

Спред эффективности

Инвестированный капитал

ROCE

Операционная прибыль
(NOPAT)

WACC

1 уровень

Элементы капитала
Основной и оборотный
Собственный и заемный
Вес и платность

Выручка

Издержки

Структура издержек, факторы риска, производительность труда, капиталоемкость, возможности политики товарного кредита, потребность в запасах, налоговая нагрузка, доля экспорта и другие

2 уровень
Факторы,
специфические
для проектов

Степень загруженности мощностей, затраты по процессам (на доставку, наладку, маркетинг и т. п.), условия и сроки сбора дебиторской задолженности, условия возврата НДС

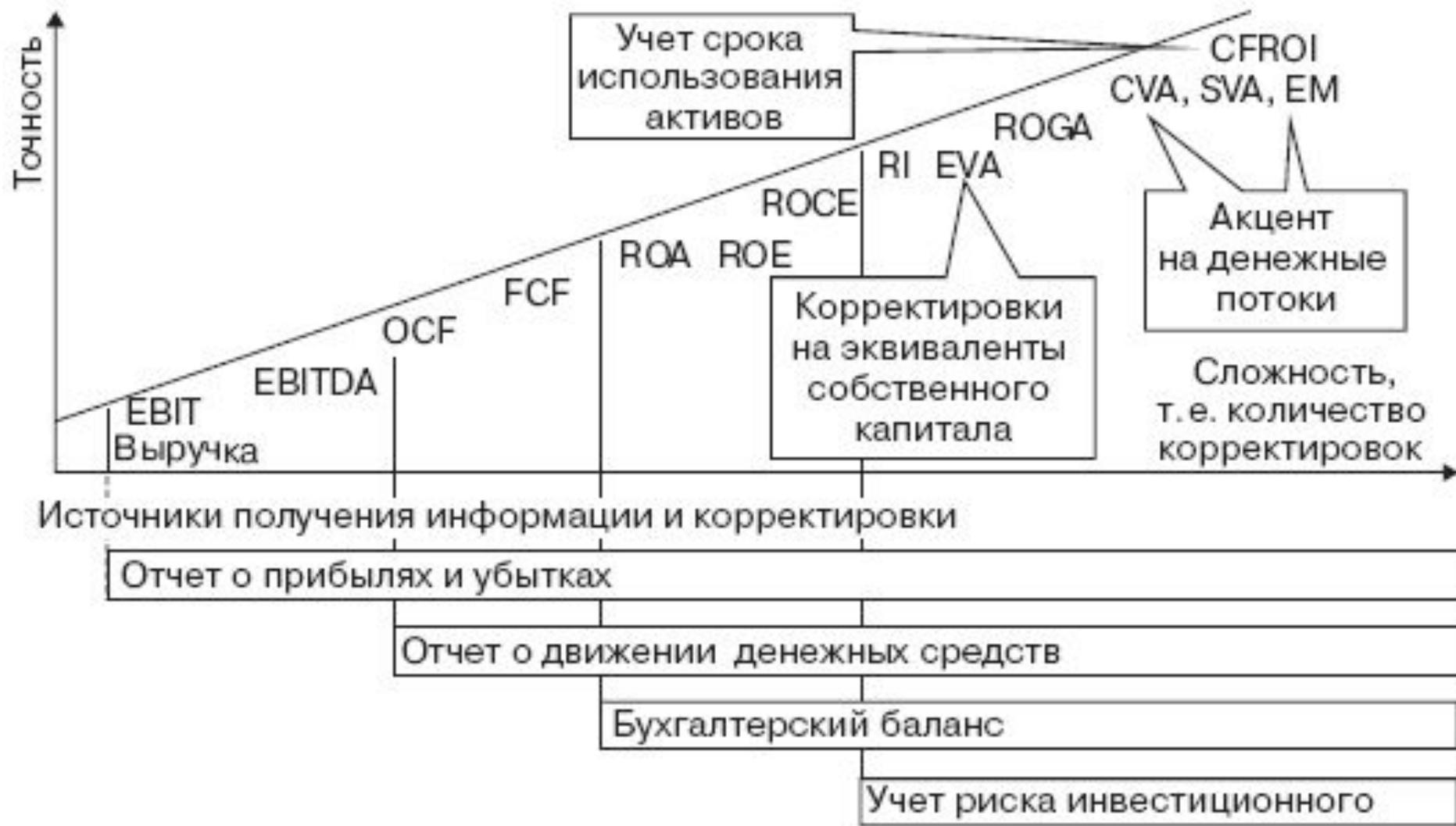
3 уровень
Оперативные
факторы
(низовой уровень)

