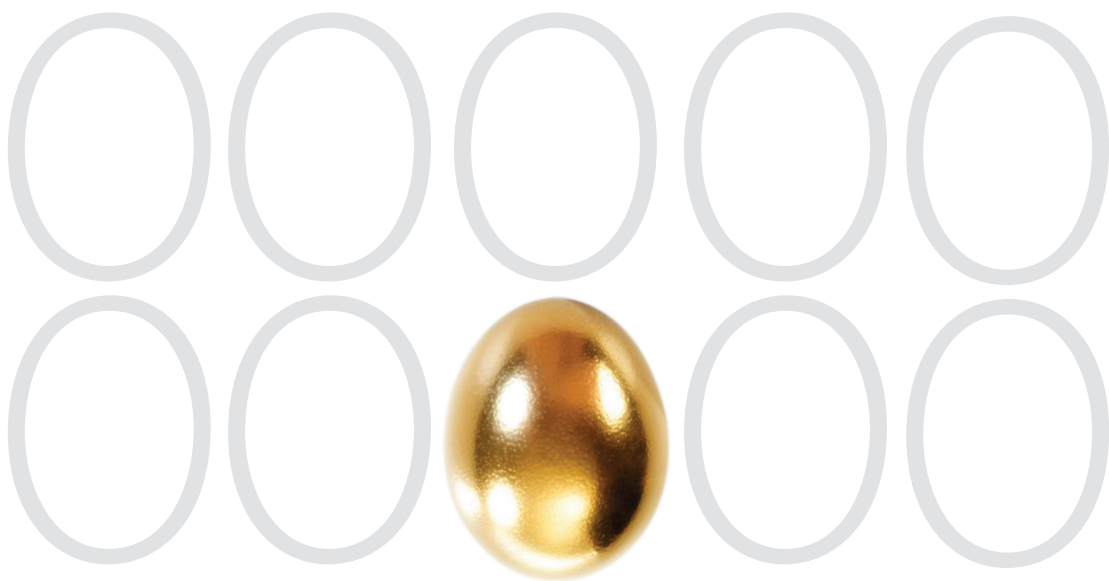


! НОВАЯ ГЛАВА ПРО ОЦЕНКУ
В УСЛОВИЯХ КРИЗИСА

Елена Чиркова



Как оценить бизнес по аналогии

Пособие по использованию
сравнительных рыночных коэффициентов

2-е издание

УДК 338.001.36

ББК 65.290.5

Ч-64

Редакторы О. Осадчая, М. Савина

Чиркова Е.

Ч-64 Как оценить бизнес по аналогии: Пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов / Е.В. Чиркова. — 2-е изд., испр. и доп. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. — 224 с.

ISBN 978-5-9614-0980-2

Книга известного специалиста по финансам Елены Чирковой посвящена одному из наименее проработанных аспектов корпоративных финансов — применимости и корректному использованию сравнительного метода в оценке. Особую актуальность эти вопросы приобретают в период кризиса. Автор не только помогает финансовому аналитику постичь теоретические принципы сравнительной оценки и нюансы использования тех или иных сравнительных коэффициентов, но и раскрывает специфику работы с компаниями, функционирующими на формирующихся рынках и в первую очередь в России.

Книга написана на обширном практическом материале и содержит примеры из личного опыта автора. Является первым специальным учебным пособием, полностью посвященным сравнительной оценке, и не имеет аналогов как в России, так и в мире.

Книга предназначена для финансовых аналитиков, специалистов по инвестиционной оценке, преподавателей и студентов.

УДК 338.001.36

ББК 65.290.5

Все права защищены. Никакая часть этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами без письменного разрешения владельца авторских прав.

© Чиркова Е.В., 2005

© Чиркова Е.В., 2009, с изменениями

© ООО «Альпина Бизнес Букс», 2009

ISBN 978-5-9614-0980-2

СОДЕРЖАНИЕ

Вступительное слово	7
1 Введение в теорию мультипликаторов.....	11
1.1. Используемая терминология	12
1.2. Понятие «мультипликатор»	14
1.3. Применение метода оценки на основе мультипликаторов.....	17
1.4. Ограничения метода оценки по мультипликаторам.....	21
1.5. Место сравнительной оценки в классификации оценочных методов.....	26
1.6. Недостатки работы с базами данных, содержащими информацию по мультипликаторам....	29
1.7. Краткие выводы	31
2 Что такое мультипликаторы, как они возникли и как применяются.....	33
2.1. «Сто тысяч почему» о мультипликаторах.....	33
2.2. Логика мультипликаторов на примере показателя Р/Е	34
2.3. Краткие выводы	40
3 Числитель мультипликатора	41
3.1. Цена одной акции или 100% акций?	41
3.2. С опционами или без?	43
3.3. Рыночная капитализация или стоимость бизнеса?.....	46
3.4. Котировки или цены крупных сделок?	52
3.5. Цены сделок по закрытым или публичным компаниям?.....	56

3.6.	Цены активов	61
3.7.	Краткие выводы	62
4	Знаменатель мультипликатора.....	64
4.1.	Какие показатели могут служить знаменателями мультипликатора	64
4.2.	Вопросы соответствия числителя мультипликатора его знаменателю.....	69
4.3.	Краткие выводы	70
5	«Доходные» финансовые мультипликаторы	71
5.1.	Показатели отчета о прибылях и убытках, используемые для расчета мультипликаторов	71
5.2.	Мультипликатор «цена/выручка»	73
5.3.	Отношение цены акций к прибыли до уплаты налогов, процентов и амортизации и к операционной марже	76
5.4.	Мультипликатор «цена/чистая прибыль».....	80
5.5.	Показатели, базирующиеся на денежном потоке....	83
5.6.	Мультипликатор «цена/дивиденды»	86
5.7.	Краткие выводы	90
6	Финансовые показатели, базирующиеся на стоимости активов.....	93
6.1.	Виды показателей, базирующихся на стоимости активов.....	93
6.2.	Связь балансовых мультипликаторов с мультипликаторами доходности	98
6.3.	Достоинства, недостатки и применимость балансовых показателей.....	101
6.4.	Краткие выводы	105
7	Натуральные показатели.....	107
7.1.	Применимость натуральных показателей	107
7.2.	Основные виды натуральных показателей	110
7.3.	Краткие выводы	114
8	«Мультипликаторы будущего»	115
8.1.	Мультипликаторы, базирующиеся на текущих ценах акций и будущих финансовых показателях....	115

8.2.	Мультипликаторы с использованием темпов роста	119
8.3.	Мультипликаторы, базирующиеся на будущих ценах акций	121
8.4.	Краткие выводы	128
9	Некоторые особые случаи использования мультипликаторов	131
9.1.	Использование мультипликаторов при привлечении кредитного финансирования.....	131
9.2.	Использование мультипликаторов при расчете остаточной стоимости бизнеса.....	137
9.3.	Использование мультипликаторов для выражения стоимости бизнеса в виде формулы.....	145
9.4.	Краткие выводы	147
10	Подбор аналогов.....	148
10.1.	Ключевые факторы, влияющие на выбор аналогов	148
10.2.	Страновой фактор.....	149
10.3.	Отраслевой фактор.....	152
10.4.	Фактор времени	156
10.5.	Другие факторы.....	161
10.6.	Краткие выводы	165
11	Методы расчета мультипликаторов и их применимость.....	166
11.1.	Палитра методов расчета мультипликаторов	166
11.2.	Методы расчета среднего значения мультипликатора	167
11.3.	Регрессионное уравнение.....	169
11.4.	Отраслевая применимость методов	174
11.5.	Краткие выводы	176
12	Расчеты и интерпретации	177
12.1.	Причины разрыва в оценке компаний из разных стран	178
12.2.	Учимся на чужих ошибках	184

12.3. Вода, вода, кругом вода.....	187
12.4. Абсолютное и относительное.....	194
13 Замечания о применении оценки по мультипликаторам в условиях финансового кризиса	205
14 Вместо заключения.....	209
Приложение	212
Ответы на контрольные вопросы	216
Список используемых аббревиатур	221

Иногда в оценке акций есть нечто большее, чем отношение «цена/прибыль»¹.

Уоррен Баффетт

ВСТУПИТЕЛЬНОЕ СЛОВО

Дорогие читатели! Я рада представить вашему вниманию новую версию моей книги. Предыдущий пятитысячный тираж полностью распродан, и у меня наконец-то есть возможность дополнить книгу, о чем я мечтаю практически с момента выхода первого издания.

Разрабатывать тему оценки с использованием сравнительных рыночных коэффициентов (или мультипликаторов) с методологических позиций я начала еще в 2000 г., когда, работая в инвестиционно-банковском подразделении инвестиционной компании, поняла, что теоретических знаний, которые можно почерпнуть из классических финансовых учебников, явно недостаточно. Каждый раз приходилось что-то домысливать, о чем-то догадываться, упираться в невозможность дать разумную интерпретацию полученным результатам и т. д. Например, мы все время сталкивались с огромным (в два раза и более) разрывом в оценке компании при использовании различных мультипликаторов, и постоянно вставал вопрос, какая из оценок ближе к истине. Тогда-то я и начала систематизировать проводившуюся мной и моими коллегами работу по оценке и полученные в ходе нее результаты и «дистраивать» для себя теорию сравнительных коэффициентов, весьма скупо изложенную в учебниках по финансам.

С тех пор немного изменилось. Ни один из имеющихся на сегодняшний день открытых источников не дает необходимого объема знаний для практического овладения всем спектром методов оценки с учетом нюансов применения каждого из них. Многие знания находятся лишь «в головах» у практиков и пере-

¹ Sometimes there is more to stock valuation than price earnings ratio. — Цит. по: Buffett W. Letter to Shareholders of Berkshire Hathaway, 1988.

даются буквально из уст в уста. И это обстоятельство создает серьезную проблему при повышении квалификации финансовых аналитиков.

Осознание того, что по столь важному практическому аспекту финансовой аналитической работы нет ни одного систематического руководства, в сочетании с моим личным опытом и подвигло меня на создание этой книги. В ее основе — знания, полученные мной за несколько лет консультационной и инвестиционно-банковской практики; большинство приведенных в книге примеров являются реальными расчетами, проводившимися командой, с которой я работала, в ходе ведения проектов, или расчетами, с которыми я сталкивалась, находясь «с другой стороны» сделки.

Я вижу свою цель в том, чтобы предоставить финансовым аналитикам теоретические знания, на основе которых они смогут выработать *практические* навыки, необходимые для того, чтобы:

- определять уместность применения оценки по мультипликаторам в каждом конкретном случае и понимать, когда какой метод оценки предпочтительнее использовать;
- выбирать мультипликаторы, наиболее подходящие для оценки той или иной компании;
- грамотно рассчитывать значения мультипликаторов;
- уметь интерпретировать результаты, полученные при оценке по мультипликаторам, т.е. понимать все искажения и погрешности, связанные с применением конкретного метода оценки.

Таким образом, речь пойдет о границах применимости метода. Все описанные ниже шаги направлены на получение более точной оценки как компаний, так и их ценных бумаг, значимость которой особо важна при принятии инвестиционного решения.

Вы уже, наверное, обратили внимание на эпиграф, который на первый взгляд противоречит содержанию книги. Казалось бы, если автор собирается рассказывать об использовании в оценке сравнительных рыночных коэффициентов (мультипликаторов), то зачем в эпиграф выносить фразу, согласно которой оценка должна выходить за рамки расчета мультипликаторов? На самом деле никакого противоречия нет, ибо задача этого методологического пособия как раз и состоит в том, чтобы научить вас творческому и осмысленному использованию мультипликаторов для

оценки компаний и показать, что простейшие сравнения не всегда приводят к желаемому результату.

Выбирая для своей книги стиль изложения, я ориентировалась на читателей с начальной финансовой подготовкой. Для понимания текста вам потребуется как минимум знание таких терминов, как «норма дисконта», «дисконтирование», «дисконтированный денежный поток», «средневзвешенная стоимость капитала», «ценная бумага с фиксированным доходом», «модель дивидендов Гордона», «модель оценки финансовых активов» (capital asset pricing model — CAPM) и др. Кроме того, необходимо наличие базовых навыков работы с финансовой отчетностью. Специальной подготовки в области оценочной деятельности не требуется. Я рассчитываю, что тем, кто знаком с основами корпоративных финансов, будет понятно в этой книге практически каждое слово.

А теперь коротко об отличии нового издания книги от предыдущего. Эта версия отличается от старой четырьмя основными моментами.

Первое. Я существенно расширила главу «Расчеты и интерпретации», дополнив ее тремя примерами. При этом я привожу примеры не только корректных, но и некорректных, на мой взгляд, расчетов, чтобы вы могли учиться на чужих ошибках.

Второе. У меня была возможность познакомиться с тем, как теорию, изложенную в моей книге, применяют на практике студенты экономического факультета Высшей школы экономики, где преподают эту теорию. Я пришла к выводу, что техническая часть материала (как грамотно построить мультипликатор, как правильно подобрать аналоги) усваивается хорошо, но при этом не очень воспринимается одна очень важная идея — об относительном характере оценки по мультипликаторам и связанных с этим ограничениях. Поэтому я написала новый раздел «Абсолютное и относительное» (в той же главе), который проиллюстрирует этот очень серьезный тезис на примерах и подходах великих инвесторов и теоретиков инвестирования, которые мне удалось подобрать.

Третье. Книга готовится к печати в октябре 2008 г. Теперь, когда «на дворе» кризис, мне стали задавать вопрос: а как адаптировать методы, изложенные в этой книге, для оценки компаний в условиях кризиса. Мои размышления на эту тему вы найдете в 13-й главе, которая была написана «на злобу дня».

Кроме того, в новой редакции книги я привожу два примера контрольных работ по теме «Оценка по мультипликаторам» в помощь преподавателям, которые используют мою книгу в учебном процессе.

В книге есть и еще ряд изменений, но они не столь принципиальны.

Итак, приступим.

1

ВВЕДЕНИЕ В ТЕОРИЮ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ

Представьте, что вы хотите продать свою двухкомнатную квартиру в 9-этажном панельном доме постройки 1970-х гг. Вы не доверяете риелторам и хотите сначала самостоятельно оценить ее. И вот вы открываете базу данных по продающимся квартирам в вашем городе и находите, что в непосредственной близости от вашего дома продаются еще две квартиры — «однушка» в 9-этажном кирпичном «сталинском» доме прямо напротив через дорогу и «трешка» в «хрущобе» во дворе вашего дома. За первую просят по 2500 долл. за метр, за вторую — по 1900 долл. Вы звоните по объявлениям, расспрашиваете агента, смотрите квартиры и в результате узнаете следующее. Площадь сталинской «однушки» — 36 кв. м — вполне приличная для однокомнатной квартиры, имеется совмещенный санузел с окном, как сейчас модно, большая 20-метровая комната, кладовка, антресоли, но кухня маловата — всего 7 м. Квартира недавно отремонтирована, «родной» паркет в отличном состоянии. Подъезд тоже отремонтирован и оборудован домофоном. Существенный минус — все окна выходят на шумный проспект, хотя новенькие стеклопакеты этот шум приглушают. К тому же перекрытия в доме деревянные, капремонта не было. Этаж — последний. Трешка в «хрущобе» — малогабаритка, всего 62 м: крошечная кухня, вспомогательных помещений нет, подъезд дома открыт и очень грязный, на стенах каракули и пахнет бомжами, лифта нет, а квартира на четвертом этаже, однако дом стоит во дворе (во двор выходят все окна), очень зелено и уютно. Но от автобусной остановки дальше, чем «сталинка», — там она прямо перед окнами.

Исходя из этой информации, вы пытаетесь оценить свою «двушку», которая представляет собой нечто среднее между «однушкой»

и «трешкой» — более-менее нормальная планировка, недавно был ремонт, но все окна выходят на проспект, да и подъезд грязный, как в хрущобе. Мысленно вы составляете список факторов, которые влияют на цену квартиры: престижность района, близость к транспорту, материал дома (панель, кирпич, монолит и т.п.), этажность, состояние дома (перекрытия, коммуникации, давность капремонта), состояние подъезда, соседи (наличие коммуналок), наличие лифта, мусоропровода, наличие удобств (например, магистральный газ или газовая колонка), этаж, на котором находится квартира, окна — во двор или на улицу, планировка, состояние квартиры и пр., не говоря уже о юридической чистоте документов. Сделав грубую прикидку, вы решаете выставить квартиру по 2300 долл. за метр и постепенно опускать цену. Реалистичная ситуация, не правда ли?

То, что мы сейчас проделали, — это и есть оценка объекта (в данном случае — недвижимости) по аналогии. Представляете, сколько факторов нужно учесть даже для оценки квартиры. Примерно также по аналогии оценивается и бизнес, только задача становится более сложной. Труднее подобрать аналоги (они не так очевидны), шире спектр факторов, которые влияют на стоимость, труднее сформулировать, чем наши аналоги (каждый из них) отличаются от оцениваемой компании и какие корректировки нужно будет применить. Об этом — данная книга. Но сначала несколько вводных разделов.

1.1. Используемая терминология

Всякому, чья деятельность имеет отношение к финансовому рынку, наверняка приходилось слышать или самому говорить: «эта акция котируется по Р/Е десять», «эта бумага по Р/С переоценена». Иностранные аббревиатуры Р/С и Р/Е¹ обозначают рыночные коэффициенты², которые используются для оценки компаний и их ценных бумаг.

