvivalendid	32927	22991	9856	18510	35316	46633
Lühiahalised deposiidid	16793	25623	2651	140	-	
Nõuded ja ettemaksud	49894	42306	44938	64449	60343	57172
Ettemaksud tulumaks	247	248	1366	686	478	19
Varud	11615 8	98199	93048	87834	82830	87451
Mügiootel põhivara	11	0				
Käibevara kokku	21603 0	18936 7	15185 9	17161 9	17896 7	19127 5
Põhivara						
Sidus ja ühissetevõtete aktsiad või osad	13214	11467	11053	9986	7190	7348
Muud pikaajalised laenud ja nõuded	1857	2075	8258	17065	17188	20066
Edasilükkunud tulumaksuvaba	1548	2050	1571	1870	1919	1592
Kinnivarainvesteeringud	767	1058	3585	2313	3566	4672
Materiaalne põhivara	12597	17018	17747	16057	14853	13117
Immateriaalne põhivara	755	1549	1508	1427	1365	1167
Põhivara kokku	30738	35217	43722	48781	46081	47963
VARAD KOKKU	24676 8	22458 4	19558 1	22033 7	22504 8	23923 8
KOHUSTUSED						
Lühiajalised kohustused						
Laenukohustused	13208	28605	12554	16574	16299	18916
Võlad ja ettemaksud	61588	50009	39154	61635	63209	72162
Tulumaksukohustus	556	335	-			62
Lühiajalised eraldised	2065	2410	3674	6781	6165	5906
Lühiajalised kohustused kokku	77417	81359	55382	84990	85673	97046
Pikaajalised kohustused						

Pikaajalised laenukohustused	33962	4878	13185	23764	19205	16469
Edasilükkunud tulumaksukohustus	-	-	-	131	327	505
Muud pikaajalised võlad	564	681	846	856	1576	2162
Pikaajalised kohustused kokku	34526	5559	14031	24751	21108	19136
KOHUSTUSED KOKKU	11194 3	86918	69413	10974 1	10678 1	11618 2
OMAKAPITAL						
Vähemusosa	2213	1734	1428	1356	1342	1193
Emaettevõtte omanikele kuuluv omakapital						
Aksiakapital	11312	11312	11312	12000	12000	12000
Kohustuslik reservkapital	1131	1131	1131	1131	1200	1200
Realiseerimata kursivahed	-802	-947	-924	-570	-512	-669
Jaotamata kasum	12097 1	12443 6	11322 1	96679	10423 7	10933 2
Emaettevõtte omanikele kuuluv omakapital kokku	13261 2	13593 2	12474 0	10924 0	11692 5	12186 3
OMAKAPITAL KOKKU	13482 5	13766 6	12616 8	11059 6	11826 7	12305 6
KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL KOKKU	24676 8	22458 4	19558 1	22033 7	22504 8	23923 8

MERKO EHTUS AS						
KONSOLIDEERITUD KOONDKASUMIARUANNE	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Müügitulu	29744 1	20331 6	17191 9	21932 2	24913 1	26271 9
Müüdid toodangu kulu	- 25854 2	- 18120 0	- 15910 5	- 22292 8	- 23122 0	- 23999 6
Brutokasum	38899	22116	12814	-3606	17911	22723
Turustuskulud	-2807	-3009	-2193	-2104	-2107	-3041
Üldhalduskulud	- 12963	- -9842	- -8724	- -7910	- -9173	- -9260
Muud äritulud	609	921	961	1611	2961	2264
Muud äriikulud	-2769	-1746	-478	-1308	-834	-425
Ärikasum	20969	8440	2380	- 13317	8758	12261
ÄRITULU	29805 0	20423 7	17288 0	22093 3	25209 2	26498 3
Finantstulud	2199	2525	696	1563	184	84