График поведения величины NPV для стандартного проекта



Проблемы анализа:

- 1) не учитывается разный риск денежных потоков (выручки, текущих и инвест. издержек);
- 2) предположение о реинвестировании полученных потоков со ставкой IRR;
- 3) неприменимость для нестандартных проектов



Представление модифицировано по Дж. Найту (Knight, 1998)

Ключевой показатель эффективности
Стерна/Стюарта (запатентованный)

**Экономическая добавленная
стоимость (EVA)**

$$EVA = (ROIC - WACC) \times IC$$

IC — инвестированный капитал
ROIC — рентабельность
инвестированного капитала

Оценка эффективности
по компании МакКинзи

Остаточная прибыль =
 $= RI = CE \times (ROCE - WACC)$

CE — capital employed —
задействованный капитал
ROCE — рентабельность капитала

Общий элемент в модели анализа:
WACC — средневзвешенные затраты на капитал

Сходство рекомендаций по оценке показателей прибыли и капитала —
отход от стандартов финансового учета и творческая трактовка
инвестиционных и текущих затрат. Использование рыночных оценок.

$$EVA = NOPAT - WACC \times CE$$

$$NOPAT / CE = ROCE = ROIC$$

$$EVA = (ROCE - WACC) \times CE$$

Корректируются
и капитал, и учетная
прибыль

CE — инвестированный
(задействованный)
капитал — Capital Employed

CE = Собственный капитал
по балансу + Неявный капитал
(или Эквиваленты СК) +
+ Заемный капитал

Виды корректировок: 1) корректировка учетной практики;
2) аренда и лизинг; 3) затраты, определяющие будущее компании;
4) «разовые» операции