В англоязычной финансовой литературе я насчитала по меньшей мере шесть терминов, обозначающих оценку на основе рыночных коэффициентов:

¹ Всюду в тексте мы будем сохранять принятые в финансовой литературе английские обозначения мультипликаторов.

² В профессиональных источниках используется также термин «оценочные коэффициенты».

- 1) оценка *по мультипликаторам* (от англ. multiplier — множитель), поскольку для получения результата какой-либо показатель компании умножается на некоторый коэффициент;
- 2) оценка *методом «эталонной» компании* (guideline company), так как оцениваемая компания сравнивается с эталонной, цена которой заранее известна;
- 3) оценка *по аналогии* (by analogy), так как проводится аналогия между оцениваемой компанией и эталонной;
- 4) *сравнительная* (comparable) оценка¹, поскольку одна ценная бумага оценивается путем сравнения с другими;
- 5) *относительная* (relative) оценка, поскольку одна ценная бумага оценивается относительно других (по относительной шкале);
- 6) *рыночная* (market) оценка, так как она опирается на рыночную информацию о компании-аналоге².

В связи с этим мне вспоминается такой случай. Несколько лет назад меня попросили прочитать лекцию по мультипликаторам студентам экономического факультета, которую я хотела начать с этого перечисления, и она была представлена как презентация «использования в оценке метода *рыночных сравнений*». Действительно можно сказать и так, так что возможные варианты названия данного метода вышеприведенным списком не исчерпываются.

Термин «оценка по аналогии» был больше распространен в 1970–1980-е гг., чем в настоящее время; термин «эталонная компания» чаще употребляется профессиональными оценщиками, чем инвестиционными банкирами, остальные же четыре понятия, на мой взгляд, распространены одинаково широко. Но все эти термины обозначают одно и то же: один и тот же метод или подход к оценке, один и тот же алгоритм расчета, поэтому выбор термина скорее отражает профессиональную принадлежность автора текста, чем содержит намек на какие-либо нюансы применения метода.

¹ В русском языке в качестве профессионального сленга часто используют оборот «по компа́м», который происходит от английского слова comparable и его сокращения comps.

² Оценщики недвижимости для обозначения данного метода используют еще один термин — «оценка методом сравнения продаж» (sales comparison), при этом подразумевается, конечно же, сравнение цен на сходные объекты недвижимости.

Мультипликаторы широко используются для «мгновенной» оценки компаний (ценных бумаг). При этом в ходе такой оценки производится сравнение объекта оценки с неким аналогом, мультипликаторы которого могут быть приняты за эталон.

1.2. Понятие «мультипликатор»

Использование мультипликаторов обусловлено трудностью установления прямого соотношения цен на акции разных компаний.

Пример 1¹. Допустим, что компании А и Б идентичны абсолютно во всем, за исключением количества акций. Положим, выручка каждой из компаний равна 100 долл., а чистая прибыль — 10 долл. Теоретически рыночная капитализация, или рыночная стоимость 100% акций, компаний А и Б должна быть одинакова, так как она не зависит от того, на сколько акций поделен капитал компании. Пусть рыночная капитализация и той и другой компании составляет 100 долл. При этом у компании А в обращении находятся 10 акций, а у компании Б — 20. Долгов ни у той, ни у другой компании нет. В этом случае одна акция компании А стоит 10 долл., а одна акция компании Б — 5 долл. Таким образом, цены акций этих компаний отличаются в два раза, и единственная причина этого — разное количество акций.

Пример 2. Теперь предположим, что компания А подобна компании Б, но крупнее ее ровно в два раза, т.е. ее выручка составляет 200 долл., а чистая прибыль — 20 долл. Между тем количество акций у компаний А и Б одинаково — по 10 шт. Если капитализация компании Б равна 100 долл. и одна акция стоит 10 долл., то капитализация компании А должна быть в два раза больше и составлять 200 долл., а стоимость одной акции этой компании должна равняться 20 долл.

Пример 3. Наконец, предположим, что компания А в два раза крупнее компании Б (как и в предыдущем примере), но у нее в два раза меньше акций (10 и 20 шт. соответственно). Тогда одна акция компании А должна стоить 20 долл., а компании Б — 5 долл.

¹ Большинство примеров в книге являются абстрактными. Для большей наглядности и упрощения расчетов в них используются небольшие круглые числа.

Из приведенных примеров явствует, что существуют два принципиальных фактора, от которых при прочих равных условиях зависит цена одной акции: общее количество акций и размеры компании. Таким образом, для того чтобы ответить на вопрос, насколько переоценены или недооценены акции компании А по сравнению с акциями компании Б, необходимо учитывать как размер компании, так и количество выпущенных ею акций¹. Согласитесь, что при расчетах одновременно контролировать эти два фактора довольно сложно, даже в таких упрощенных примерах, как наши, не говоря уже о более сложных ситуациях, когда число акций исчисляется миллионами (причем это число вряд ли будет круглым). Кроме того, всегда возникает и третий фактор: оцениваемая компания и ее эталон не являются абсолютно подобными: например (очень упрощенно), их выручка отличается в полтора раза, а чистая прибыль — только на 30%.

Для упрощения стоимостного анализа и придуман метод мультипликаторов (сравнительных коэффициентов), который позволяет изящно абстрагироваться от влияния на цену акции двух упомянутых выше факторов — размера компании и количества акций, на которое поделен ее акционерный капитал. Иными словами, этот метод позволяет производить расчеты, как если бы сравниваемые компании были одинаковы по размеру и имели одно и то же количество акций. Сравнение цен акций производится по отношению не к выручке или чистой прибыли компании, а к выручке или прибыли на одну акцию. Если мы поделим цену акции на выручку или на прибыль, приходящиеся на одну акцию, то как раз и получим коэффициенты P/S (где P — цена (price), а S — объем продаж в денежном выражении (sales), что, как правило, тождественно выручке) и P/E (отно-

¹ Здесь необходимо уточнить, что лучше сравнивать именно цены одной акции, а не размеры капитализации различных компаний, поскольку в долгосрочной перспективе следует оценивать результаты, которые показывает компания в расчете на одну акцию, чтобы не «примешивать» к операционным результатам влияние на капитализацию слияний и поглощений, выпусков и выкупов акций и т.п. Это логично с точки зрения акционеров компании, у которых при слияниях и поглощениях и при выпуске новых акций остается на руках такое же количество акций в штуках, как и ранее, а меняется лишь их доля в компании (если только они не инвестируют в нее, покупая акции дополнительной эмиссии). Подробнее об этом см. в разд. 3.1.

шение цены акции к чистой прибыли на одну акцию (earnings per share — EPS))¹.

Мультипликаторы позволяют мыслить о стоимости акций не как о котировках ценных бумаг, а как о котировках финансовых или натуральных показателей компании (выручки или чистой прибыли). Они показывают, насколько, например, один доллар выручки компании А котируется выше, чем один доллар выручки компании Б, являясь, таким образом, *относительными*, или *сравнительными*, показателями оценки компании.

Теперь вернемся к нашим примерам. В основе идеи мультипликаторов лежит экономический закон одной цены (the law of one price), который гласит, что два одинаковых актива должны иметь одинаковые рыночные цены. В такой идеальной модели:

- если компании отличаются друг от друга только по количеству акций (пример 1), то величины их P/S и P/E совпадают;
- если компании подобны, как подобны карты одной и той же местности в разных масштабах, или как могут быть подобны геометрические фигуры, и у них одинаковое количество акций (пример 2), то их мультипликаторы тоже совпадают;
- более того, даже когда компании подобны, но у них *разное* количество акций (пример 3), их P/S и P/E все равно совпадают (см. расчеты в табл. 1).

¹ Я хочу извиниться за то, что в книге в основном будут использоваться английские аббревиатуры и определения мультипликаторов. Вы можете поставить мне «двойку» за знание профессионального языка российских финансистов, но я вынуждена расписаться в собственной неспособности освоить и понять существующую русскую терминологию, которую «внедряют» некоторые российские преподаватели. Так, например, в базовом учебном пособии В.В. Ковалева «Финансовый учет и анализ: концептуальные основы» (Москва, 2004) (далее — пособие Ковалева) коэффициент P/E переводится как ценность акции; *market-to-book ratio* — коэффициент котировки акции; *dividend payout* — дивидендный выход; *debt to capital ratio* — коэффициент финансовой зависимости капитализированных источников. Я оставляю работу по заучиванию этих терминов студентам, сдающим экзамен по пособию Ковалева. На мой взгляд, в ситуации, когда термины на русском языке еще не устоялись, легче разобраться в вопросе, если в книге будет использоваться английская терминология. Кроме того, знание англоязычной терминологии окажется полезным для чтения литературы по финансам на языке оригинала.

Таблица 1. Пример расчета мультипликаторов P/S и P/E для сравнимых компаний

	Пример 1		Пример 2		Пример 3	
Компания	А	Б	А	Б	А	Б
Выручка (S)	100	100	200	100	200	100
Чистая прибыль (E)	10	10	20	10	20	10
Количество акций	10	20	10	10	10	20
Рыночная капитализация	100	100	200	100	200	100
Цена 1 акции	10	5	20	10	20	5
P/S	1	1	1	1	1	1
P/E	10	10	10	10	10	10

Таким образом, в результате перехода к расчетам на одну акцию процедура стоимостного анализа была существенно упрощена и был найден достаточно эффективный способ сравнения компаний разного размера с разным количеством акций. Такое упрощение базируется на двух дополнительных предположениях:

- оценка компании рынком не зависит от количества ее акций;
- рынок одинаково оценивает акции крупных и мелких компаний, если эти компании подобны.

Первое предположение выглядит достаточно правдоподобно и не грозит финансовому аналитику никакими осложнениями. Известно, например, что дробление акций не ведет к изменению рыночной капитализации компании. В случае со вторым предположением ситуация не столь однозначна. (Более подробно об этом будет рассказано в разд. 10.1.)

1.3. Применение метода оценки на основе мультипликаторов

Основной сферой применения мультипликаторов является оценка компаний (акций). Оценка на основе мультипликаторов очень популярна среди финансовых аналитиков.

Во-первых, ее используют управляющие финансовыми активами, финансовые аналитики и трейдеры для оценки котируемых бумаг (т.е. тех, что уже имеют рыночную цену) с целью определения целесообразности приобретения их по существующей ры-

ночной цене. Иными словами, мультипликаторы помогают ответить на вопрос: «Переоценена ли или недооценена конкретная бумага по сравнению с другими бумагами компаний из этой же отрасли, страны и т.п.?»

Во-вторых, этот метод используется для оценки закрытых или некотируемых компаний, т.е. тех, чьи акции не имеют рыночных котировок. Такая оценка необходима: при осуществлении слияний и поглощений закрытых компаний; при первичном публичном предложении акций; при выкупе доли одного из акционеров другими акционерами; при передаче акций компании в залог; для проведения реструктуризации и т.д. — словом везде, где применима оценка.

Понятно, в первом случае предполагается, что рынок может быть нерациональным, т.е. оценивать финансовые активы не по их справедливой стоимости, а во втором — наоборот: оценка производится на основе рыночных цен аналогичных компаний, и тем самым подразумевается, что эти рыночные цены справедливые.

Строго говоря, оценка по мультипликаторам не является основным методом оценки акций (компаний). Традиционно считается, что самый точный, хотя и более трудоемкий метод оценки бизнеса — это дисконтирование денежных потоков. Однако на практике дисконтирование не всегда применимо, и во многих случаях возникает необходимость дополнить его оценкой по мультипликаторам. Она применяется, в частности, в следующих ситуациях:

- когда требуется *мгновенная* (читай — упрощенная) оценка;
- *при недостатке данных для оценки* по дисконтированным денежным потокам;
- *если невозможно обеспечить точное прогнозирование* на длительный период;
- *когда требуется придать оценке объективность* (при оценке по мультипликаторам это обеспечивается за счет использования рыночной информации);
- *если требуется проверить оценку с помощью других методов*, т.е. когда нужны вспомогательные проверочные методы.

Рассмотрим эти случаи более подробно.

Мгновенная оценка. Финансовый аналитик может просто не иметь времени на расчеты. Нередко ситуация требует принятия почти мгновенных финансовых решений, особенно часто это про-

исходит при торговле ценными бумагами, когда трейдер вынужден за считанные секунды определиться по вопросу об их покупке или продаже. Современные финансисты и теоретики бизнеса часто цитируют слова, принадлежащие профессору Стэнфордского университета Кэтлин Айзенхарт: «Сегодня, более чем когда-либо, лучшие стратегии оказываются бесполезными, если их формулировка отнимает слишком много времени»¹. Оценка на основе мультипликаторов — это, безусловно, самый простой и быстрый из всех известных методов, чем, собственно, и объясняется его широкое распространение в последнее время.

Недостаток данных. У финансового аналитика может не хватать данных для построения сложных финансовых моделей. Такие ситуации возникают сплошь и рядом, например:

- при купле-продаже акций портфельным акционером, не имеющим достаточной информации о компании;
- при проведении оценки для целей недружественного поглощения, которое не подразумевает полного раскрытия информации со стороны поглощаемой компании;
- при оценке молодой компании (start-up), которая еще не имеет своей истории операций.

В отсутствие времени и достаточной информации оценка на основе мультипликаторов — это практически единственный выход из положения, хотя и не идеальный.

Невозможность точного прогнозирования. Мультипликаторы часто применяются в рамках метода дисконтированных денежных потоков. Как правило, в этом случае они используются при оценке остаточной, или конечной, стоимости бизнеса (*terminal value* — *TV*)².

Такое применение рыночных коэффициентов обусловлено тем, что модель денежных потоков никогда не строится на бесконечно длинный период. Выбирается определенный горизонт прогнозирования, скажем 10 лет, и стоимость бизнеса рассчитывается как

¹ Eisenhardt K. Speed and Strategic Choice: How Managers Accelerate Decision Making // *California Management Review* (Spring, 1990).

² В книге Т. Коупленда, Т. Колера и Дж. Муррина «Стоимость компаний» использован термин *continuing value*, переведенный на русский язык как «продленная стоимость».

сумма дисконтированных денежных потоков за данный период плюс приведенная стоимость остаточной стоимости бизнеса на конец выбранного периода. Остаточная стоимость, в свою очередь, рассчитывается через мультипликатор, например, как прибыль «конечного» года, умноженная на определенный коэффициент. Использованию мультипликаторов для расчета остаточной стоимости бизнеса посвящен разд. 9.2, в котором речь пойдет о выборе горизонта прогнозирования, а также о специфике использования мультипликаторов для этих целей.

Объективность. В западных странах, особенно в США, оценка на основе мультипликаторов широко используется судебными органами. С юридической точки зрения порой достаточно трудно доказать, насколько справедливой (объективной) является оценка на основе будущих чистых денежных потоков оцениваемой компании, так как речь идет о прогнозах, которые могут быть весьма субъективными. В этом смысле рыночная оценка считается более справедливой и поэтому принимается во внимание при рассмотрении судебных дел. Такая практика начинает постепенно приживаться и в России.

В Японии, например, до 1989 г. действовали законодательные нормы, согласно которым банки — андеррайтеры первоначальных выпусков акций (initial public offering — IPO) были обязаны рассчитывать цены размещения при помощи мультипликаторов трех сравнимых компаний, при этом должны были использоваться мультипликаторы P/E, P/BV (аббревиатура выражения price to book value ratio — отношение рыночной стоимости активов к их балансовой стоимости) и P/D (price/dividends — «цена/дивиденды»)¹. Делалось это для того, чтобы андеррайтеры не занижали цену размещения первоначальных выпусков (как известно, недооценка акций при первичном размещении в среднем составляет 16–17% от рыночной цены в первый день торгов), однако практика показала, что эта мера не ведет к исчезновению недооценки IPO, так как банк-андеррайтер обычно выбирал из возможных сравнимых компаний те, которые имели более низкие мультипликаторы².

¹ В последующих главах мы будем говорить об этих показателях более подробно.

² Ibbotson R. and Ritter J. Initial Public Offerings // Handbooks of Operations Research and Management Science: Finance, ed. R. Jarrow, V. Maksimovic, and W. Ziemba. Chapter 30, pp. 993–1016. (Amsterdam: North-Holland).

Проверка оценки другими методами. Оценка на основе мультипликаторов оказывается хорошей дополнительной проверкой результатов, полученных с помощью других методов. Если у аналитика есть внутреннее ощущение, что оценка на основе мультипликаторов близка к справедливой, то ее существенное расхождение с оценкой по дисконтированным потокам будет, скорее всего, указывать на ошибки в финансовой модели (однако расхождение в оценке по дисконтированным денежным потокам и в оценке по мультипликаторам может свидетельствовать и о неправильном выборе аналогов). Если при расчетах ошибок не было, то результаты оценки, полученные этими двумя методами, должны совпадать или по крайней мере находиться в довольно узком интервале (конечно, делая такое утверждение, мы подразумеваем, что речь не идет о серьезных рыночных аномалиях).

1.4. Ограничения метода оценки по мультипликаторам

Благодаря кажущейся простоте и скорости проводимых вычислений сравнительный метод оценки получил широкое распространение, но нельзя забывать о том, что «бесплатный сыр бывает только в мышеловке»: за быстроту и простоту приходится платить, и в первую очередь — точностью оценки. Англоязычные финансисты используют выражение *quick and dirty valuation* (быстрая и грязная оценка). Именно так называют оценку на основе мультипликаторов. При проведении такой оценки возникают два вида погрешностей.