Finantskulud	-1702	-1573	-908	-1161	-1203	-1062
Kasum tütarettevõtete müügist	91	-				
kasum (kahjum) sidus ja ühissetevõtetelt	-292	-1731	-398	-1120	163	-138
Kasum enne maksustamist	21265	7661	1770	-	14035	7902
Tulumaksukulu	-1684	-543	-710	-121	-289	-791
Perioodi puhaskasum	19581	7118	1060	-	14156	7613
sh emaettevõtte omanike osa						
(puhaskasumist)	19120	7427	1229	-	14084	7627
vähemusomanike osa puhaskasumist	461	-306	-169	-72	-14	-14
Muud koondkasum						
Valuutakursivahed välisettevõtete ümbearvestusel	-477	-145	23	354	58	-157
Perioodi kondkasum	19104	6973	1083	-	13802	7671
sh emaettevõtete omanike osa koondkasumit	18643	7279	1252	-	13730	7685
vähemusomanike osa koondkasumist	461	-306	-169	-72	-14	-45
Puhaskasum emaettevõtte omanike aktsia kohta	1,08	0,42	0,07	-0,8	0,43	0,59
Intressikulud	842	1069	723	388	688	407

Источник: (Konsolideeritud majandusaasta aruanne MERKO EHITUS AS, 2008-2013)

Приложение 3

Таблица 10. Балансовый отчет и отчет о прибыли / убытки компании Nordecon AS

NORDECON AS						
KONSOLIDEERITUD FINANTSSEISUNDI ARUANNE	2008	2009	2010	2011	2012	2013
VARA						
Käibevara						
Raha ja raha ekvivalendid	18930	14392	5818	9908	10231	12575
Nõuded ostjate vastu ja muud nõuded	52100	41204	31266	34645	42896	28101
Ettemaksed	6142	1955	1060	2610	1840	1923
Tulumaksu nõuded	205	0				
Varud	22874	24883	24982	24120	26243	23785
Müügiootel põhivara	0	295	321	242	0	
Käibevara kokku	10025 2	82729	63447	71525	81210	66384
Põhivara						
Edasilükkunud tulumaksuvara	50	0				
Kapitaliosaluse meetodil kajastatud investeringud	379	140	99	199	202	566
Pikaajalised finantsinvesteringud	48	26	26	26	26	26
Nõuded ostjate vastu ja muud nõuded	6770	2130	2215	2504	1554	10645
Kinnisvarainvesteringud	7464	5623	4930	4930	4930	3549
Materiaalne põhivara	16828	13045	9038	7437	8851	9030
Immateriaalne põhivara	19505	17143	15486	14960	14857	14494
Põhivara kokku	51043	38107	31794	30056	30420	38310
VARA KOKKU	15129 5	12083 6	95241	10158 1	11163 0	10469 4
KOHUSTUSED						
Lühiajalised kohustused						
Laenukohustused	15080	16806	19231	19130	27185	23875
Võlad hankijatele	36450	24154	17429	27403	31968	26372
Muud võlad	10052	6044	3446	4930	5014	7982
Ettemaksed	12849	8720	4425	10587	11404	6102
Eraldised	741	662	1160	485	521	913
Lühiajalised kohustused kokku	75172	56386	45691	62535	76092	65244

Pikaajalised kohustused						
Pikaajalised laenukohustused	20361	18811	15377	9513	3671	3303
Võlad hankijatele	162	310	215	199	259	159
Muud võlad	0	96	96	96	96	96
Eraldised	424	450	423	841	1210	969
Pikaajalised kohustused kokku	20947	19667	16111	10649	5236	4524
KOHUSTUSED KOKKU	96119	76053	61802	73184	81328	69768
OMAKAPITAL						
Aksiakapital	19657	19657	19657	19657	19657	19657
Kohustuslik reservkapital	2224	2557	2558	2554	2554	2554
Realiseerumata kasum	-262	-205	-233	-463	-404	-298
Jaotamata kasum	27290	22067	10257	4563	6039	10681
Emattevõtte aktsionäridele kuuluv omakapital	48909	44077	32240	26311	22856	32594
Mittekontrilliv osalus	6267	706	1199	2086	2456	2332
OMAKAPITAL KOKKU	55176	44783	33439	28397	30302	34926
KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL KOKKU	15129 5	12083 6	95241	10158 1	11163 0	10469 4