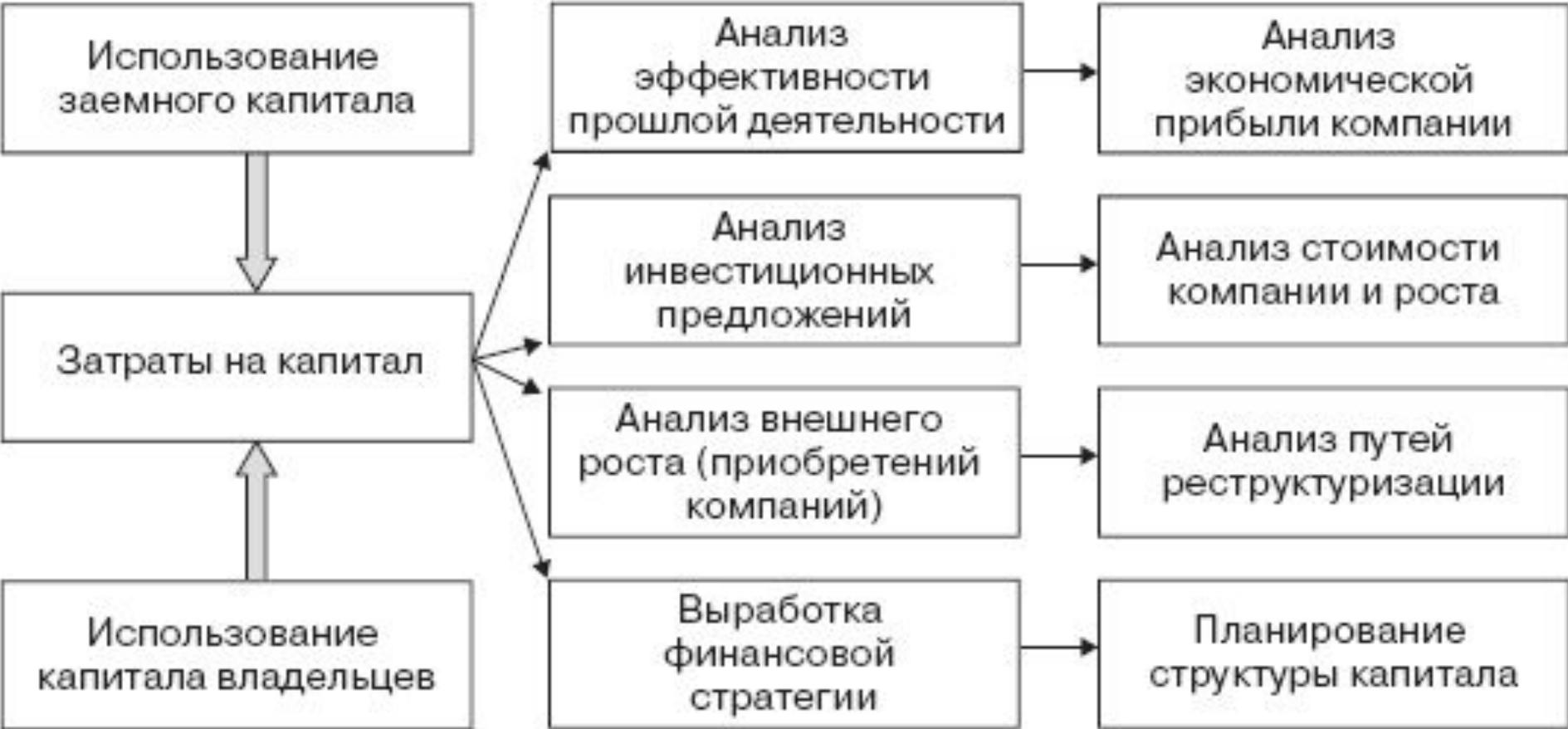
Прямой метод —
от выручки

NOPAT =
= Выручка (нетто) –
– Себестоимость реализации –
– Коммерческие и админ.
расходы – Изменения эквивалентов
собственного капитала –
– Начисленные обязательства
по налогу на прибыль +
+ Прирост отсроченных налогов –
– Налоговый щит по ЗК

Косвенный метод —
на базе чистой прибыли

NOPAT =
= Чистая прибыль +/-
+/- Изменения в эквивалентах
собственного капитала +
+ Проценты по ЗК, скорректированные
на налоговый щит + Дивиденды
на привилегированные акции

Инвестированный или задействованный капитал (Capital, CE)¹ =
= Балансовая стоимость обыкновенных акций
(book value of common equity) + Привилегированные акции
(preferred stock) + Доли меньшинства (minority interest) +
+ Отсроченные налоги (deferred income tax reserve) +
+ Резерв ЛИФО (LIFO reserve) +
+ Накопленная амортизация гудвилла (accumulated goodwill
amortization) + Краткосрочная задолженность, по которой
начисляются проценты (interest-bearing short-term debt) +
+ Долгосрочный заемный капитал (long-term debt) +
+ Капитализированный лизинг (capitalized lease obligations) +
+ Текущая стоимость некапитализируемого лизинга
(present value of non capitalized leases).



<p>Методы задания «нормальной» доходности, игнорирующие риск</p>	<p>Особенности компании, упускаемые из рассмотрения</p>	<p>Отклонение полученного значения доходности от оценки с учетом анализа инвестиционного риска</p>
<p>Ожидаемая дивидендная доходность</p>	<p>Игнорирование будущего роста компании, роста ее фундаментальной и рыночной стоимости. Игнорирование измене- ния риска</p>	<p>Заниженное значение требуемой доходности</p>
<p>Ставка рефинансирования ЦБ (метод, применяемый российскими компаниями)¹</p>	<p>Ставка краткосрочная, не соответствующая оценке проектов или оценке биз- неса по временным рис- кам, ставка не учитываю- щая специфические рис- ки собственного капитала</p>	<p>Возможно как занижение, так и завышение требуе- мой доходности</p>
<p>Ожидаемая доходность по прибыли (расчет как EPS/P) или принятие нормальной доходности на уровне обратного мультипликатора Цена/ Прибыль</p>	<p>Игнорирование будущих изменений прибыли (роста или снижения)</p>	<p>Искажение значения требуемой доходности</p>