- Во-первых, погрешность возникает из-за того, что при оценке по мультипликаторам иногда крайне трудно подобрать группу компаний-аналогов, максимально похожих на оцениваемую компанию. Как не бывает двух одинаковых людей, так не бывает и двух одинаковых компаний. Если мы недостаточно хорошо знаем оцениваемую компанию, чтобы построить для нее модель чистых денежных потоков, то точно подобрать к ней аналоги мы также не можем, не говоря уже о том, что порой близких аналогов объективно не существует. Работая с мультипликаторами, мы действительно получаем сравнительную, или относительную, оцен-

ку в полном смысле слова — оценку по сравнению с той группой аналогов (или относительно нее), которая выбрана оценщиком. Однако является ли такая оценка приближением к справедливой цене¹ — это открытый вопрос.

- Во-вторых, если при погрешности первого рода речь идет о человеческой ошибке при подборе компаний-аналогов, которая может быть и вынужденной по причине недостатка информации, то погрешность второго рода возникает независимо от воли и квалификации аналитика. Оценка по мультипликаторам — это рыночная оценка, для нее используются соответствующие рыночные показатели, рассчитанные либо на основе котировок акций публичных компаний, либо по ценам сделок по приобретению аналогичных компаний. Оцениваемая компания сравнивается на основе этих показателей с группой компаний-аналогов. Если исходить из предположения о том, что рынок рационален и всегда оценивает компании справедливо (на основании приведенной стоимости будущих денежных потоков), то разница в мультипликаторах для двух компаний может отражать лишь степень их различия. Если же предположить, что рынок может ошибаться, то разные мультипликаторы могут отражать и ошибки рынка — переоценку или недооценку акций одной компании относительно другой. Для грамотного использования мультипликаторов мы должны быть уверены, что наша группа компаний-аналогов оценена корректно, т.е. рынок в среднем справедливо «оценил» бумаги той отрасли, которую представляет группа аналогов, на конкретную дату. Однако без фундаментального анализа ситуации на финансовом рынке в целом такой уверенности быть не может.

Таким образом, метод оценки по мультипликаторам таит в себе определенные угрозы, возникающие из-за того, что при использовании рыночной информации крайне трудно грамотно учесть настроения рынка. Рынок в целом может быть «перегрет» или, наоборот, подвержен паническим настроениям инвесторов, а кроме того, может переоценивать или недооценивать компании

¹ Под «справедливой» понимается цена, равная оценке по дисконтированным будущим денежным потокам, т.е. цена, совпадающая с так называемой «внутренней» (intrinsic), или инвестиционной, стоимостью актива.

какой-то определенной отрасли, которая на данный момент «в моде» или «не в моде», и т.д. В таких случаях значения мультипликаторов для группы компаний-аналогов оказываются искаженными по сравнению со значениями, рассчитанными на основе их справедливых цен. Следовательно, достоинства мультипликаторов есть продолжение их недостатков. Как уже неоднократно говорилось, оценка на основе мультипликаторов называется относительной, или сравнительной, т.е. мы оцениваем стоимость той или иной бумаги лишь *по отношению* к той группе компаний-аналогов (или в сравнении с ней), которую мы выбрали, и наш метод оказывается уязвимым, если, скажем, рынок в целом «перегрет» или конкретная отрасль переоценена, как это недавно происходило, например, с акциями интернет-компаний.

Здесь уместно сделать краткое, но крайне важное замечание относительно гипотезы эффективности рынка. Согласно этой гипотезе, рыночная цена котируемого актива является несмещенной (unbiased) оценкой его справедливой стоимости. При *слабой* степени (weak form) эффективности рынка требуется, чтобы в цене актива мгновенно учитывалась информация, влияющая на его цену (но не определяется, какая точно), при *средней* степени (semistrong form) оговаривается, что речь идет обо *всей* публично доступной информации, при *сильной* степени (strong form) — об *абсолютно всей* информации, включая инсайдерскую. Нередко гипотеза об эффективности рынка трактуется таким образом: «рыночные цены на ценные бумаги справедливы (fair) в каждый момент времени». Но такая трактовка неверна даже для гипотезы сильной степени эффективности рынка. На эффективном рынке цены активов могут быть выше или ниже их справедливых стоимостей, нужно только, чтобы отклонения реальных цен от справедливых были случайными. Таким образом, с равной вероятностью каждая ценная бумага может быть как недооценена, так и переоценена даже на эффективном рынке. Кроме того, в настоящий момент большинство специалистов по корпоративным финансам сходится во мнении, что гипотеза об эффективности финансовых рынков неверна. И это касается эффективности не только сильной степени (что признавалось довольно давно и даже самим автором этой гипотезы американским экономистом Юджином Фамой), но и средней степени. В подтверждение этого мнения уже накоплен огромный статистический материал.

Получается что-то вроде противоречия. С одной стороны, сам метод оценки по мультипликаторам несет в себе погрешность, так как рыночные цены компаний-аналогов могут быть несправедливыми. С другой стороны, сравнительный метод применяется для оценки котируемой компании, т.е. уже оцененной рынком, именно в целях проверки того, недооценена ли или переоценена рынком наша компания в данный момент времени по сравнению с группой компаний-аналогов. И именно метод оценки по мультипликаторам позволяет оценить справедливость рыночной цены компании.

Уоррен Баффетт, которому принадлежат слова, вынесенные в эпиграф книги, предварил содержащийся в них вывод такой историей. Когда ему было 24 года, он работал в нью-йоркской компании Rockwood & Co., специализировавшейся на производстве шоколадных изделий. Начиная с 1941 г., когда какао-бобы продавались по 50 центов за фунт, компания применяла метод оценки запасов LIFO (*last in, first out*)¹. В 1954 г. из-за неурожая какао-бобов цены на них поднялись до 60 центов за фунт, и, пока цены не упали, компания решила быстро продать большую часть своих запасов. Если бы они были просто реализованы, то налог на прибыль по ставкам, действующим в то время, составил бы 50%. Между тем в 1954 г. в США был принят новый Налоговый кодекс, который разрешал компаниям не уплачивать этот налог, если их запасы распределялись между акционерами в рамках плана по реорганизации (в смысле сокращения) бизнеса. В этих условиях руководство Rockwood & Co. приняло решение закрыть продажу какао-масла как самостоятельный вид бизнеса и заявить, что запасы в размере 13 млн фунтов какао-бобов относимы именно на него. Компания предложила своим акционерам выкупить их акции в обмен на какао-бобы и готова была отдавать по 80 фунтов какао-бобов за одну акцию. До объявления о выкупе одна акция компании стоила 15 долл., а после выкупа ее цена выросла до 100 долл., несмотря на то что в этот период компания несла большие операционные убытки. Вы, наверное, обратили внимание, что 15 долл. — это гораздо меньше, чем рыночная стоимость запасов какао-бобов на балансе, приходя-

¹ При таком методе сырье, купленное последним, первым списывается на производство, поэтому в условиях резкого роста цен может возникнуть ситуация, когда на складе, согласно бухгалтерским документам, будут только старые, относительно дешевые запасы, использование которых в производстве или их продажа приведут к образованию существенной прибыли и, соответственно, высокому налогу на прибыль.

щихся на одну акцию. С другой стороны, если котировки достигают 100 долл., то это означает, что инвестор, покупающий акции, получает право реализовать какао-бобы на 48 долл. ($80 \times 0,6$ долл.) и владеть долей собственности в Rockwood & Co., которую он оценивает в 52 долл. (100 долл. — 48 долл.), в то время как запасы компании в результате реструктуризации сократятся. Иными словами, инвестор готов платить 52 долл. за акции компании с меньшими запасами, чем были на балансе компании, когда ее акции стоили всего 15 долл. Этот пример свидетельствует о том, что акции были либо недооценены до объявления о выкупе, либо переоценены после него.

Неточность оценки на основе мультипликаторов не означает, что от нее нужно отказываться. Неточные оценки вполне допустимы, если аналитик понимает ограничения, которые накладывает упрощенный метод анализа стоимости на полученный результат и его достоверность. Гораздо хуже, если быстрые оценки не до конца осмыслены и не наполнены реальным содержанием. Применение мультипликаторов для оценки порой сводится к рутинной процедуре расчета, требующей знакомства с основами финансов и знания четырех основных действий математики, и такой подход кажется доступным каждому. Между тем грамотное и творческое применение мультипликаторов позволяет существенно повысить точность оценки, т.е. по возможности смягчить недостатки метода, а также понять причины и масштабы неточностей, что крайне важно для принятия финансовых решений. Таким образом, в оценке важна *интерпретация* результата, и лишь доскональное понимание применяемого метода позволяет проводить эти интерпретации.

При разумном подходе к оценке по мультипликаторам и грамотном использовании всех ее достоинств аналитик может превратить «грязную» оценку в виртуозную и содержательную, правда, в этом случае она окажется не такой уж «быстрой».



Контрольный вопрос 1

Далее мы будем говорить о том, как соотносятся оценка самой компании, ее инвестиционных проектов и ценных бумаг. Однако мы предлагаем читателю проверить свои знания и, перед тем как он заглянет в глубь книги, дать ответ на этот вопрос самостоятельно.

1.5. Место сравнительной оценки в классификации оценочных методов

Традиционно выделяются три метода оценки компании (бизнеса):

- 1) по дисконтированным денежным потокам (так называемый «доходный метод»);
- 2) по активам (затратный метод);
- 3) по мультипликаторам (сравнительная оценка).

Чтобы определить место сравнительной оценки среди возможных методов, нам бы хотелось построить классификацию несколько иначе. С этой целью необходимо ввести три противопоставления.

1. Оценка, базирующаяся в основном на информации о самой компании, в сравнении с оценкой по аналогии с другими компаниями (сравнительная оценка).
2. Оценка компании по ее проектам, иными словами, по будущим денежным потокам, в сравнении с оценкой компании по ее текущим материальным и нематериальным активам.
3. Оценка на основе прошлого в сравнении с оценкой на основе настоящего и будущего.

Стоимость компании (или бизнеса) можно представить разными способами, например как сумму активов, и как сумму пассивов данного бизнеса (сумма активов равна сумме пассивов).

Со стороны пассивов эту стоимость можно представить как стоимость акций компании плюс стоимость ее долгосрочных обязательств¹, а также гибридных или производных ценных бумаг, т.е. таких, которые имеют черты и акций, и облигаций. (Для простоты в наших дальнейших рассуждениях от гибридных инструментов мы, как правило, будем абстрагироваться.) Стоимость акций говорит о доле активов компании, «как бы принадлежащей»² ее акционерам, а стоимость обязательств — о доле кредиторов в активах компании.

¹ Определение «долгосрочные» является здесь очень важным. Вопрос о том, почему речь идет именно о долгосрочных обязательствах, требует отдельного пояснения (см. разд. 3.1).

² Я говорю «как бы принадлежащей», потому что компания в этом смысле напоминает колхоз: теоретически колхозникам принадлежат доли в колхозном имуществе, но в реальности крайне трудно (практически невозможно) получить их натурой. В англоязычной литературе распространен термин *claim* (право требования), т.е. акционеры имеют право требования на часть активов компании.

С другой стороны, стоимость компании можно представить как сумму ее активов, и сделать это возможно как минимум двумя способами (упрощенное деление представлено в таблице ниже).

Во-первых, активы можно поделить или сгруппировать, так сказать, «попроектно». Например, их можно разделить на активы, используемые для текущей деятельности, на новые инвестиционные возможности (проекты) в портфеле компании и на те активы, которые не задействованы (и не будут задействованы) ни в текущей деятельности, ни в новых проектах¹. При этом текущая деятельность может сама рассматриваться как инвестиционный проект с нулевыми начальными инвестициями. Когда мы имеем дело с активами, важно следить за тем, чтобы ни один из них не был забыт и вместе с тем не возникло двойного счета, такую ошибку допустить довольно легко. Если речь идет о проектах, то мы оцениваем их по дисконтированным денежным потокам, т.е. по тем доходам, которые они принесут в будущем². Это и есть оценка на основе будущего.

Во-вторых, активы можно сгруппировать как статьи баланса, где они подразделяются на основные и оборотные, материальные и нематериальные и т.д. При рассмотрении активов как основных и оборотных фондов возможны все три варианта оценки — на основе прошлого, настоящего и будущего:

- *оценка на основе будущего* — это оценка путем дисконтирования денежного потока, который, однако, генерируется не компанией вообще и не ее бизнес-единицей, а конкретным объектом. Например, можно предположить, что компания сдаст свое здание или принадлежащие ей земли в аренду, и дисконтировать связанные с этой операцией денежные потоки³;

¹ Тот факт, что какие-то активы компаний не используются, не означает, что они ничего не стоят. Вероятно, их можно продать, т.е. они имеют так называемую ликвидационную стоимость.

² Оценка проектов на основе их прошлого считается методологически некорректной, и причины этого прекрасно изложены в учебниках по корпоративным финансам, в частности в учебнике Брейли и Майерса «Принципы корпоративных финансов» (2007).

³ При оценке по активам необходимо помнить и об их возможном альтернативном использовании, т.е. вне существующего бизнеса. Как правило, это больше относится к земле и зданиям и в меньшей степени — к оборудованию. Оценка по активам подразумевает их наилучшее использование (highest and best use) — такое, при котором они имеют наибольшую стоимость.

- *оценка на основе прошлого* (или так называемым затратным методом) представляет собой историческую сумму вложений или цену приобретения того или иного объекта за вычетом его износа. Например, оборудование со сроком службы 10 лет было куплено 5 лет назад за 100 долл., следовательно, сейчас его стоимость равна 50 долл. (без учета переоценки из-за инфляции);
- *оценка на основе настоящего* представляет собой текущую рыночную цену, по которой данный актив можно продать или купить, или его восстановительную стоимость, т. е. цену, по которой такой же актив можно построить (с учетом износа). Рыночная цена, как правило, рассчитывается на основе стоимости аналогичных объектов, которые продавались и цена которых известна. Например, можно определить цену здания, исходя из его площади и цены за 1 кв. м, рассчитанной на основе цен продаж аналогичных зданий. Такая оценка является сравнительной. В данном примере мы использовали сравнительный метод для оценки лишь одного из активов компании. Другие виды активов могут оцениваться иными методами.

Упрощенно в первом случае наш баланс выглядит так:

АКТИВЫ	ПАССИВЫ
Активы, используемые в текущей деятельности Инвестиционные проекты Неиспользуемые активы	Акции Гибридные инструменты Облигации и кредиты
СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ	СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ

...а во втором случае так:

АКТИВЫ	ПАССИВЫ
Земля, здания Оборудование Персонал, патенты, торговые марки	Акции Гибридные инструменты Облигации и кредиты
СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ	СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ

Однако по пути аналогии, или сравнения, можно было пойти с самого начала. Тогда для оценки акций компании не нужно было

бы предпринимать оценку ее активов ни в виде суммы проектов, ни в виде суммы факторов производства. Акции можно было оценить напрямую: путем сравнения с бумагами других компаний.

В чем же состоит отличие нашей классификации от общепотребительной? Когда активы компании представляются не в виде суммы проектов, а в виде суммы материальных и нематериальных объектов, т.е. активов в бухгалтерском смысле, то к каждому конкретному активу применимы практически те же способы оценки, что и для компании в целом (оценка по дисконтированным денежным потокам и сравнительная оценка), поэтому, строго говоря, оценка по активам¹ не является самостоятельным оценочным методом. Это скорее способ разделения компании на элементы для последующей оценки каждого из них. Я говорю об этом, чтобы подвести вас к мысли, что сравнительная оценка — это метод, позволяющий оценивать не только компанию в целом, но и ее отдельные активы.

1.6. Недостатки работы с базами данных, содержащими информацию по мультипликаторам

Прежде чем мы перейдем к вопросу о грамотном построении мультипликаторов, я хотела бы сказать несколько слов о том, почему вам придется каждый раз делать это самостоятельно. В настоящее время доступны платные источники финансовой информации, в которых приведены аналоги для конкретной компании и даже рассчитаны их мультипликаторы. Казалось бы, теперь отпадает необходимость знать правила их расчета, если компьютер все уже «сам» посчитал. Однако, за исключением отдельных случаев, я не советую работать с «готовыми» мультипликаторами в силу того, что при таком подходе крайне трудно получить осмысленную оценку интересующей вас компании.

Приведем в качестве примера значения мультипликаторов P/E и P/BV для компаний, которые являются аналогами одной высокотехнологичной компании, котируемой на NASDAQ (по данным *Thompson Reuters*).

¹ Нужно отметить, что в стандартной классификации методов оценки под активами понимаются лишь факторы производства, т.е. инвестиционные проекты в этом смысле активами не являются.

Как видно из табл. 2, разброс цифр по компаниям-аналогам крайне велик. Связано это с тем, что многие из этих компаний молоды, находятся на инвестиционной стадии развития и пока несут операционные убытки. Их средний мультипликатор Р/Е все же положителен и равен примерно 11. Активы котируются в среднем по 1,25 долл. за 1 долл. активов.

Таблица 2. Выборка мультипликаторов компаний-аналогов на основе базы данных Thompson Reuters на 19 сентября 2003 г.