NORDECON AS						
Konsolideeritud koondkasumiaruanne	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Müügitulu	24720 5	15459 4	99312	14780 2	15942 2	17365 1
Müüdud toodangu kulu	- 22433 0	- 14588 3	- 10001 2	- 14760 8	- 15120 5	- 16234 2
Brutokasum	22875	8711	-700	194	8217	11309
Turustuskulud	-512	-602	-401	-317	-389	-452
Üldhalduskulud	- 11666	- -8002	- -4887	- -4641	- -5385	- -4922
Muud äritulud	4087	1636	820	806	810	464
Muud ärikulud	-1460	-9843	-3807	-672	-566	-1096
Ärikasum	13324	-8100	-8975	-4630	2687	5303
ÄRITULU	25129 2	15623 0	10013 2	14860 8	16023 2	17411 5
Finantstulud	6192	5529	3059	938	622	668
Finantskulud	-4347	-2169	-6338	-1086	-1248	-1057
Finantstulud ja kulud kokku	1844	3360	-3279	-148	-626	-359

Kapitaliosaluse meetodil arvestatud kasum/kahjum	-1582	-490	-517	100	-79	-170
Maksustamiseelne kasum	13587	-5230	12771	-4678	1982	4774
Tulumaks	-2638	-487	33	-30	-56	-135
Puhaskasum	10949	-5717	12738	-4708	1926	4639
Muud koondkasum						
Realiseerumata kursivahed	-407	58	-28	-329	59	106
Kokku muu koondkasum	-407	58	-28	-329	59	106
KOKKU KOONDKASUM	10542	-5659	12766	-5037	1985	4745
Puhaskasum						
Emaettevõtte aktsionäridele kuuluv osa	9304	-2923	11811	-5304	1477	4642
mittekontrollivale osalusele kuluv osa	1645	-2794	-917	596	449	-3
Kokku puhaskasum	10949	-5717	12738	-4708	1926	-4639
Koondkasum						
Emaettevõtte aktsionäridele kuuluv osa	8891	-2865	11839	-5924	1536	4748
mittekontrollivale osalusele kuluv osa	1651	-2794	-927	887	449	-3
Kokku koondkasum	10542	-5659	12766	-5037	1985	4745
Aruandeperioodi puhaskasum aktsia kohta emavõtte aktsionäridele						
Tavapuhaskasum aktsia kohta	0,3	-0,09	-0,38	-0,17	0,05	0,15
Lahustatud puhaskasum aktsia kohta	0,3	-0,09	-0,38	-0,17	0,05	0,15

Источник: (Konsolideeritud majandusaasta aruanne NORDECON AS, 2009-2013)

Приложение 4

Таблица 11: Результаты Nordecon AS (составлена на основе таблицы 10)

NORDECON AS						
Метод финансовых коэффициентов	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Коэффициенты ликвидности						
Коэффициент текущей ликвидности - CUR	1,33	1,47	1,39	1,14	1,07	1,02
Коэффициент рентабельности						
Рентабельности продаж - PM	0,04	-0,04	-0,13	-0,03	0,01	0,03
Рентабельность активов - ROA	0,07	-0,05	-0,13	-0,05	0,02	0,04
Рентабельность собственного капитала - ROE	0,20	-0,13	-0,38	-0,17	0,06	0,13
Коэффициент управлением задолженностью						
Коэффициент задолженности - DR	0,64	0,63	0,65	0,72	0,73	0,67
Коэффициент эффективности						
Коэффициент оборота заасов - ITR	2,60	1,71	1,37	2,20	2,10	2,36
Коэффициент оборота активов - ATR	1,66	1,29	1,05	1,46	1,44	1,66
Метод оценки рыночных коэффициентов						
Прибыль на акцию - EPS	0,30	-0,10	-0,38	-0,17	0,05	0,15
Коэффициент котируемости акции P/E	3,40				23,20	7,00
Коэффициент балансовой стоимости P/B	0,60	1,10	1,30	1,10	1,30	1,00
Дивидендная доходность акции - DY						0,03
размера дивидендов						0,03
Цена Акции	1,02	1,58	1,4	0,9	1,16	1,05
Количество	30 757	30 757	30 757	30 757	30 757	30 757
Дивиденды на акцию						0,03
EBITDA (tuh eur)		275,00	5375,00	1819,00	4833,00	7639,00
EV (tuh eur)		48600,00	43030,00	27680,00	35680,00	32290,00
EV/EBITDA		176,73	-8,01	-15,22	7,38	4,23
EV/SALES		0,31	0,43	0,19	0,22	0,19