<p>Методы задания «нормальной» доходности, игнорирующие риск</p>	<p>Особенности компании, упускаемые из рассмотрения</p>	<p>Отклонение полученного значения доходности от оценки с учетом анализа инвестиционного риска</p>
<p>Прошлая доходность акций данной компании или прошлая общая доходность, учитывающая как динамику акций, так и дивиденды</p>	<p>Игнорирование слабой прогнозной возможности прошлой динамики акций</p>	<p>Существенное занижение при прошлой недооцененности акций</p>
<p>Текущий показатель отдачи на капитал ROCE, рассчитываемый по финансовой отчетности компании</p>	<p>Слабое отражение в отчетности нематериальных активов и, соответственно, искажение величины капитала. Например, не отражение лизинга</p>	<p>Заниженное значение при убыточности деятельности или «укрытии» прибыли. Искаженное значение при сложной структуре капитала</p>
<p>Отдача на капитал (ROCE) по отрасли: медианное или модальное значение. Доходность оборотного капитала</p>	<p>Игнорирование специфических рисков компании, игнорирование возможности диверсификации рисков</p>	<p>Завышенное значение требуемой доходности</p>
<p>Средняя процентная ставка по заемным средствам</p>	<p>Игнорирование большего риска владельцев собственного капитала</p>	<p>Занижение значения</p>

База анализа: альтернативные (неявные) издержки владельцев капитала. Важны не прошлые издержки, а плата за каждую дополнительно привлекаемую единицу капитала

Принцип соответствия:

- по срокам;
- по валюте;
- по рискам

Сложность анализа

Необходимость учета всех элементов капитала, включая забалансовые обязательства (аренда, обязательства аффилированных компаний, не подпадающих под консолидацию).

Необходимость трансформации сложной структуры капитала.

Необходимость применения рыночных весов

Внимание!

Учет не всех элементов финансирования, а только значимых для продолжения бизнеса, типичных, устойчивых для данной компании.

Источники, формирующие оборотные активы, не участвуют в анализе

Собственный капитал

Опцион на управление
как элемент СК

Опционная часть облигации
как элемент собственного
капитала

Заемный капитал

Нераспределенная прибыль
и обыкновенные акции

Капитализированные расходы на НИОКР,
на создание будущих доходов

Привилегированные акции

Конвертируемые облигации

Долгосрочные банковские займы
и облигации

Постоянная часть краткосрочных
обязательств

Капитализированная аренда



Первый класс риска — риск, не устраняемый диверсификацией, который присутствует у всех активов, у портфелей активов и у рыночного портфеля

Второй класс риска — устраняемый диверсификацией риск

Синонимы:

Систематический риск

Специфический риск

Рыночный риск

Уникальный риск

Бета-риск

Диверсифицируемый риск

Портфельный подход

Два класса рисков по компании:

- 1) систематический риск, действующий на все активы рынка. Его формируют общеэкономические и монетарные факторы;
- 2) специфический риск, характерный только для данной компании. Его формируют операционные факторы, специфические финансовые, факторы управления.

Диверсификация позволяет снизить влияние специфических рисков

Композитный подход («чистый» кумулятивный метод и его модификации)

Множество классов рисков по факторам:

- 1) операционные (коммерческие) факторы: колеблемость спроса, цен и т. п.;
- 2) финансовые факторы: неплатежеспособность, нависание долга;
- 3) управленческие факторы и т. п.