	Р/Е	Р/BV
Panamsat Corp.	21,45	0,73
Acterna Corp.	-0,01	-0,01
American Tower Corp.	-6,87	1,39
ECH Holding Ltd.	13,08	1,02
GN Store Nord	-1,58	1,5
Daimei Telecom Engineering	22,01	0,75
ZTE Corp.	20,05	2,94
Marubeni Telecom Company Ltd.	9,85	1,05
Black Box Corp.	20,53	1,84
Среднее	10,95	1,25

Источник: База данных *Thompson Reuters*.

Теперь взглянем на компанию Comverse Technology Inc, которую мы и хотели бы оценить, опираясь на приведенные коэффициенты. Ее мультипликаторы на 19 сентября 2003 г. таковы: Р/Е = -28,14; Р/BV = 2,16. Бóльшая отрицательная величина Р/Е может, например, означать, что убытки невелики и компания вот-вот станет самоокупаемой (в этом случае при расчете мультипликатора мы делим числитель на отрицательное число, близкое к нулю).

Выясняется, что в данной ситуации оценивать компанию на основе Р/Е компаний-аналогов ничем не лучше гадания на кофейной гуще. На первый взгляд, более точной может показаться оценка по мультипликатору Р/BV. Однако и здесь мы наблюдаем почти двукратное различие между фактическим и расчетным значениями мультипликатора. Хуже всего то, что, применяя только автоматически сконструированные мультипликаторы, мы не можем даже приблизительно объяснить причины таких расхождений. Чтобы это сделать, необходимо более подробно изучить

положение каждой из компаний-аналогов, вероятно, некоторые из этих компаний просто отсеять, а цифры по другим — скорректировать, только в этом случае можно будет получить более или менее достоверную картину.

Как вы могли убедиться, данные, приведенные в табл. 2, едва ли позволят сделать хоть какой-нибудь вывод о стоимости интересующей нас компании. В каждом конкретном случае необходимо точно знать, чем объясняются те или иные финансовые показатели и значения мультипликаторов. Для этого необходимо внимательно изучить, насколько каждая из компаний-аналогов сравнима с оцениваемой, а также рассмотреть специфические обстоятельства, влияющие на ее финансовое положение. И это самый главный недостаток таких баз данных «prêt-à-porter». Кроме того, в любой базе данных рассчитываются только *базовые* или *универсальные* показатели, применимые к компаниям любой отрасли, тогда как зачастую наиболее распространенными являются как раз показатели, *специфичные* для той или иной отрасли (см. главу 7 «Натуральные показатели»). К тому же, насколько мне известно, ни одна из баз не дает аналогов для закрытых компаний, тем более российских, а нам с вами, как правило, приходится оценивать именно их. На мой взгляд, такие базы данных, как *Megastat*, *Value Line*, *Bloomberg*, *Thompson Reuters*, *Compustat*, лучше всего использовать только в качестве источников первичной информации о котировках, ценах сделок и финансовых показателях компаний, а необходимые расчеты производить самостоятельно.

1.7. Краткие выводы

- Мультипликаторы позволяют привести к единому масштабу цены акций компаний, отличающихся по размеру и количеству акций, на которое разделен их уставный капитал. Это производится посредством пересчета показателей компании (например, выручки, прибыли и др.) на одну акцию.
- Мультипликаторы дают возможность мыслить о котировках акций, как о котировках выручки, прибыли и других показателей компании.
- Оценка по мультипликаторам является сравнительной, или относительной, т.е. оценкой в сравнении с группой компаний-аналогов (или по отношению к ней).

- Оценка по мультипликаторам является рыночной, так как строится на основе рыночной информации о компаниях-аналогах. В силу этого, с одной стороны, она отражает те погрешности в оценке финансовых активов, которые допускает сам рынок, а с другой стороны, данный метод позволяет измерить недооценку и переоценку конкретной компании относительно отраслевых аналогов.
- Оценка по мультипликаторам, как правило, используется в тех ситуациях, когда не хватает времени или информации для проведения оценки по денежным потокам, когда необходимо придать оценке объективность и, если нужно, проверить оценку, выполненную другими методами.
- Оценка по мультипликаторам применима не только к оценке компании (бизнеса) в целом или ее ценных бумаг, но и к оценке отдельных активов, в первую очередь — земли и недвижимости.

2

ЧТО ТАКОЕ МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ, КАК ОНИ ВОЗНИКЛИ И КАК ПРИМЕНЯЮТСЯ

2.1. «Сто тысяч почему» о мультипликаторах

В переводе с английского термин «мультипликатор» (multiplier) обозначает множитель, или коэффициент. Для оценки стоимости компании мы умножаем на этот коэффициент какой-нибудь из показателей этой компании.

Допустим, например, финансовый рынок считает, что стоимость компании по производству зубочисток должна в 1,5 раза превышать ее годовую выручку. Если компания А производит зубочисток на 100 долл. в год, то она должна стоить $100 \times 1,5 = 150$ долл.

На простейшем примере мы увидели механизм применения мультипликаторов. Он кажется простым, однако, чтобы грамотно использовать мультипликаторы для оценки компаний, нужно очень многое о них знать.



Контрольный вопрос 2

Какие вопросы у вас возникают, когда вы смотрите на этот пример? Попробуйте сформулировать все «почему», которые приходят вам в голову, и сравнить их с вопросами, задаваемыми в книге.

На мой взгляд, здесь логично было бы задать следующие вопросы.

- Почему мы решили, что стоимость компании зависит именно от ее выручки? Может быть, компания А работает крайне неэффективно, и ее убытки составляют 10 центов на каждый доллар выручки, и чем больше выручка, тем больше убытки?
- Готовы ли будут инвесторы вкладывать деньги в такую компанию в принципе и уж тем более по такой цене, т.е. платить 1,5 долл. за каждые 10 центов годовых убытков, иными словами, «покупать убытки»?
- Не лучше ли оценивать компанию на основе ее чистой прибыли и умножать эту чистую прибыль на какой-нибудь другой коэффициент? Тогда как наша компания, будучи убыточной, ничего не стоит, каким бы этот (нормативный) коэффициент ни был, поскольку при его умножении на отрицательное число результат не может быть положительным.
- Почему мы решили, что для получения стоимости компании выручку нужно умножать именно на 1,5, а не на 1,3; 1,7 или 0,7?
- Когда мы говорим, что компания зарабатывает 100 долл. в год, то какой отрезок времени мы имеем в виду — прошлый, текущий или будущий год? Хорошо, если ее выручка стабильна, тогда можно не задумываться об этом, а если нет? Например, в прошлом году она заработала 70 долл., в этом заработает 100, а в следующем — 150 долл.? А если ее бизнес цикличен, и цикл выглядит так: 80, 90, 100, 90, 80, 90, 100 долл. в год и т.д.?

Поиском ответов на эти и другие вопросы мы займемся в последующих разделах книги.

2.2. Логика мультипликаторов на примере показателя Р/Е

Начнем наши рассуждения с простейшего и всем известного мультипликатора «цена/прибыль» (price/earnings — Р/Е), который представляет собой отношение цены одной акции к чистой прибыли на одну акцию (за год) и равен, естественно, рыночной капитализации компании, деленной на чистую прибыль компании в целом. Иными

словами, Р/Е показывает, во сколько раз больше инвесторы готовы заплатить за компанию по сравнению с зарабатываемой ею чистой годовой прибылью. Если мультипликатор Р/Е равен 5, то это означает, что инвесторы, покупающие акции компании, готовы платить за них из расчета 5 долл. за 1 долл. годовой чистой прибыли компании. Теперь проведем ряд простейших рассуждений.

Предположим, что компания Х зарабатывает каждый год 1 долл. чистой прибыли, которая полностью выплачивается в виде дивидендов, т.е. доля дивидендов в чистой прибыли (*payout ratio*) равна 100%, и так до бесконечности.

Держатель такой акции каждый год получает доход в виде дивидендов:

$$C = \text{DIV} = E \times (1 - b) = E, \quad (1)$$

где DIV — дивиденды, b — доля реинвестируемой прибыли, т.е. $(1 - b)$ — доля прибыли, выплачиваемой в виде дивидендов.

Допустим, что требуемая инвесторами доходность вложений в эту компанию равна 20%. Сколько будут стоить акции такой компании? Вспоминаем начало учебника по корпоративным финансам. Цена акции есть сумма дисконтированных денежных потоков, приносимых данной акцией в бесконечном периоде:

$$P_0 = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{C_t}{(1+r)^t}. \quad (2)$$

$$\text{В случае, если } C_0 = C_1 = \dots = C_t = C, \text{ то } P = \frac{C}{r}. \quad (3)$$

Так как в нашем случае $C = E$ и $P = \frac{E}{r}$, это означает, что

$$\frac{P}{E} = \frac{1}{r}. \quad (4)$$

Таким образом, если компания ежегодно зарабатывает 1 долл. чистой прибыли, то инвесторы, требующие 20%-ную доходность на свои вложения, оценят такую компанию в 5 долл., а мультипликатор Р/Е компании будет равен 5. Как видно из формулы, в данном случае Р/Е — это коэффициент, обратный норме дисконта.

Если же рассматривать это соотношение в обратном порядке, то в простейшей ситуации, когда выплаты по акции составляют 1 долл. ежегодно вплоть до бесконечности, при Р/Е компании, равном 5, требуемая инвесторами доходность на свои вложения равна 20%, при Р/Е = 4 она составит 25%, а при Р/Е = 10 будет 10% и т.д.

Понимание того, что при определенных упрощениях мультипликатор P/E есть число, обратное норме дисконта, дает нам возможность разобраться, какие предположения лежат в основе грубой оценки компании при помощи этого коэффициента. Традиционное дисконтирование чистой прибыли можно свернуть в более короткую формулу: $P = C/r$ (где C — ежегодный чистый денежный поток), но только для тех случаев, когда актив приносит одну и ту же чистую прибыль из года в год, а дисконт не меняется¹.

Таким образом, когда мы, вместо расчета реальных значений коэффициента P/E с использованием данных по компаниям-аналогам, производим деление текущей прибыли оцениваемой компании на норму дисконта, обратную требуемой доходности, или, иначе говоря, *капитализируем* текущую прибыль оцениваемой компании, мы исходим из предположения о ее стабильности. В каких же случаях описанное применение мультипликатора P/E будет давать наибольшую погрешность в оценке? Это происходит, если чистая прибыль компании нестабильна и текущий год не является типичным! Это может относиться как к компании из циклической отрасли, так и к быстрорастущей компании и даже к компании, которая будет создана на короткий срок, ведь применение формулы *perpetuity* подразумевает, что объект оценки живет вечно!



Контрольный вопрос 3²

Предположим, что мы будем оценивать компанию на основе мультипликатора P/E , рассчитанного как число, обратное норме дисконта, и применимого к прибыли оцениваемой компании за текущий год. Какую оценку — завышенную или заниженную, — если сравнивать ее с дисконтированием чистой прибыли, мы получим в следующих случаях:

- а) компания будет продолжать свою деятельность только 10 лет; остаточная стоимость активов = 0;
- б) отрасль циклическая, и в текущем году был спад;
- в) прибыль компании будет расти на 5% в год вплоть до бесконечности;
- г) прибыль компании будет расти на 5% в год в три последующих года, а затем будет оставаться неизменной?

¹ Такой актив по-английски называют *perpetuity*, от латинского *perpetum* — вечный.

² Ответы на контрольные вопросы, которые не обсуждаются в разделе, вы найдете в конце книги.

Естественно, когда есть понимание искажений в оценке при таком использовании P/E , возникает вопрос, как сделать эту оценку более точной. Здесь возможны два варианта действий:

- во-первых, можно попытаться уточнить (скорректировать) значение мультипликатора P/E . Если мы знаем, что для компании, которая будет приносить инвестору 1 долл. в год на бесконечном отрезке времени, P/E равен 5, то, возможно, для компании, которая будет приносить инвесторам 1 долл. только в течение 20 лет, P/E должен быть равен 4?
- во-вторых, можно сконструировать другие мультипликаторы, которые будут больше подходить для оценки конкретной компании, т.е. обеспечат более точный результат.

В первом случае следует задаться вопросом, откуда берутся значения мультипликаторов. До этого момента, спрашивая, сколько стоит компания, мы делали допущение о том, что ее P/E равен 5 и она зарабатывает 1 долл. чистой прибыли в год. А откуда мы знаем, что P/E компании должен быть равен 5? Это число может быть нам дано только в задачке из учебника, а на практике его необходимо найти с помощью вычислений.

Для этого используется известный нам мультипликатор какой-либо компании или группы компаний, принимаемых за аналог оцениваемой компании (впоследствии мы будем употреблять слово «аналог», уже не оговаривая, что речь может идти и о группе компаний). У компании-аналога А нам должна быть известна ее прибыль на 1 акцию и цена акций (положим, они котируются на бирже), а у оцениваемой компании (Б) мы знаем только прибыль на 1 акцию:

Показатель	Компания-аналог (А)	Оцениваемая компания (Б)
Чистая прибыль (E), долл.	5	10
Цена акций (P), долл.	30	x
P/E	6	6

Затем для оценки нужной нам компании мы можем составить простую пропорцию: $P_B/E_B = P_A/E_A$, отражающую наше предположение о том, что мультипликаторы компании-аналога А и оцениваемой компании Б равны. Отсюда:

$$P_B = E_B \times (P_A/E_A) = 10 \times (30/5) = 10 \times 6 = 60 \text{ долл.}$$

Компания Б в два раза дороже компании А, потому что ее чистая прибыль в два раза больше.

Вспомним, что мы говорили о недостатках показателя Р/Е: оценка по текущей прибыли и по этому показателю, рассчитанному как число, обратное норме дисконта, совпадает с более точной оценкой методом дисконтирования только в том случае, если компания зарабатывает одну и ту же прибыль каждый год вплоть до бесконечности, а дисконт неизменен. В противном случае возникает погрешность, направление которой мы пытались определить, отвечая на контрольный вопрос 3. Допустим, что чистая прибыль на 1 акцию растет определенными темпами. Тогда формула дисконтирования такого возрастающего денежного потока сворачивается в известную формулу Гордона:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r - g} = \frac{E_1 \times (1 - b)}{r - g}, \quad (5)$$

где g — темпы роста прибыли.

Отсюда:
$$\frac{P}{E} = \frac{1 - b}{r - g}, \quad (6)$$

и при $1 - b = 1$, т. е. когда прибыль не реинвестируется и полностью выплачивается в виде дивидендов:

$$\frac{P}{E} = \frac{1}{r - g}. \quad (7)$$

Формула (5) выявляет влияние источников роста компании на ее стоимость. Чем меньше b , тем больше знаменатель дроби и тем больше Р/Е. Упрощенно, если компания растет без дополнительных капитальных вложений или инвестиции малы, то мультипликатор Р/Е такой компании будет выше. Если же, напротив, инвестиции неэффективны или речь идет об объективно капиталоемком бизнесе, когда доля дивидендов в прибыли мала, а темпы роста компании невысоки, то Р/Е должен быть ниже. Из этих рассуждений следует, что, применив мультипликатор, обратный норме дисконта, мы можем недооценить или переоценить компанию по сравнению с результатом, полученным при дисконтировании, так как не учтем рост прибыли и его источник. Таким образом, существует теоретическая

причина, по которой применение для оценки мультипликатора, обратного норме дисконта, не всегда оправданно.

И как поступить, если у компании-аналога прибыль испытывает те же колебания, что и у оцениваемой компании? (Это вполне разумное предположение, поскольку цикличны именно отрасли.) Считается, что эффективный и рациональный рынок учел эти колебания в цене акций аналога, и мультипликатор P/E компании-аналога уже скорректирован и не содержит этой погрешности! А это означает, что чем точнее выбран аналог, тем точнее будет оценка! Если мы уверены, что наш аналог хорош, т.е. очень похож на оцениваемую компанию, то, не слишком задумываясь о том, каков экономический смысл P/E , мы придем к точному результату, даже не имея возможности расшифровать значение P/E и соотнести его с полученным при дисконтировании! Другое дело, что для того, чтобы выбрать точный аналог, мы должны четко понимать, какие ключевые факторы влияют на значение P/E .

Существует еще одна причина, почему для расчета P/E мы все же используем данные сравнимых компаний, а не манипуляции с нормой дисконта (требуемой доходностью) для оцениваемой компании. Допустим, мы уверены, что вложения в оцениваемую компанию будут приносить по 1 долл. ежегодно до бесконечности, тогда при $g = 0$ мы будем иметь $P/E = 1/g$. Но дело в том, что мы не всегда знаем значение g для оцениваемой компании. Именно аналогия и позволяет установить норму доходности, которую требуют инвесторы на свои вложения в подобные бумаги. Таким образом, применяя мультипликатор P/E компаний-аналогов при оценке нашей компании, мы фактически выявляем этот дисконт, ведь P/E является его косвенной оценкой! Это и есть практическая причина того, почему конструирование мультипликаторов исходя из нормы дисконта не всегда применимо.

Итак, мы уточняем оценку путем более точного выбора аналога, но, кроме того, мы можем попытаться посмотреть, по какому из показателей оцениваемая компания и ее аналог больше всего схожи и динамика каких показателей более близка, и применить в этом случае другой мультипликатор.