Таблица 12: Результаты Merko Ehitus AS (составлена на основе таблицы 9)

Метод финансовых коэффициентов	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Коэффициенты ликвидности						
Коэффициент текущей ликвидности - CUR	2,79	2,33	2,74	2,02	2,09	1,97
Коэффициент рентабельности						
Рентабельности продаж - PM	0,07	0,03	0,01	-0,06	0,03	0,04
Рентабельность активов - ROA	0,08	0,03	0,01	-0,06	0,03	0,04
Рентабельность собственного капитала - ROE	0,14	0,05	0,01	-0,13	0,06	0,08
Коэффициент управлением задолженностью						
Коэффициент задолженности - DR	0,45	0,39	0,35	0,50	0,47	0,49
Коэффициент эффективности						
Коэффициент оборота заасов - ITR	1,37	1,01	1,01	1,37	1,44	1,43
Коэффициент оборота активов - ATR	1,21	0,91	0,88	1,00	1,12	1,11
Метод оценки рыночных коэффициентов	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Прибыль на акцию - EPS	1,08	0,42	0,07	-0,80	0,43	0,59
Коэффициент котируемости акции P/E	2,59	11,97	130,32	-6,79	13,69	12,25
Коэффициент балансовой стоимости P/B	0,37	0,66	1,24	0,83	0,93	1,07
Дивидендная доходность акции - DY	0,00	0,00	0,01	0,00	0,05	0,06
размера дивидендов	0,00	0,00	0,01	0,00	0,05	0,06
Цена Акции	2,8	5,02	9,05	5,4	5,9	7,2
Количество	17700	17700	17700	17700	17700	17700
Дивиденды на акцию			0,10		0,30	0,41
EBITDA (tuh eur)		10800	4800	-	11400	15100
EV (tuh eur)		88850	160000	95600	104400	127400
EV/EBITDA		8,23	33,33	-9,47	9,16	8,44
EV/SALES		0,44	0,93	0,43	0,41	0,48

Таблица 13. Доход от продаж \ Строительства зданий \ Строительство сооружений компании Nordecon AS

Доход от продаж	2013	2012	2011
Строительсто зданий	71977	89184	48756

строительство сооружений	98550	66922	50525
Вместе	170527	156106	99281
Строительство зданий	2013	2012	2011
Коммерческие здания	32389,65	23187,84	5850,72
Промышленные здания и склады	20873,33	31214,4	19502,4
Общественные здания	15115,17	32106,24	21940,2
Квартирные здания	3598,85	2675,52	1462,68
Вместе	71977	89184	48756
Строительство сооружений	2013	2012	2011
Строительство и ремонт дорог	55188	32791,78	28294
Инженер-строитель	7884	10038,3	505,25
Прочее	23652	20745,82	16673,25
Экологическое строительство	11826	3346,1	5052,5
Вместе	98550	66922	50525

Источник: (Konsolideeritud majandusaasta aruanne NORDECON AS, 2009-2013)

Таблица 14. Доход от продаж \ Строительства зданий \ Строительство сооружений компании Merko Ehitus AS

Тысяч EUR	2013	2012	2011
Строительство зданий	86564	61690	64748
Строительство сооружений	94535	113293	90751
Строительство дорог	49476	45152	43301
Развитие и продажа недвижимости	30994	27107	18907
Прочее	1150	1889	1625
По сегментам вместе	262719	249131	219332