Экспертное введение премий, компенсирующих факторы риска

Выбор премии за средний риск инвестирования в собственный капитал: специфика подходов для развивающихся рынков

Крупные, диверсифицированные фондовые рынки с долгосрочным периодом наблюдения за динамикой акций и государственных облигаций

Фондовый рынок, занимающий малую долю в экономике страны, с краткосрочным периодом наблюдений, со значительным стандартным отклонением цен акций (более 20%)

Исторически оцененная или гипотетическая премия за риск

Модифицированная премия за риск =
= Премия развитого рынка +
+ Страновая премия за риск

$$? (k_m - k_f)_{loc} = (k_m - k_f)_{us} + CRP$$

Страновой риск является диверсифицируемым и $CRP = 0$
Условия:

- а) «открытые» рынки (Stulz, 1999), когда инвестор глобально диверсифицирован, т. е. имеет портфель акций разных стран;
- б) низкая корреляция рынков

Нет возможности диверсифицировать страновой риск и $CRP > 0$

Условия:

- а) сегментированные рынки с низкими возможностями инвесторов;
- б) высокая корреляция доходов на разных рынках

Страновой риск России

Неопределенность применения законодательства и регулирования



Административное давление как на малый, так и на крупный бизнес

Централизация политической системы и президентской власти



Персонализация отношений бизнеса и государства

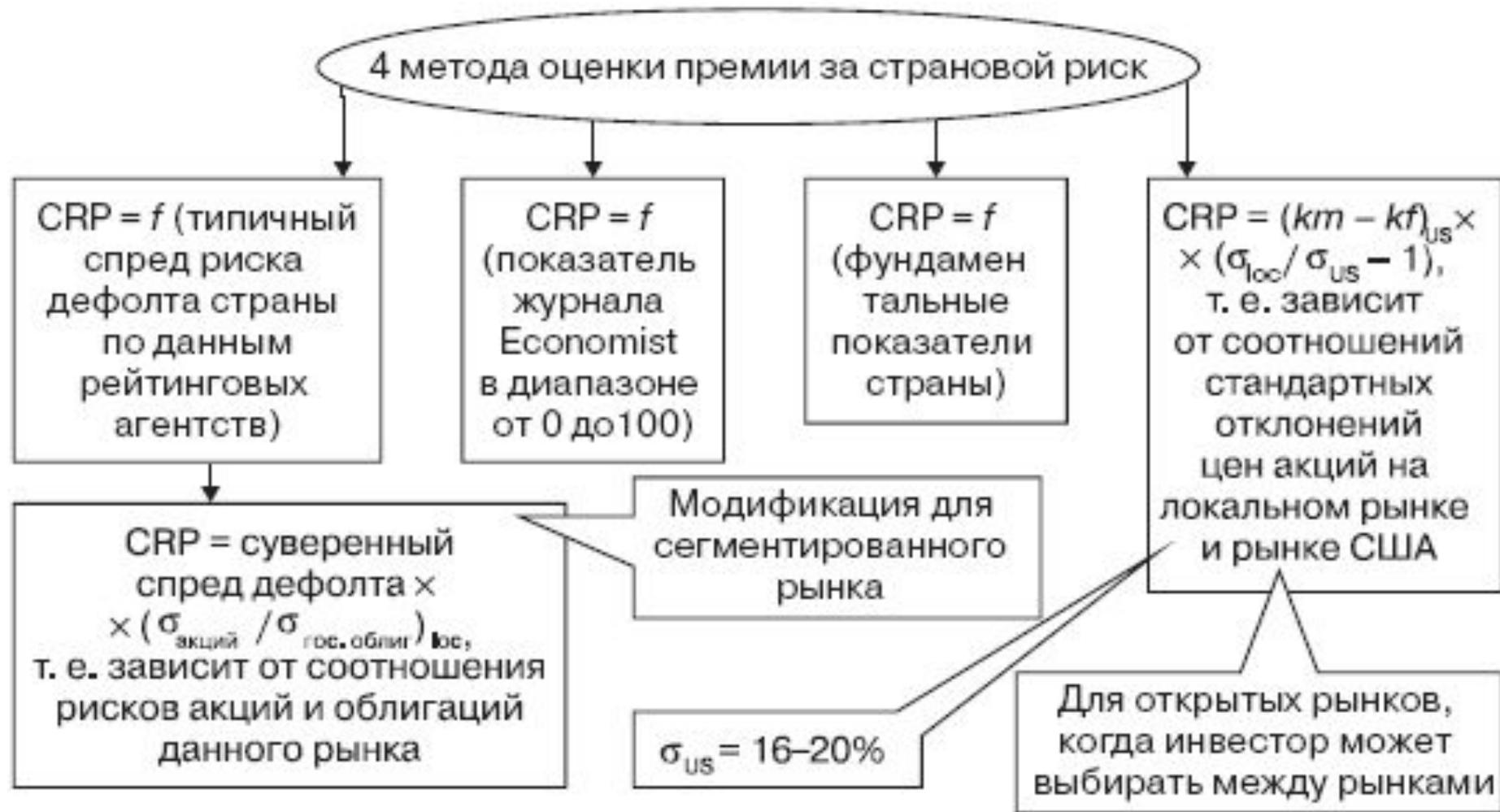
Концентрированная структура экономики и фондового рынка