Допустим, мы хотим оценить компанию, прибыль которой подвержена случайным колебаниям вокруг некоторого среднего значения, но при этом выручка из года в год стабильна. Может быть, нам лучше оценивать компанию по выручке на основе мультипликатора P/S (где S (sales) — объем продаж, выручка), как в примере, открывающем

эту главу? Альтернативных вариантов здесь множество, однако наиболее логически и математически обоснован мультипликатор P/E — у него, как мы выяснили, есть четкий экономический смысл. Упрощенно, в предположении о стабильной прибыли, он является числом, обратным норме дисконта, и его применение тождественно дисконтированию стабильных денежных потоков по стабильной норме дисконта. Другие мультипликаторы, хотя их применение и аналогично применению P/E , не имеют никакого отношения к норме дисконта! По мультипликатору P/E вы вычисляете дисконт или ту доходность, которую инвесторы хотят получить от вложений в подобную компанию. По мультипликатору P/S этого сделать нельзя! Форма у него та же, сконструирован он по аналогии, но первоначальный смысл (упрощение дисконтирования) здесь уже утрачен!

Итак, сравнительная оценка состоит из трех основных шагов:

- 1) принятие решения о том, какой мультипликатор или группу мультипликаторов лучше применить для оценки компании;
- 2) выбор аналога и вычисление значений мультипликаторов;
- 3) собственно оценка компании на основе найденных мультипликаторов.

2.3. Краткие выводы

- Для компании, выплачивающей своим акционерам 1 долл. на акцию ежегодно в бесконечном периоде, показатель P/E равен числу, обратному норме дисконта r . Капитализировать текущую прибыль по рассчитанному таким образом мультипликатору P/E можно только для стабильных компаний.
- Для компании, выплачивающей своим акционерам дивиденды, которые в году 1 составляют 1 долл. на акцию и растут темпами g вплоть до бесконечности, мультипликатор P/E равен $1/(r - g)$, т.е. он выше, чем в том случае, когда дивиденды не растут.
- При прочих равных условиях акции растущих компаний стоят дороже, чем акции нерастущих. Оценка стабильной компании по мультипликаторам растущей компании привела бы к ее переоценке, и наоборот.
- Для оценки компании важен также источник роста: более высоко будет оценена компания, у которой капиталоемкость роста ниже.

3 ЧИСЛИТЕЛЬ МУЛЬТИПЛИКАТОРА

3.1. Цена одной акции или 100% акций?

До настоящего момента мы приводили примеры мультипликаторов, в числителе которых стояла цена акций компании ($\text{price} - P$). Пришла очередь поговорить о том, какие еще показатели могут находиться в числителе дроби.

При ответе на этот вопрос нам прежде всего необходимо решить, хотим ли мы, оценивая компанию по чистой прибыли, производить все расчеты на одну акцию. Тогда искомым мультипликатор — это отношение цены одной акции к чистой прибыли на акцию. Если же мы этого не хотим, мы поделим стоимость всех акций компании, т.е. ее рыночную капитализацию ($\text{market capitalization} - MC$), на совокупную чистую прибыль. И в этом случае, для того чтобы подчеркнуть эту разницу, числитель обозначается уже не буквой P , а например, аббревиатурой MC , и тогда абсолютно ясно, что речь идет о 100% акций.

Разумеется, оба подхода приводят к одному и тому же результату. Казалось бы, если следовать математической логике, то совсем не важно, какую формулу применять. Но в некоторых случаях разница оказывается значительной.

Действительно, при использовании таких «простых» мультипликаторов, как P/E или P/S , разница не видна. Но есть и более сложные мультипликаторы, в частности $(P/E)/g$ и $(P/S)/g$, в которых g обозначает темпы роста соответствующего показателя (в данном случае — E и S). Эти мультипликаторы исполь-

зуются в тех случаях, когда оцениваемая компания и аналог растут разными темпами: например, оцениваемая компания относительно быстрорастущая, и ее выручка растет на 10% в год, а ее аналог растет медленно: выручка увеличивается только на 3% в год. Мультипликатор $(P/S)/g$ в какой-то степени учитывает тот факт, что рыночная цена акций аналога отражает низкий будущий рост компании, и для быстрорастущей компании эту цену нужно скорректировать в сторону повышения. Более подробно о том, как появилась эта формула и темпы роста за какой период нужно использовать в расчетах, будет рассказано в последующих главах («Мультипликаторы будущего» и «Расчеты и интерпретации»). Сейчас же нас интересует другой вопрос.

Предположим, что выручка оцениваемой компании действительно росла средними темпами 10% в год и эти темпы сохранятся некоторое время в будущем. Это связано с тем, что компания активно привлекает новый акционерный капитал для финансирования инвестиционных проектов или поглощает компании-конкуренты. Данный факт означает, что доля существующих акционеров постоянно размывается за счет дополнительных эмиссий. После эмиссии каждый конкретный акционер имеет *меньшую* долю в компании *большого* размера, и совершенно не очевидно, что его акции должны стоить дороже (или дешевле). Для того чтобы понять направление изменения цены акций в результате эмиссии, нужно производить более детальные расчеты. Акция может подорожать только в том случае, если в результате привлечения новых денег компания начнет более интенсивно развиваться и ее выручка и прибыль на одну акцию возрастут¹. Таким образом, нужно чтобы росла не совокупная прибыль, а прибыль на одну акцию! Вот здесь-то и проявляется разница между расчетами на всю компанию и на одну акцию.

¹ Теоретически цена акций должна расти, если привлеченные компанией деньги используются на финансирование проектов, доходность которых выше, чем доходность, требуемая акционерами на свои вложения в компанию. И наоборот. На практике акционеры от дополнительных эмиссий в среднем проигрывают, т.е. доходность вложений в компании, которые часто производят дополнительные эмиссии, ниже, чем у тех, кто регулярно выкупает свои акции с рынка. Но эти рассуждения находятся за пределами предмета книги.

3.2. С опционами или без?

Для расчета мультипликаторов считается корректным учитывать в рыночной капитализации и суммарную капитализацию опционов. Этому можно дать двоякое объяснение. С одной стороны, когда мы рассчитываем капитализацию компании с учетом выпущенных ею опционов, мы учитываем тот факт, что в будущем прибыль будет делиться на большее количество акций. Если данный факт не учитывать, это приведет к недооценке мультипликатора.

Рассмотрим упрощенный пример. Допустим, что у компании есть 100 акций, рыночная цена которых составляет 50 долл. за штуку, и 100 опционов на покупку, или опционов колл (call options) со сроком исполнения «сегодня» и ценой исполнения 0 долл., которые также котируются по 50 долл. (это весьма разумное предположение, иначе возможен арбитраж). Допустим, компания зарабатывает 1000 долл. в год чистой прибыли. Если рассчитать мультипликатор P/E по формуле $P/E = (50 \times 100)/1000$, то мы получим, что он равен 5. Однако опционы будут исполнены сегодня, и завтра такой же расчет покажет, что реальный P/E = 10, поскольку $(50 \times 100 + 50 \times 100)/1000 = 10$, т.е. инвесторы готовы платить за 1 долл. прибыли компании 10 долл., а не 5.

С другой стороны, исполнение опционов их держателями по цене, которая ниже рыночной цены акций, приводит к (виртуальному) убытку или (виртуальному) уменьшению прибыли компании. Поэтому, если бы мы при альтернативном подходе в числитель дроби поставили размер капитализации, рассчитанный как произведение цены одной акции и количества акций, т.е. не учли бы в капитализации опционы, то из знаменателя (размер прибыли) нам нужно было бы вычесть приведенный к сегодняшнему дню размер убытков от будущего исполнения опционов (он равен рыночной цене опционов на текущий момент¹). В противном случае мультипликатор оказался бы заниженным из-за завышенного знаменателя.

Итак, если доля опционной составляющей в общей капитализации компании существенна, то мультипликатор P/E, рассчитан-

¹ Исходя из сути опционов рыночная цена опциона сегодня — это приведенная стоимость выгод владельца опциона от их исполнения в будущем, что равнозначно упущенной выгоде компании, выпустившей опционы.

ный на основе рыночной цены одной акции и прибыли на одну акцию, может быть существенно искажен. Чем ближе срок исполнения опционов, тем значительнее искажение рыночного коэффициента. В идеальном случае желательно производить корректировку на основе количества выпущенных опционов и их рыночных цен.

Компромиссным вариантом расчета прибыли на одну акцию является использование не текущего, а будущего количества акций — уже после исполнения опционов¹. Этот подход менее точен, чем метод, предусматривающий использование рыночных цен опционов, и применять его имеет смысл исключительно с целью упрощения расчетов в тех случаях, когда опционы не котируются, т.е. не имеют рыночных цен². В такой ситуации аналитику придется принимать решение о том, на какую дату в будущем он станет рассчитывать количество акций. Если опционная программа рассчитана на 10–15 лет, решение будет очень непростым. Чем более отсрочены по исполнению опционы, тем менее искаженной будет оценка, которая их не учитывает, так как в этом случае вся зарабатываемая компанией прибыль дольше принадлежит ее сегодняшним акционерам. При таком подходе учет опционов с очень отдаленным сроком исполнения приводит, таким образом, к чрезмерному занижению рассчитываемого рыночного коэффициента, а отказ от их учета — к завышению, при этом не всегда понятно, где же золотая середина.

В предыдущем издании книги, которое вышло весной 2005 г., я написала: «Вполне возможно, что в ближайшем будущем финансовым аналитикам не придется больше иметь дело с проблемой грамотного расчета мультипликаторов с учетом опционов, который требует корректировок числителя или знаменателя мультипликатора. Вопрос о том, является ли расходом компании выдача опционов ее сотрудникам, дебатировалась уже много лет. Если да, то рыночная стоимость опционов должна полностью относиться на себестоимость, т.е. отражаться в отчете о прибылях и убытках в виде уменьшенной прибыли. Как читатель может догадаться, инвесторы на этот вопрос, как правило, отвечают «да», а компании,

¹ Расчеты с учетом будущих выпусков акций называются «расчетами после полного размытия существующих акционеров» (on the fully diluted basis).

² Однако и в этом случае рыночную цену можно было бы рассчитать по формуле опционов Блэка–Шоулза.

конечно же, «нет». Противодействие корпоративного сообщества введению данной нормы бухгалтерского учета связано с тем, что выпуск опционов для своих сотрудников позволяет им финансировать часть расходов на персонал (по сути дела, часть заработной платы) без отражения этого в финансовой отчетности¹. Это особенно актуально для компаний, еще не вышедших на окупаемость, — в основном для вновь созданных компаний (start-up) в секторе высоких технологий. Однако в последнее время регулирующие органы США² все больше склоняются к позиции инвесторов. Принятие соответствующих норм возможно уже с 2005 г.»

Действительно, это произошло, и именно тогда. Американские корпорации с середины 2005 г. обязаны учитывать выдачу опционов в расходах. Международные стандарты финансовой отчетности (International Financial Reporting Standards — IFRS) тоже этого требуют. Опционы учитываются по рыночной цене на день выдачи, а если таковая не существует, то берется расчетная рыночная цена. Большинство корпораций используют для этого формулу Блека–Шоулза. Это большой шаг вперед, но видна и половинчатость подхода — выданные опционы могут расти в цене вместе с ростом курса акций, а эти (косвенные) убытки никак не учитываются.

Пока шли споры о том, нужно ли относить на себестоимость выданные опционы, инвестиционное сообщество было озабочено вопросом, насколько масштабным для американских компаний будет эффект от отражения в отчетности (по рыночной стоимости) убытков по выпущенным для сотрудников опционам? На эту тему существует множество исследований. Например, по оценкам специалистов Федеральной резервной системы США, при отражении опционов по их рыночной стоимости в отчете о прибылях и убытках средние темпы роста прибыли компаний, входящих в индекс S&P 500, в 1995–2000 гг., т. е. в период интернет-бума, составили бы 9,4% вместо заявленных 12%. По данным инвестиционного банка Merrill Lynch на 2002 г., только одна компания из тех, что входят в индекс Dow 30, добровольно списывала рыночную стоимость выданных опционов на убытки.

¹ Количество выпущенных в пользу сотрудников опционов приводилось только в сносках к финансовой отчетности, а их стоимость и вовсе не оценивалась.

² Имеется в виду Financial Accounting Standards Board, устанавливающий нормы ГААП США.

Если бы так делали все компании из этого списка, то их совокупная прибыль в 2001 г. была бы на 7% меньше декларируемой. Цифра 7% — это все равно что «средняя температура по больнице». Для некоторых компаний скорректированные результаты выглядят просто катастрофическими. Подсчитано, например, что у Cisco Systems¹ в 2001 г. убыток, составляющий 1 млрд долл., при отражении опционов вырос бы до 2,7 млрд долл., а убытки компании Walt Disney стали бы выше в 6,5 раза. Если же сравнивать данные расчетов по компаниям из отдельных отраслей, то прибыль энергетических компаний уменьшилась бы в среднем всего на 2%, в то время как прибыль компаний здравоохранения — на 5%, а компаний высоких технологий² — на 12%. Эти факты, кстати, объясняют, почему корпоративное сообщество США изо всех сил лоббировало отказ от данной нормы. Более свежей статистики у меня нет — просто не попадалась, видимо, об этом мало пишут, так как острота темы несколько снизилась³, но и старые цифры весьма показательны.

3.3. Рыночная капитализация или стоимость бизнеса?

Итак, мы установили, что в числителе будет стоять либо цена одной акции, либо рыночная капитализация всей компании, причем последняя может рассчитываться как с учетом, так и без учета опционов, но в каждом случае речь идет о финансовых активах *акционеров* компании. Это во-первых.

Во-вторых, мы можем учитывать *все* активы компании: хорошей альтернативой рыночной капитализации (MC) является стоимость бизнеса, обозначаемая либо аббревиатурой EV (enterprise value — стоимость предприятия), принятой в инвестиционно-банковской среде, либо сокращением MVIC (market value of invested capital — рыночная стоимость инвестированного капитала), используемым профессиональными оценщиками. Термины «стоимость бизнеса», «стоимость предприятия», «стоимость компании» и «рыночная стоимость инвестированного капитала» означают одно и то же. В данной книге мы будем использовать аббревиатуру EV.

¹ Cisco Systems в индекс Dow 30 не входит.

² Из этой отрасли в индекс Dow 30 входят Hewlett-Packard, IBM и Intel.

³ Зато стала «актуальна» другая тематика — выдача опционов задним числом.

Согласно определению

$$\begin{aligned} EV &= MC + D - \text{Cash} = (MC + D) - \text{Cash} = \\ &= MC + (D - \text{Cash}) = MV + \text{Net Debt}, \end{aligned} \quad (8)$$

где MC, как уже упоминалось, — рыночная капитализация компании;

D — рыночная стоимость долгосрочного долга (включая ту часть, которая погашается в текущем году);

Net Debt (ND) — чистая рыночная стоимость долгосрочного долга;

Cash — ликвидные денежные средства на балансе (касса, счета в банках, котируемые ценные бумаги и т.п.).

Если у компании имеются более сложные инструменты, чем акции и долги (например, опционы на покупку, привилегированные акции, конвертируемые облигации), то при расчете стоимости бизнеса их стоимость также следует учитывать.

Во многих западных странах в совокупный долг включаются такие нехарактерные для России долги, как обязательства компании по пенсионным выплатам, поскольку их несет не только государство, но и работодатель. В связи с этим для расчета чистого долга определяется превышение этих обязательств над соответствующими фондами, т.е. учитывается размер недофинансирования фондов. К долгосрочным долговым обязательствам относят также отсроченные налоги. В случае холдинговых компаний, которым акции их дочерних компаний не принадлежат на 100%, в понятие «долг» входят также обязательства холдинга перед миноритарными акционерами¹. К долгосрочным долговым обязательствам относятся и лизинговые платежи, поэтому их капитализированная стоимость тоже прибавляется к сумме долга.

Как видно из формулы (8), чистый долгосрочный долг определяется как совокупный долгосрочный долг за вычетом ликвидных

¹ Выплаты акционерам, казалось бы, долгом считаться не должны. Этот «парадокс» объясняется принципами бухгалтерского учета. Если, допустим, компания А владеет 51% компании Б, то тогда все 100% активов компании Б консолидируются на балансе компании А. Однако в случае выплаты дивидендов материнская компания получает только 51% всей суммы. Если бы дивиденды в размере 51% от общей суммы соотносились со 100% активов, то доходность активов казалась бы низкой. В связи с этим 100% активов в активной части баланса уравниваются обязательствами перед миноритарными акционерами в пассивной части баланса, и чистые активы становятся меньше.

финансовых средств на балансе. Уменьшение суммы долга на сумму ликвидных денежных средств делается, во-первых, исходя из того, что компания теоретически могла бы выплатить часть долга, расставшись с наличными и вложениями в ценные бумаги¹, а во-вторых, для того, чтобы посмотреть, как рынок оценивает сам бизнес компании, а не ее запасы денежной наличности. Однако не следует забывать, что определенный минимум ликвидных средств компании необходим для осуществления текущих платежей и поддержания ликвидности². Таким образом, уменьшение долга на сумму всех ликвидных средств является неким упрощением. Аналитики, в том числе и ведущих инвестиционных банков, более консервативные в своих расчетах, порой совсем не делают корректировки размера долгосрочного долга на размер свободных денежных средств. Нужно также учитывать, что возможна и обратная корректировка — в том случае, если оборотный капитал недоинвестирован.

Также нужно обратить внимание, что у компаний с низким долгосрочным долгом и избыточными денежными средствами чистый долг может быть отрицательным. С точки зрения оптимизации структуры капитала такая ситуация, как правило, считается аномальной³, однако подобные компании встречаются. В России на протяжении многих лет такой компанией является ОАО «Сургутнефтегаз».