Источник: (Konsolideeritud majandusaasta aruanne MERKO EHITUS AS, 2008-2013)

Приложение 5

Таблица 15: Характеристика отрасли

	2008	2009	2010	2011	2012
Строительство зданий	2384993,9	1378881	1052891	1423863,4	1616273,7
Строительство сооружений	960851	745665,4	670270,3	797222,5	1131625,5
Выполнение спец заказов	1120507,1	700203,1	712451,3	899483,7	1150618,4

Источник: Департамент статистики Эстонии (Stat)

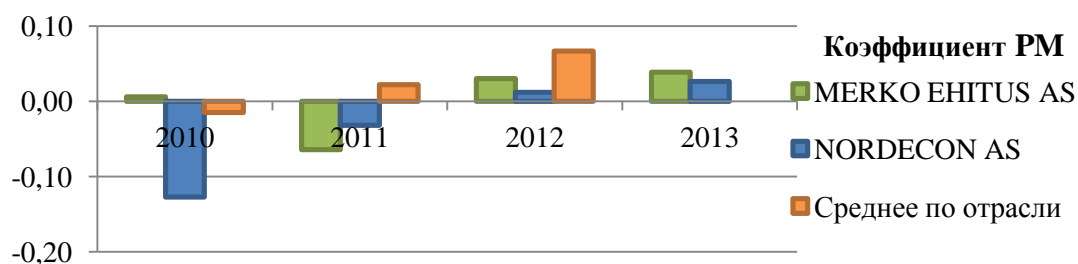


График 8. Коэффициент рентабельности продаж Merko Ehitus AS, Nordecon AS и средних.

Источник: Приложения 4 таблицы 11 и 12

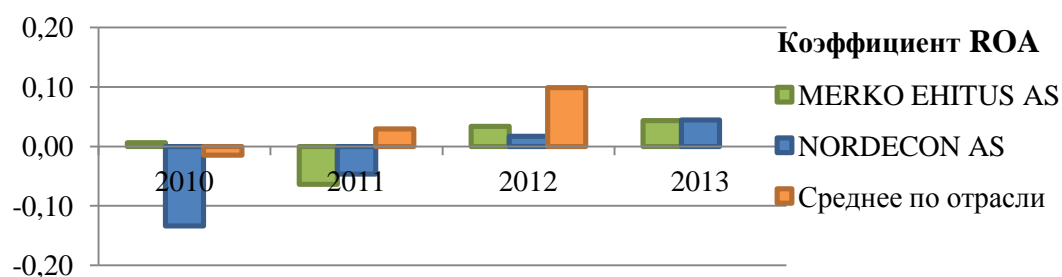


График 9. Коэффициент рентабельности активов Merko Ehitus AS, Nordecon AS и средних.

Источник: Приложения 4 таблицы 11 и 12

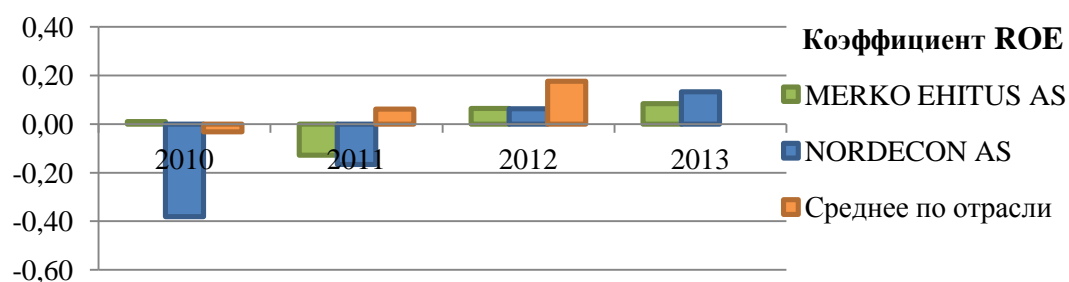


График 10. Коэффициент рентабельности собственного капитала Merko Ehitus AS, Nordecon AS и средних.

Источник: Приложения 4 таблицы 11 и 12