Слабая банковская система, не пережившая панического отношения населения к возможным временным трудностям

Наличие большого нерыночного сектора в экономике

Слабость общественных институтов

Страновой риск России



Оценка по историческим данным фондового рынка (регрессионный метод построения)



Фондовый бета.
Выбор:

- а) временного горизонта оценки (2–5 лет);
- б) интервала наблюдений (недельный);
- в) рыночного индекса (например, S&P 500).

Аналитические агентства рассчитывают скорректированный

$$\beta_{adj} = 0,67 \times \text{фонд. бета} + 0,33 \times 1$$

Оценка по фундаментальным характеристикам актива (метод восходящего бета — bottomup)



Учет стабильности спроса, специфики продукта, размера и темпов роста компании, эффектов операционного и финансового рычагов. Корректировки данных фирманалогов

Оценка по отчетным данным о прибыли компаний (бухгалтерский или учетный метод)



Учетная бета оценивается по регрессии изменения прибыли компании относительно прибыли портфеля компаний

Характеристики:
отрасль, операционные факторы (структура издержек),
финансовые факторы (финансовый рычаг)

Алгоритм
применения

Для группы компаний
расчет средневзвешенного
бета по активам или выручке

Операция разгрузки

Шаг 1
выбор аналога —
компании, группы
компаний
или усредненной
отраслевой

Шаг 2
расчет
безрычаговой
бета по аналогу,
по формуле
Р. Хамады
или Конины

Шаг 3
коррекция
на структуру
издержек

Шаг 4
введение струк-
туры издержек
и фин. рычага
анализируемой
компании в оценку
очищенной бета

Базовые формулы корректировок:
формула Хамады: бета рычаговая = $\beta_0 \times (1 + D / S(1-T))$
Отраслевая поправка: отраслевая бета =
= $\beta_0 / (1 + \text{пост. издержки} / \text{перем. издержки})$

Операция
обременения

Анализируемые риски	Характеристики	Несопоставимые компании (отличия отделены знаком /)
Факторы делового риска (в ряде случаев коррелируют с размером компании)	Диверсификация производства	Выпуск одного вида продукции или обеспечение одним продуктом более 80 % прибыли / широкий ассортимент
	Взаимозаменяемость продукции и услуг	Использование уникального оборудования или технологии / широкий спектр использования оборудования
	Географическая привязка	Работа на рынке с высокими доходами населения / депрессивные регионы
	Стадия жизненного цикла и перспективы роста отрасли (рост компании, доля компании на рынке)	Компания, занимающая 30 % и более рынка / компания, входящая на рынок с текущей долей менее 1 %
Факторы финансового риска	Доля заемного капитала и займовая мощность	Наличие кредитной истории / отсутствие заемных средств
Факторы риска корпоративного управления	Качество менеджмента	Широкое участие собственников и менеджеров в управлении / единоначальное управление
	Открытость компании	Наличие рейтинга корпоративного управления / «теневой» бизнес