Кроме того, не следует забывать, что чистый долг учитывается по своей рыночной стоимости. Долгосрочный долг может существовать в форме кредитов или облигаций. В случае долгосрочных кредитов их переоценка, как правило, не делается, так как их рыночная стоимость обычно совпадает с балансовой стоимостью или очень близка к ней, к тому же неясно, как делать

¹ Упрощенно можно предположить, что если у компании имеются свободные денежные средства в размере, скажем, 100 долл. и долгосрочный долг в размере 200 долл., то она может понизить долг на 100 долл. и не иметь свободных денежных средств.

² Определить конкретный размер этих средств довольно затруднительно. Как правило, эта сумма измеряется как средний размер платежей за определенный период времени, скажем 5, 10 или 20 дней. Срок зависит от специфики бизнеса, например от цикличности выручки.

³ Если, конечно, речь не идет о вновь созданных компаниях (start-up), которые пока не имеют продаж и могут финансироваться только за счет акционерного капитала, так как кредиты таким компаниям, как правило, не дают.

такую переоценку. Что касается облигаций, то они должны учитываться по рыночной стоимости на момент оценки.

Взглянем еще раз на формулу $EV = MV + ND$. Посмотрим, что такое валюта баланса компании. Очень упрощенно агрегированный баланс компании выглядит следующим образом:

АКТИВЫ	ПАССИВЫ
Денежные средства	Акционерный капитал
Неденежные оборотные активы	Краткосрочные обязательства
Основные средства	Долгосрочные обязательства
ВАЛЮТА БАЛАНСА	ВАЛЮТА БАЛАНСА

По пассиву валюта баланса представляет собой сумму балансовой стоимости акций, краткосрочных и долгосрочных долгов; а по активу — сумму оборотных активов, подразделяемых на свободные денежные средства и неденежные оборотные активы, и капитальных активов. Неденежные оборотные активы в основном складываются из запасов сырья, незавершенного производства и готовой продукции, иными словами, это выручка завтрашнего дня. Когда же мы говорим о стоимости бизнеса, то имеем в виду капитальные активы, благодаря которым эта выручка ежедневно создается. Можно грубо предположить, что неденежные оборотные активы финансируются за счет краткосрочных обязательств и примерно равны друг другу. Если мы сократим эти части равенства (под «равенством» мы имеем в виду валюту баланса), то получим: $Cash + FA = MC + D$ (денежные средства плюс основные средства равны сумме акционерного капитала и долгосрочных обязательств).

АКТИВЫ	ПАССИВЫ
Денежные средства	Акционерный капитал
Основные средства	Долгосрочные обязательства

Отсюда:

$$FA = MC + D - Cash, \quad (9)$$

т.е. стоимость основных средств равна сумме рыночной капитализации компании и ее долгосрочного долга за вычетом ликвидных денежных средств на балансе компании.

Далее предполагается, что имеющиеся в распоряжении компании денежные средства являются свободными, т.е. не используются для финансирования текущей деятельности и в этом смысле представляют собой резервы. По своей экономической сути они представляют собой накопления *прошлых* доходов, а не инструмент для создания новых. Что касается стоимости бизнеса компании, то, как мы уже говорили, она определяется лишь стоимостью ее капитальных активов (основных фондов), их способностью создавать доход. Таким образом, мы получаем вышеупомянутую формулу:

$$\begin{aligned} \text{Стоимость бизнеса} &= \text{Стоимость капитальных активов} = \\ &= \text{Стоимость акционерного капитала} + \\ &+ \text{Долгосрочные обязательства} - \text{Денежные средства.} \end{aligned}$$

АКТИВЫ	ПАССИВЫ
Основные средства	Акционерный капитал
	Долгосрочные обязательства –
	– Денежные средства
СТОИМОСТЬ БИЗНЕСА	СТОИМОСТЬ БИЗНЕСА

Для упрощения понимания определения «стоимость бизнеса» мы использовали в наших рассуждениях баланс компании, в котором все активы и пассивы числятся по бухгалтерской (или балансовой) стоимости. На практике же нас будут интересовать реальные или рыночные стоимости и того, и другого. Если бы мы составляли виртуальный баланс компании исходя из рыночных стоимостей ее активов и пассивов, то в капитальные активы у нас попали бы существующие у компании инвестиционные проекты, и их перспективы были бы отражены в рыночной стоимости акций компании. Однако общая логика наших рассуждений верна и для такого, скорректированного, баланса.

Итак, при сравнительной оценке использование в расчетах стоимости бизнеса (EV) (в отличие от прямого сравнения рыночных капитализаций (MC) компании-аналога и оцениваемой компании) позволяет нивелировать погрешность, возникающую из-за разницы в уровне задолженности (который измеряется как доля заемного капитала в общем финансировании компании или

как отношение «заемный капитал/собственный капитал» — D/E ratio) и размерах свободных денежных средств у оцениваемой компании и группы аналогов. Эти различия — и, соответственно, погрешность — возникают, поскольку точные аналоги (компании, по всем показателям похожие на оцениваемую) найти крайне трудно. Если бы аналитику при выборе аналогов потребовалось бы еще и контролировать уровни задолженностей и свободных денежных средств оцениваемых компаний и их аналогов (отбирать в качестве аналогов компании с точно такой же структурой капитала, как у оцениваемой), то это сделало бы его работу практически невыполнимой. Но, как мы выяснили, для оценки по аналогии вовсе не требуется подбирать компании, схожие по этому фактору, ведь его влияние на оценку можно учесть путем нехитрых арифметических действий.

Рассчитав сначала мультипликатор с желаемым знаменателем и EV в числителе, аналитик может затем перейти к мультипликатору, содержащему в числителе MC. Если $EV = MC + ND$, то из этого следует, что:

$$MC = EV - ND = EV + \text{Cash} - D. \quad (10)$$

Таким образом, стоимость акций компании есть сумма стоимостей ее бизнеса и свободных денежных средств за вычетом ее долгосрочных обязательств.

Теперь на абстрактных примерах покажем, как делаются расчеты. Для простоты сначала рассмотрим только разницу в денежных позициях между оцениваемой компанией и аналогом.

Предположим, что у компании А на балансе имеется 50 долл. и ее рыночная капитализация равна 200 долл. Компания Б имеет схожий бизнес, который в будущем предположительно будет приносить акционерам такие же доходы, как и бизнес компании А, но при этом у нее на балансе только 100 долл. Ни у той, ни у другой компании долгосрочных долгов нет. Из условий задачи следует, что бизнес компании А оценен рынком в 150 долл. (200 долл. — 50 долл.). Тогда бизнес компании Б тоже должен стоить 150 долл., но ее акции будут на 100 долл. дороже, так как в них будет учтена стоимость денежных средств на балансе: $150 + 100 = 250$ долл.

Теперь допустим, что все условия вышеприведенного примера остаются в силе, но у компании А имеется еще долг в размере 75 долл., а у компании Б — 90 долл. Тогда стоимость бизнеса компании А составит: $200 \text{ долл.} + (75 \text{ долл.} - 50 \text{ долл.}) = 225 \text{ долл.}$,

стоимость бизнеса компании Б, по аналогии, равна 225 долл., а стоимость ее акций равна: 225 долл. – (90 долл. – 100 долл.) = 235 долл.

Приведенный пример наглядно показывает: на основе предположения о том, что компании А и Б имеют одинаковые бизнесы, нельзя сделать вывод об одинаковой стоимости их акций, поскольку на эту стоимость влияют как размер долгосрочной задолженности, так и накопления от предыдущей деятельности компаний. Таким образом, при оценке акций желательно всегда переходить от цены акций аналога к цене бизнеса аналога, а затем к цене бизнеса оцениваемой компании и наконец к цене ее акций: $P_A \Rightarrow EV_A \Rightarrow EV_B \Rightarrow P_B$. Иными словами, если бы мы делали расчеты стоимости акций через EBITDA, то формула выглядела бы так: $MC_B = (EV/EBITDA_A) \times EBITDA_B - ND$. Никакого взаимоисключения в этом нет: в практических целях мы, как правило, ищем рыночную капитализацию, а в промежуточных расчетах используем стоимость бизнеса.

3.4. Котировки или цены крупных сделок?

До настоящего момента — шла ли речь о цене одной акции, рыночной капитализации или стоимости бизнеса компании — подразумевалось, что в расчетах мы используем котировки ценных бумаг компании. Но помимо ежедневных котировок существуют и другие цены — это цены продажи крупных пакетов акций и цены сделок по поглощениям компаний. Как правило, при продаже крупного пакета цена одной акции в нем выше, а в случае поглощения компании — еще выше. Большинство исследователей сходится во мнении, что в цене крупного пакета акций учтена премия за контроль, так как контроль над компанией имеет цену. Этой теме посвящено множество публикаций, в том числе и моя предыдущая книга¹, в которой я затрагиваю этот вопрос в третьей (разд. 3.1.4) и девятой главах.

Какие цены использовать в оценке — сделок, котировки или и те и другие, — вопрос нетривиальный. Понятно, что все зависит

¹ Чиркова Е. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности. — М.: Олимп-Бизнес, 1999.

от целей оценки. Если мы хотим оценить контрольный пакет, то, разумеется, нас интересует цена с учетом премии. Если же мы оцениваем мелкий пакет, то лучшим аналогом будут рыночные котировки. Блокирующий пакет (в большинстве стран это 25% + 1 акция), как правило, оценивается с премией по сравнению с ценой мелкого пакета, однако эта премия ниже, чем в случае контрольного пакета. Из этих рассуждений, однако, не следует, что цены сделок, по которым продавались контрольные пакеты или компании целиком, будут лучшими индикаторами для оценки контрольных пакетов по сравнению с рыночными котировками. С одной стороны, если мы используем сделки с контрольными пакетами, нам не нужно задумываться о премии за контроль, что является очень большим плюсом. Как читатель увидит чуть позже, размер этой премии — очень спорный вопрос. С другой стороны, достоверной информации по сделкам с крупными пакетами значительно меньше. Во-первых, потому, что слияния и поглощения — это не ежедневное явление, а во-вторых, потому, что во многих случаях информация о сделке сторонами не раскрывается. Вот тогда приходится пользоваться данными котировок и делать соответствующие корректировки. Потому-то для грамотной оценки на основе мультипликаторов и нужно иметь представления о возможных размерах этой премии.

В ходе одного из исследований¹ было установлено, что крупные миноритарные пакеты (более 5%) в США торгуются со значительной премией к цене небольших пакетов (в 1978–1982 гг.² эта премия составляла около 13% по отношению к рыночной цене до сделки и около 20% — к рыночной цене после сделки³). Для проанализированной выборки сделок 13%-ная премия за крупный пакет составляет примерно 4% всей капитализации компании. По данным Mergerstat, средние по рынку США премии за крупные миноритарные пакеты в последние годы составляют 30–55%, а за контрольные пакеты — 40–60%.

¹ Barclay M., and Holderness C. Private Benefits from Control of Public Corporations // *Journal of Financial Economics*, vol. 25 (1989).

² Здесь и в некоторых других местах далее по тексту я привожу данные за прошлые годы, поскольку большинство исследований не повторяется на более свежем статистическом материале. Это связано и с их затратностью, и с тем, что они проводятся, чтобы иллюстрировать определенные идеи.

³ Из выборки были исключены сделки, ведущие к поглощению или обратному выкупу компании с помощью заемных средств (leveraged buy out — LBO).

Единственным правдоподобным объяснением этого явления, предложенным на сегодняшний день, является, как уже упоминалось, предположение о том, что контроль над компанией имеет цену. Например, в 1984–1990 гг. были исследованы цены акций тех американских компаний, которые имели два класса обыкновенных акций с одинаковыми имущественными правами, но с разными правами голоса¹. Были исследованы все сделки с акциями вне зависимости от величины продаваемого пакета. Выяснилось, что даже при продаже неконтрольного пакета акции, дающие больше неимущественных прав, были в среднем на 10,5% дороже². И чем больше пакет (в процентном отношении), тем выше оказывалась премия. Была обнаружена также положительная зависимость величины премии от размера вознаграждения генерального директора компании. Вознаграждение сверх среднего уровня можно считать разновидностью личных выгод, которые менеджмент может извлекать из компании. Чем больше выгод, тем дороже контроль. Оказалось, что на счет разницы в вознаграждении можно отнести около 30% колебаний в величине премии, которая платится за контроль. Выяснилось также, что премии за контроль различаются в зависимости от страны и составляют: в Швеции — 6,5%; в Великобритании — 13,3%; в Канаде — 23,3%; в Швейцарии — 27%; в Израиле — 45,5% и в Италии — 81%³.

Иногда покупка крупного, близкого к контрольному или даже контрольного пакета не ведет к автоматическому приобретению контроля над компанией, а только дает возможность получить его в будущем. Следовательно, цифры, приведенные выше, несколько занижают реальную стоимость контроля. Кроме того, существует еще одна причина, почему цифра 20%, приводившаяся для США, может недооценивать стоимость контроля: в некоторых случаях законодательство США требует, чтобы миноритарным акционерам была выплачена такая же премия к рыночной цене акций, как и акционеру, продавшему контрольный пакет, если они пожелают

¹ Zingales L. What Determines the Value of Corporate Votes // *Quarterly Journal of Economics* (November, 1995).

² Существует ряд исследований, в ходе которых были получены более низкие оценки — около 5%. См., например: Lease R., McConnell J., and Mikkelsen W. The Market Value of Control in Publicly-traded Corporations // *Journal of Financial Economics*, vol. 11 (1983).

³ Zingales L. What Determines the Value of Corporate Votes // *Quarterly Journal of Economics* (November, 1995).

продать свои акции новому контролирующему акционеру. Поэтому договаривающиеся стороны бывают заинтересованы в занижении декларируемой цены сделки и проведении части расчетов за пределами США (в офшоре), что в условиях США, конечно, трудно реализуемо, но возможно.

Можно сослаться на еще одно серьезное исследование, в котором дается расчет средних премий за контроль при поглощении американских компаний в 1980–1996 гг.¹ Согласно расчетам, в зависимости от года средняя премия по отношению к котировкам до начала скупки колебалась от 35 до 50%, а в среднем за период составила 41%; медианные ее значения в зависимости от года находились в диапазоне 27–45%, а за весь период медианное значение оказалось равным примерно 33%. Следует, правда, отметить, что прямолинейное сравнение цен акций поглощаемой компании до и после объявления о готовящемся поглощении нельзя назвать оценкой премии за контроль, ведь цена акций может расти и в силу синергии между поглощаемой и поглощающей компаниями (возможен и обратный эффект, так как синергия бывает и отрицательной).

Все эти данные являются эмпирическими, т.е. представляют собой результаты конкретных статистических исследований. Какую премию применить в конкретном случае, не всегда очевидно.

Здесь мы подошли к очень важному различию между оценкой на основе дисконтированных денежных потоков и оценкой на основе рыночной капитализации аналогов. Модель дисконтированных денежных потоков строится для 100% денежных потоков компании, поэтому теоретически оценка на основе этой модели является максимальной. Происхождение же премии за контроль как раз и связано с тем, что денежный поток распределяется между контролирующей стороной (владельцем контрольного пакета и высшим менеджментом компании) и миноритарными акционерами отнюдь не пропорционально их долям в капитале. Предполагается, что владелец контрольного пакета извлекает для себя дополнительные выгоды за счет миноритариев. К таким выгодам относятся личное потребление в рамках компании, трансфертное ценообразование с подставными компаниями, и т.д. Рыночная капитализация, рассчитываемая на основе сделок по мелким пакетам, отражает ценность акций компании для мелких

¹ Houlihan, Lokey, Howard, and Zukin. Control Premium Study (1997).

акционеров, и, согласно теории, она должна быть ниже оценки по дисконтированным денежным потокам, если та включает все денежные потоки, генерируемые бизнесом¹. Совокупная премия за контроль не может превышать эту разницу (между рыночной капитализацией и оценкой на основе дисконтированных потоков). Так, если оценка компании по дисконтированным денежным потокам равна 200 млн долл., а ее рыночная капитализация — 120 млн долл., то размер совокупной премии за контроль не превышает 80 млн долл. (или 66%).

В заключение раздела хотелось бы отметить, что применять средние премии и скидки за контроль и его отсутствие при оценке конкретной компании нужно с большой осторожностью. В идеале лучше всего исходить из конкретной ситуации. То же касается и скидок за отсутствие ликвидности, обсуждаемых ниже.

3.5. Цены сделок по закрытым или публичным компаниям?

Еще одним серьезным фактором, которым нельзя пренебречь для достижения сравнимости оцениваемой компании и компании-аналога, является ликвидность акций той и другой компаний. Аналогично тому, как инвесторы предпочитают платить премию за крупный, тем более контрольный, пакет, неликвидные бумаги они оценивают со скидкой по сравнению с ликвидными. Такая скидка называется «скидкой за отсутствие ликвидности», или «скидкой за ограниченную ликвидность» (liquidity discount или discount for the lack of marketability). Это касается как котирующихся, но низколиквидных бумаг, так и ценных бумаг закрытых (некотируемых) компаний, которые имеют еще меньшую ликвидность, чем низколиквидные котируемые бумаги.

Есть две основные причины существования скидки за недостаточную ликвидность. Первая связана с большими трудностями

¹ Другое дело, что в оценке по дисконтированным денежным потокам можно учитывать не все потоки, а только те, на которые могут претендовать портфельные акционеры. Например, модель денежных потоков может не учитывать прибыль, полученную в результате сделок по трансфертным ценам со связанными сторонами и скапливающуюся на компаниях, которые полностью контролируются менеджерами компании или ее главным акционером, и т. п.

при продаже крупных пакетов котируемых, но малоликвидных акций и акций закрытых компаний, нежели высоколиквидных акций. Последние могут быть проданы практически мгновенно, а деньги получены в течение нескольких часов. Спешная реализация малоликвидных акций связана с потерями, в том числе и из-за разрыва между ценой спроса и ценой предложения. Еще хуже обстоит дело с закрытыми компаниями. Продажа доли в такой компании может занимать несколько месяцев и бывает сопряжена с расходами на оценку пакета, подготовку информационных материалов, оплату услуг юридического и финансового консультантов и т.п. Зачастую ситуация усугубляется тем, что устав компании содержит положения, ограничивающие возможность покупки или продажи акций.

Второй причиной существования скидки за неликвидность является худший доступ к информации о компании в силу того, что к закрытой компании неприменимы требования к раскрытию информации, существующие для публичных компаний.

Чем серьезнее ограничения на продажу акций и чем хуже доступ к информации, тем выше величина скидки. Размер скидки становится меньше, если компания вынашивает планы первичного публичного предложения своих акций.

Кроме того, более высокую цену ликвидных акций можно объяснить через опционы: ликвидность акции можно рассматривать как опцион на ее продажу в любой момент — например, в тот момент, когда цена по какой-то причине явно завышена. Понятно, что в условиях волатильности цен активов такой опцион имеет стоимость.

Как и в случае с премией за контрольный пакет, размер скидки за отсутствие ликвидности также стал предметом многочисленных эмпирических исследований. Ее расчет является нетривиальной задачей, и ученые-финансисты предлагают целый спектр решений.

Одним из стандартных приемов является сравнение котировок акций, торгуемых на бирже, и так называемых «акций ограниченного обращения» (restricted shares), размещаемых по закрытой подписке. Это акции, которые не прошли регистрацию Комиссии по ценным бумагам и биржам США; раскрытие информации по ним делается в меньшем объеме, чем по обыкновенным акциям публичных компаний, и они могут начать свободно обращаться только через два года после выпуска. Данный

метод хорош тем, что он позволяет сравнивать цены на акции одних и тех же компаний.

Обобщая результаты почти двух десятков различных эмпирических исследований на основе анализа цен акций ограниченного обращения, можно сказать, что размер скидки за отсутствие ликвидности варьировал от 20 до 47%, а средняя (медианная) скидка оказалась равной примерно 33%. Надо отметить, что исследования, проведенные до 1990 г., фиксируют более высокую скидку, а поздние — более низкую (не выше 27%), что исследователи связывают с ослаблением ряда ограничений на торговлю акциями ограниченного обращения.

Еще одно решение состоит в анализе изменения цен одних и тех же акций, которые сначала торговались на ОТС (*over the counter*), или внебиржевом рынке США, где ликвидность низкая, а затем были включены в котировальный список Нью-Йоркской биржи. Одно из самых известных исследований, проведенное в 1986 г. на материале 1966–1970 гг., показало, что средняя скидка составляет примерно 20%¹. Эти годы были выбраны не случайно, поскольку в то время еще не существовал NASDAQ, который создавался как внебиржевой, но более ликвидный, чем ОТС, рынок.

Третий метод вычисления скидки за неликвидность предполагает сравнение цен акций одной и той же компании до и после IPO, до IPO — по ценам сделок закрытой продажи пакетов акций, при этом, разумеется, корректное применение этого метода подразумевает поправки на рост компании в период с момента продажи пакета и до проведения IPO. Самое обширное исследование с помощью этой методологии проведенное оценщиком из США Джоном Эмори, охватывает период с 1980 по 2000 г. Средняя скидка, по его расчетам, составляет 46%. В другом серьезном исследовании² эта скидка также оценивается в 45–50%³. Ни в том, ни в другом случае поправок на рост компании за период между сделками и IPO не производилось.

Обратите внимание, что в двух последних исследованиях изучалась несколько другая скидка, нежели в описанных выше: акции

¹ Sanger G., and McConnell J. Stock Exchange Listings, Firm Value, and Security Market Efficiency: The Impact of NASDAQ // *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Volume 21, Issue 1 (March 1986), pp. 1–25.

² Valuation Advisors' Lack of Marketability Discount Study.

³ Результаты исследования Эмори доступны на сайте www.emorybizval.com (в свободном доступе), а второго — можно заказать на сайте www.bvmarketdata.com, правда, далеко не бесплатно.

ограниченного обращения, особенно котирующиеся в ОТС, более ликвидны, чем акции полностью закрытых компаний. Как мы видим из статистики, размер скидок при различных методологических подходах в общем соответствует степени ликвидности инструментов.

Однако хочу оговориться, что методологию расчетов через IPO я считаю не совсем некорректной. По моему мнению, размер скидки за неликвидность она должна завышать. Приведу простой пример. Часть сделок с акциями перед IPO — это продажа небольших пакетов так называемым «репутационным инвесторам», например портфельным инвесторам с прекрасной репутацией (фонды Темплтона, семья фондов «Флеминг» и т.п.). Смысл данной сделки в том, что фонд покупкой пакета как бы дает гарантию качества акций другим инвесторам. Низкая цена сделки отражает не только разницу между ценой акций закрытой и публичной компании, но и плату за репутацию инвестора.



Контрольный вопрос 4

Стоит ли при оценке закрытой компании в ходе ее дружественного поглощения применять скидку за отсутствие ликвидности в полном размере? Какие аргументы вы можете привести в защиту своей позиции? Частично ответ на этот вопрос приведен ниже, поэтому, если вы хотите ответить сами и проверить себя, отложите на время книгу и не заглядывайте вперед.

Наконец еще один метод — сравнение мультипликаторов цен сделок схожих публичных и закрытых компаний. Средняя (по всем сделкам за год в целом) скидка, рассчитанная по мультипликатору P/E , в 1990–2000-е гг. для американских компаний составляла от 8 до 33%.

Из анализа эмпирических данных можно сделать однозначный вывод: при покупке небольших пакетов ценных бумаг скидка за отсутствие ликвидности больше, чем при покупке контрольного пакета компании. Я полагаю, это вполне логично, поскольку:

- покупатель контрольного пакета в меньшей степени озабочен его ликвидностью, чем портфельный инвестор, зарабатывающий на торговле акциями;
- зачастую поглощение публичной компании приводит к ее превращению в закрытую и делистингу (исключению из котируемого листа биржи). С этой точки зрения опять

не очевидно, что публичная компания при покупке должна стоить дороже, чем аналогичная закрытая;

- как было сказано выше, есть две причины существования скидки за отсутствие ликвидности: трудности с продажей бумаг и худший доступ к информации. Худший доступ к информации затрудняет оценку справедливой цены акций и повышает риски инвестора. При дружественной сделке по приобретению компании объем раскрытия информации может даже превышать тот, который раскрывается публичными компаниями по требованию законодательства. В связи с этим, по моему мнению, применение полной скидки в том случае, когда покупатель проводит комплексную бизнес-, финансовую и юридическую проверку (due diligence), необоснованно.

Что касается размеров скидки, то не хотелось бы делать никаких выводов о правильном размере скидки «в среднем по больнице». По той причине, что не очень нравится сама идея скидки за неликвидность (хотя теоретически обосновать ее применение можно). Уоррен Баффетт, например, считает, что закрытая форма лучше подходит многим компаниям, и любые компании, которые он приобретает целиком, делает закрытыми¹. С другой стороны, верно и то, что он старается в первую очередь покупать именно закрытые компании, поскольку они, как правило, обходятся дешевле. Поэтому разрешите оставить читателя наедине со статистикой и предложить ему оценить возможный размер скидки исходя из конкретных обстоятельств той или иной компании.



Контрольный вопрос 5

Вопрос о суммируемости скидок и премий. Допустим, что оцениваемая компания является закрытой и нужно оценить 100% ее акций, т.е. контрольный пакет. Вы выбрали группу компаний-аналогов, в которую входят котируемые компании с высоколиквидными акциями. Вы собираетесь провести сравнительную оценку на основе рыночных котировок. Какие скидки и премии вы используете?

¹ См.: Чиркова Е. Философия инвестирования Уоррена Баффетта, или О чем умалчивают биографы финансового гуру. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2008, разд. 5.6.

Вышесказанное можно представить в виде следующих таблиц:

Применение скидок и премий при оценке компании
по котировкам публичной компании

Объект оценки	Закрытая компания	Публичная компания
1 акция	Минус скидка за низкую ликвидность	По аналогу
Контрольный пакет	Плюс премия за контрольный пакет, минус скидка за неликвидность	Плюс премия за контрольный пакет

Применение скидок и премий при оценке компании по цене сделки
по приобретению контрольного пакета закрытой компании

Объект оценки	Закрытая компания	Публичная компания
1 акция	Минус скидка за миноритарный пакет	Плюс премия за ликвидность, минус скидка за неликвидный пакет
Контрольный пакет	По аналогу	Плюс премия за ликвидность

3.6. Цены активов

До сих пор мы обсуждали мультипликаторы, числитель которых представляет собой рыночную стоимость акций или стоимость бизнеса (EV), рассчитанную на основе рыночной стоимости акций. Однако существуют и иные возможности. Если в знаменателе мультипликатора стоит какой-либо показатель, характеризующий мощности компании, то в числителе, в зависимости от ситуации, могут стоять различные стоимости активов, например *стоимость возмещения* активов (replacement cost), т. е. стоимость строительства предприятия с учетом его амортизации, или *ликвидационная стоимость*. Об оценке компаний по активам мы поговорим в главе 6.

В моей практике был случай. Возникла необходимость оценить новый российский гофрокартонный завод. Было известно, что его оборудование приобреталось по ценам существенно ниже рыночных, а точные данные о стоимости строительства производственных помещений отсутствовали. Более того, завод строился в 1999–2000 гг., и на дату оценки (конец 2001 г.) цены в строительстве существенно возросли. В одном из вариантов предлагалось оценить исторические вложения собственников, что и было сделано. В качестве альтернативы этому можно было найти данные по стоимости строительства других гофрокартонных производств в России. Оказалось, что такие данные существуют, так как иностранные инвесторы — а их в этой отрасли много — охотно рассказывают, какие средства они вложили в российские проекты. Сделав поправки на разницу в оснащенности аналогов и оцениваемого завода, мы пришли еще к одной оценке.

К этому примеру мы еще вернемся в главе 10, где речь пойдет о временных корректировках.

Такие показатели, как стоимость строительства на единицу мощности, часто используются в оценке, поскольку во многих случаях компании, покупающие существующий бизнес, принимают решение исходя из того, что дешевле: купить готовое производство или его построить. При этом, естественно, принимаются во внимание и сроки получения отдачи от вложений. Если при покупке завода инвестор начинает получать доходы немедленно, то при строительстве — только с момента его запуска, тогда как инвестирование средств в строительство начинается с первого дня. Получается, что при прочих равных условиях покупка по цене строительства оказывается выгодной.

3.7. Краткие выводы

- При использовании «двухуровневых» мультипликаторов (например, вида P/E) не имеет значения, как проводятся все расчеты — по компании в целом или на одну акцию.
- Для более сложных мультипликаторов, учитывающих темпы роста компании (например, вида $(P/E)/g$), это различие становится важным. Это объясняется тем, что темпы роста прибыли *на одну акцию* могут существенно отличаться от темпов роста прибыли *компании в целом*, поскольку рост

может обеспечиваться благодаря новым инвестиционным проектам или приобретению компаний, *финансируемых за счет новых выпусков акций*. При этом роста прибыли на одну акцию не происходит.

- Для расчета мультипликаторов считается корректным в рыночной капитализации учитывать также суммарную капитализацию опционов. Если доля «опционной составляющей» в общей капитализации компании существенна, то Р/Е, рассчитанный на основе рыночной цены одной акции и прибыли на одну акцию, может быть существенно искажен.
- Расчет мультипликатора оцениваемой компании с числителем в виде стоимости акций, при котором сначала производится уравнивание тех мультипликаторов оцениваемой компании и аналога, в числителе которых стоит стоимость бизнеса (EV), является более точным, чем «прямое» уравнивание мультипликаторов, «завязанных» на стоимости акций. Такой расчет позволяет учитывать в оценке акций ту разницу, которая возникает из-за различной доли долга в структуре капитала оцениваемой компании и ее аналога.
- При использовании рыночных котировок акций для оценки крупных пакетов нужно производить дооценку пакета с учетом премии за контроль, и наоборот, при использовании цен сделок по слияниям и поглощениям для оценки мелких пакетов акций необходима скидка за миноритарный пакет.
- При сравнении закрытой и публичной компаний необходимо применять скидку за отсутствие ликвидности.

4 **ЗНАМЕНАТЕЛЬ МУЛЬТИПЛИКАТОРА**

4.1. Какие показатели могут служить знаменателями мультипликатора

С учетом различных видов знаменателя мультипликаторы можно классифицировать несколькими способами. Во-первых, они могут подразделяться на *финансовые* или *натуральные*. К финансовым мультипликаторам относятся такие, в знаменателе которых стоит один из денежных показателей (выручка, прибыль и т.п.), а к натуральным — те, в знаменателе которых стоит, соответственно, натуральный показатель (объем продаж в штуках и т.п.). Можно также поделить мультипликаторы (в некоторых случаях — достаточно условно) на те, что базируются на балансовых показателях, таких как стоимость активов, и на те, в основе которых лежат показатели отчета о прибылях и убытках (выручка, прибыль и т.п.). Последние для краткости мы будем также называть «доходными»¹. В итоге мы получаем двумерную матрицу, на пересечении строк и колонок которой приведены примеры показателей соответствующего типа²:

¹ Этот термин не является традиционным.

² Необходимо отметить, что применительно к натуральным показателям подразделение на «балансовые» и «доходные» является весьма условным. Чуть ниже мы будем обсуждать показатели, специфичные для той или иной отрасли, и читатель сможет заметить, что некоторые натуральные мультипликаторы не являются, строго говоря, ни «балансовыми», ни «доходными».

Показатели	Финансовые	Натуральные
Балансовые	P/BV	EV/мощность
Доходные (базирующиеся на отчете о прибылях и убытках)	P/E	EV/производство

К финансовым показателям относятся, например, уже известные нам мультипликаторы P/E (цена/прибыль) и P/BV (цена/балансовая стоимость (акций)); к натуральным — мультипликаторы «EV/мощность» (например, мощность завода по производству стали, в тоннах в год) и «EV/производство» (например, производство стали, в тоннах за конкретный год).

Важно понимать концептуальные различия между разными группами показателей. Фундаментальным отличием финансовых показателей от натуральных является то, что данные показатели — *универсальные* и применимы для всех отраслей. Соответственно, на их основе можно сравнивать компании совершенно разного профиля. Что касается натуральных показателей, то они являются *специфичными для отрасли* или группы отраслей. Этот факт очень важно учитывать, так как из него вытекает несколько важных следствий для оценки компаний.

- Для оценки компании, у которой несколько различных направлений бизнеса, натуральные показатели напрямую неприменимы. В этом случае необходимо подыскивать соответствующий показатель (и эталонные компании) для каждого направления и затем оценивать компанию как сумму ее частей.
- При оценке по натуральным показателям существенно снижается круг применимых аналогов. Например, для оценки завода, занимающегося производством титана, по показателям выручки или прибыли мы могли бы в качестве аналога взять компании, производящие другие цветные металлы. Но в этом случае показатель «EV/производство»¹ использовать невозможно, так как цены на разные металлы существенно различаются и одна произведенная тонна продукции приносит совершенно разные выручку и прибыль в зависимости от вида металла.

¹ Под термином «производство» понимается количество металла в тоннах.

Теперь поговорим о различиях — в экономическом смысле — «балансовых» и «доходных» показателей. Как упоминалось выше, при оценке по дисконтированным денежным потокам стоимость компании может быть представлена в виде суммы стоимостей ее текущего бизнеса, новых проектов и остаточных активов, которые не будут использоваться ни в текущем бизнесе, ни в новых проектах.

Для определения того, какой мультипликатор наиболее адекватен для оценки растущей компании, посмотрим на природу ее роста. Так, источники роста можно условно подразделить на внутренние и внешние. Внешними источниками будем считать те, что связаны с ростом рынка в целом (например, с благоприятной торговой конъюнктурой), а внутренними — собственные инвестиционные проекты компании. Все ли компании отрасли одинаково выигрывают при росте рынка в целом? Конечно же, нет. Больше всего выигрывают те, которые имеют избыток мощностей.

Допустим, что компания А работает при полной загрузке своих мощностей. Тогда при росте рынка в натуральном выражении ей, чтобы «поучаствовать» в этом росте, придется создавать дополнительные мощности. Предположим, что компания Б, в отличие от компании А, имеет в запасе простаивающие мощности. За счет этого она сможет быстро нарастить производство без существенных капитальных вложений.

В приведенном примере нам не обойтись без оценки по мощности (и мультипликатора «EV/мощность»), так как именно с помощью этого показателя можно «ухватить» разницу в потенциалах компаний, которая не может быть учтена при использовании показателей, базирующихся на текущем доходе.

С другой стороны, существует и обратный риск: если не предвидится такого роста рынка, при котором загрузка мощностей возрастает, то при использовании показателя «EV/мощность» оценка компании с большими незадействованными мощностями будет завышенной по сравнению с той компанией, что работает с полной загрузкой. Исключение могла бы составить ситуация, при которой избыток мощностей характерен для отрасли в целом, однако и в этом случае одни компании, как правило, более загружены, чем другие.

Все эти рассуждения не являются абстрактными. Они крайне актуальны для оценки многих российских компаний, работающих

в тех отраслях, где произошло существенное падение производства, будь то машиностроение, военно-промышленный комплекс, энергетика или производство сахара. Многие из них уже никогда не выйдут на свои исторические проектные мощности. Общий подход к учету избыточных мощностей в оценке компании должен быть следующим: чем больше в среднем по отрасли избыток производственных мощностей, тем в меньшей степени их наличие у конкретной компании может влиять на повышение ее стоимости. Не забывайте о том, что неработающие мощности требуют затрат на их поддержание и тем самым увеличивают общезаводские расходы. Когда избыток мощностей в отрасли велик, свободные мощности превращаются из преимущества в недостаток.

С такой ситуацией нам приходилось сталкиваться не раз, в частности, при оценке одного из машиностроительных предприятий России, которое производит котлы для электростанций. Когда-то это предприятие было флагманом советского котлостроения, крупным экспортером своей продукции в страны третьего мира. Постепенно многие иностранные рынки были потеряны, а российский рынок энергетического оборудования и вовсе перестал существовать из-за низких регулируемых тарифов на электроэнергию, не оставляющих энергетикам средств для покупки новых котлов. Производство на оцениваемом заводе сократилось в несколько раз. (Дело было в 2000 г., сейчас ситуация внутри страны радикально изменилась к лучшему.) Возникает вопрос: как учесть в оценке избыточные мощности завода? Анализ показал, что избыток мощностей является проблемой отрасли в целом в мировом масштабе. Основная причина — тенденция разгосударствления энергетики как в развитых, так и в развивающихся странах. Новые частные собственники компаний энергетической отрасли более экономны и не затевают таких мегапроектов, как это делали государственные служащие, тратящие деньги налогоплательщиков. Во всем мире прошла волна слияний и поглощений производителей энергетического оборудования, что является верным признаком избытка мощностей. С другой стороны, в российской энергетике также возникла существенная избыточная мощность, т.е. часть генераторов, которые выбывали из строя из-за выработки ресурса, не планировалось заменять на новые. Выводы вы можете сделать сами.

Вернемся теперь к нашим рассуждениям об источниках роста компании. Оценка по мощности «ухватывает» лишь одну составляющую роста — возможность расширения производства на существующих мощностях. Однако компания может иметь в своем

портфеле привлекательные инвестиционные проекты, не связанные с повышением загрузки существующих мощностей. А этот аспект мы не можем учесть с помощью показателей нашей двумерной матрицы, поскольку все ее показатели остаются статичными. Подразумевается, что сегодняшнее положение одной компании сравнивается с сегодняшним положением группы аналогов и на основе этого строится оценка. Возможная разница в динамике оцениваемой компании и ее аналогов учитывается лишь косвенно, как в проанализированном выше показателе «EV/мощность». Однако существуют более тонкие способы, позволяющие учесть различную динамику компаний. Для этого нужно ввести для нашей матрицы третье измерение — им будет время, поскольку можно сравнивать не только вчерашние и сегодняшние показатели компаний, но и завтрашние, при условии, что сделаны соответствующие прогнозы. Но подробнее об этом я расскажу в главе 8. Я назвала ее «Мультипликаторы будущего», имея в виду не только оценку конкретной компании по будущим показателям, но и перспективы применения новых мультипликаторов в оценке.

Несмотря на формальную универсальную применимость финансовых показателей, я хотела бы обратить внимание читателя на то, что отраслевая специфика все же имеет место. Так, известный американский теоретик оценки Асват Дамодаран считает, что балансовые показатели лучше использовать для оценки промышленных компаний, мультипликатор P/S больше подходит для оценки сервисных компаний, а P/E является универсальным и может применяться для оценки компаний из любой отрасли. Логика его подхода ясна, однако нельзя сказать, что в современной инвестиционно-банковской практике этот принцип строго соблюдается. В частности, телекоммуникационные компании, безусловно, относятся к сервисным, но телекоммуникационный бизнес — очень капиталоемкий, поэтому для операторов мобильной связи часто рассчитывается мультипликатор «цена/балансовая стоимость машин и оборудования» (price/property plant & equipment — P/PP&E)¹. Считается, что этот показатель лучше, чем P/S, подходит для оценки потенциала роста телекоммуникационных компаний, сделавших существенные инвестиции в оборудование.

С другой стороны, вспомните огромные инвестиции в оптоволоконные сети во второй половине 1990-х. Совокупная мощ-

¹ А корректнее было бы рассчитывать EV/PP&E.

ность, которая была создана всеми игроками телекоммуникационной отрасли, превышала необходимую в 10 раз. А лидер строительства оптоволоконных сетей через Атлантический океан — компания Global Crossing — обанкротилась, и ее активы были скуплены за бесценок. Именно в результате этого инвестиционного процесса интернет-звонки так резко подешевели, но это скорее «антибальзам» на душу инвесторов в телекомы, многие из которых потеряли все свои деньги.

4.2. Вопросы соответствия числителя мультипликатора его знаменателю

Выше мы перечислили некоторые компоненты, из которых можно «конструировать» мультипликаторы. Означает ли это, что мы можем выбрать любой из показателей, идущих в числитель мультипликатора, и любой — из подходящих для знаменателя и затем, записав их в виде соотношения, получим готовый мультипликатор? Не совсем так.

Что касается натуральных показателей, они могут служить для расчета и стоимости акций, и стоимости бизнеса: например, для нефтяной компании допустимыми считаются мультипликаторы вида «Р/запасы в тоннах» и «EV/запасы в тоннах»¹. С финансовыми мультипликаторами ситуация иная. Стоимость всех активов — касается ли это их балансовой стоимости или стоимости замещения — соотносится со стоимостью бизнеса, а балансовая стоимость чистых активов (или стоимость акционерного капитала) — со стоимостью акций. Аналогично этому, одни «доходные» показатели подходят для оценки стоимости акций, а другие — для оценки стоимости бизнеса. Связано это с экономическим смыслом различных марж (валовой, операционной, чистой прибыли и т. п.), которые условно можно подразделить на два типа. Одни включают в себя доходы, из которых осуществляются выплаты как акционерам, так и кредиторам (маржа до уплаты процентов), другие учитывают только выплаты акционерам. К первым относятся такие показатели, как EBITDA (прибыль до уплаты процентов,

¹ Хотя, строго говоря, показатель «EV/запасы в тоннах» рассчитывать гораздо корректнее, так как в расчете показателя «Р/запасы в тоннах» «защита» предпосылка о том, что у сравниваемых компаний примерно одинаковая доля долга в капитале.

налогов и амортизации), NOPLAT (операционная прибыль после уплаты налогов), ко вторым — NI (чистая прибыль) и FCFE (чистый денежный поток акционеров). Естественно, имеет смысл соотносить финансовые показатели доходности до уплаты процентов со стоимостью бизнеса, а показатели после уплаты процентов — с ценой акций. Исключением является, пожалуй, выручка: на доллар выручки считают как цену акции, так и стоимость бизнеса. Таким образом, на практике используются EV/EBITDA (стоимость бизнеса/прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации) и P/E, а такие показатели, как P/EBITDA и EV/E, являются нонсенсом.



Контрольный вопрос 6

- А. Какой числитель больше подходит для расчетов на основе операционного денежного потока (operating free cash flow — OpFCF)?
- Б. Прокомментируйте показатель P/S с точки зрения соответствия числителя знаменателю.

4.3. Краткие выводы

- В знаменателе мультипликатора могут стоять как финансовые, так и натуральные показатели. Финансовые показатели являются универсальными, натуральные — специфичными для отрасли или группы отраслей.
- Применение натуральных показателей может существенно сузить круг возможных аналогов.
- При конструировании мультипликатора необходимо следить за соответствием числителя знаменателю: если в числителе стоит стоимость акций, то и в знаменателе должны стоять финансовые показатели, отражающие текущие или будущие доходы акционеров либо активы, приходящиеся на их долю. Если в числителе стоит стоимость бизнеса, то в знаменателе должны стоять показатели, отражающие денежные потоки всего бизнеса или включающие все активы бизнеса.

5 «ДОХОДНЫЕ» ФИНАНСОВЫЕ МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ

5.1. Показатели отчета о прибылях и убытках, используемые для расчета мультипликаторов

Более подробный разговор о видах мультипликаторов начнем с рассмотрения «доходных» финансовых показателей. В табл. 3 представлена *приблизительная* схема их расчета. Я подчеркиваю — *приблизительная*, ибо после выхода первого издания книги больше всего вопросов было именно к этой таблице. Те финансовые величины, которые выделены в ней полужирным шрифтом, могут служить знаменателями мультипликаторов.

Необходимо отметить, что левая колонка таблицы соответствует принципам российского бухгалтерского учета, который по ряду позиций существенно отличается от Общепринятых принципов бухгалтерского учета США — ГААП (Generally Accepted Accounting Principles — GAAP). Детальный анализ различий между двумя системами учета выходит за рамки данной книги, но я хотела бы заострить внимание читателя на самом важном, с точки зрения наших целей, различии. Согласно ГААП амортизация не входит в себестоимость реализации (cost of goods), а учитывается отдельной строкой ниже, в российском же бухгалтерском учете, напротив, существует понятие себестоимости, включающее амортизацию. В связи с этим при работе с российской отчетностью для корректного расчета стандартных показателей необходимо в первую очередь «вытащить» амортизацию из себестоимости реа-

лизации¹. Такая корректировка крайне важна, поскольку она влияет на расчет почти всех мультипликаторов.

Таблица 3. Расчет «доходных» финансовых показателей, используемых для построения мультипликаторов

№ строки	Показатель	Американский термин	Формула
1	Выручка	Sales = Revenue	
2	Себестоимость реализации		
2а	Включая амортизацию		
3	Валовая прибыль (маржа 1)	Gross (profit) margin	$= (1) - (2) + (2a)$
4	Коммерческие и общекорпоративные расходы		
5	Прочие операционные расходы		
6	Прочие операционные доходы		
7	Прибыль от реализации (маржа 2)	Sales Margin	$= \text{Маржа 1} - (4) - (5) + (6)$
8	Прочие внереализационные расходы		
9	Прочие внереализационные доходы		
10	Прибыль до уплаты налогов, процентов и амортизации (маржа 3)	EBITDA	$= \text{Маржа 2} - (8) + (9)$
11	Амортизация		
12	Операционная маржа = Прибыль до уплаты налогов и процентов (маржа 4)	Operating (profit) margin (EBIT)	$= \text{Маржа 3} - (2a)$
13	Проценты к получению		
14	Проценты к уплате		
15	Прибыль до налогообложения (маржа 5)	Earnings before tax	$= \text{Маржа 4} - (13) + (14)$

¹ Переход к западным стандартам бухгалтерского учета важен по нескольким причинам. Это нужно, во-первых, для того, чтобы можно было работать с общепризнанными коэффициентами, понятными иностранным инвесторам, а во-вторых, для обеспечения сопоставимости при работе с аналогами из разных стран.

Окончание табл. 3

№ строки	Показатель	Американский термин	Формула
16	Налог на прибыль		
17	Чистая прибыль (маржа 6)	Net Income (NI) = Earnings (E) = Net Profit	= Маржа 5 – (16)
18	Дивиденды	Dividends (D)	
19	Денежная чистая прибыль	Cash earnings	= Маржа 6 + (2a)
20	Увеличение оборотного капитала		
21	Чистый денежный поток от операционной деятельности	Free operating cash flow (FOCF)	= Маржа 4 + + (2a) – (20)
22	Капиталовложения		
23	Денежный поток компании (до учета расчетов по кредитам)	Free cash flow to the firm (FCFF)	= (21) – (22)
24	Выплата/получение основной суммы долга		
25	Чистый денежный поток акционеров (с учетом кредитования)	Free cash flow to equity (FCFE)	= (23) + (13) – – (14) – (24)

Как видно из таблицы, для построения «доходных» мультипликаторов может использоваться как минимум десять различных марж. Самыми распространенными из них являются P/S, P/E и EV/EBITDA.

5.2. Мультипликатор «цена/выручка»

Мультипликатор «цена/выручка» (price/sales — **P/S**, или **P/Revenue**), при помощи которого оценивают компанию по продажам, является одним из самых распространенных. Согласно финансовой теории более корректным считается мультипликатор «стоимость бизнеса/выручка» (**EV/S**), поскольку выручка компании служит источником доходов как для акционеров, так и для

кредиторов, а также источником уплаты налогов, но на практике более широкое распространение получил все-таки мультипликатор P/S, что объясняется его простотой.

Причины широкого распространения показателей P/S и EV/S состоят в следующем:

- **во-первых**, их можно рассчитать практически для всех компаний, кроме тех, которые находятся в стадии разработки продукта. Чем ниже в табл. 3 находится строка, используемая для построения мультипликатора, тем больше шансов, что значение в ней может оказаться отрицательным, и, следовательно, мультипликатор не будет иметь смысла. Выручка же не может быть отрицательной, поэтому мультипликатор определен практически всегда, за исключением тех случаев, когда компания находится на начальной стадии развития. Таким образом, в том случае, когда оцениваемая компания или ее аналоги несут убытки (например, компании-авиаперевозчики после 11 сентября 2001 г.), мультипликатор P/S (EV/S) является «палочкой-выручалочкой»;
- **во-вторых**, волатильность выручки гораздо ниже, чем прибыли, и она меньше подвержена влиянию случайных факторов. Следовательно, мультипликатор P/S (EV/S) в меньшей степени будет зависеть от сиюминутной ситуации. Исследования показали, что разница между величинами P/S (EV/S) разных компаний может отражать различия в долгосрочной доходности бизнеса, которая напрямую влияет на оценку компании;
- **в-третьих**, чем «ближе» финансовый показатель к чистой прибыли и чем «дальше» он от выручки, тем сильнее на него влияют применявшиеся компанией методы бухгалтерского учета. С этой точки зрения выручка — практически единственный показатель, по которому можно сравнивать компании, в том числе и пользующиеся разными бухгалтерскими стандартами¹;

¹ Хотя в свете последних скандалов с манипуляциями отчетностью и этот тезис можно подвергнуть сомнению. Из известных мне случаев рекордным является фальсифицирование отчетности котирувавшейся на NASDAQ бельгийской компании Lernout & Hauspie Speech Products, NV, которая специализировалась на программных продуктах для распознавания речи. Эта компания сфальсифицировала до 70% выручки! В результате она обанкротилась и прекратила свое существование.

- **в-четвертых**, выручка — это тот финансовый показатель, в отношении которого легче всего найти информацию. Например, нужно оценить дочернюю компанию (или направление бизнеса) публичной компании. Вероятность того, что в годовом отчете материнской компании вы найдете разбивку прибыли по дочерним компаниям или видам бизнеса очень мала, однако там наверняка содержатся данные о выручке в такой разбивке. То же касается и непубличных сделок по слияниям и поглощениям. Стороны гораздо чаще раскрывают выручку поглощенной компании, чем ее прибыль. Более того, в случае отсутствия достоверных данных о финансовом состоянии компании такой показатель, как продажи, легче всего поддается косвенной оценке.

Приведу пример из собственной практики. В 2000 г. мне довелось оценивать отечественный завод по производству автомобильных двигателей, который был объектом поглощения одной из российских компаний. У меня были все основания не доверять данным официальной финансовой отчетности завода. В то же время была доступна чуть ли не ежемесячная статистика по производству двигателей (в разбивке по типам и моделям) в натуральном выражении. Это позволило произвести независимую оценку объема продаж в штуках. Во-первых, можно было найти прайс-листы на данные двигатели у дистрибьюторов и оценить продажи с учетом, конечно, дистрибьюторской скидки, которую дает производитель. Во-вторых, как известно, в мире существует достаточно устойчивое отношение цены двигателя к цене автомобиля (цена двигателя составляет приблизительно одну четверть от цены автомобиля, независимо от марки). Известно также, какие автомобили оснащаются этими двигателями, а цены на них указаны в прайс-листах или могут быть рассчитаны по другим данным производителей автомобилей (например, по выручке). Таким образом, было легко получить еще одну оценку. Рассчитанные двумя методами оценки совпали и отличались от данных бухгалтерской отчетности примерно на 20% в большую сторону. Впоследствии, когда компания была поглощена и покупатель получил доступ к реальным данным, мои расчеты подтвердились.

Если руководство предприятия скрывает от налоговых органов реальное положение дел и официальная отчетность искажена, то легче всего оценить реальные продажи. Очень часто статистика в штуках более достоверна, т.е. можно сказать, используя сленг, что «все штуки уже белые, а часть выручки еще черная». Этими

данными руководство компаний обычно более охотно делится со средствами массовой информации, чем информацией о выручке. Кроме того, отчетность в натуральных показателях — в весьма детальной разбивке (традиция, сохранившаяся с советских времен) — подается в Госкомстат. Зная объем продаж в натуральном выражении, можно умножить его на соответствующие цены, которые тоже сравнительно легко найти в прайс-листах, определить по рыночным котировкам и т.п. Однако если вы попытаетесь — в случае недостоверной отчетности — оценить прибыль или денежный поток компании, то сделать это будет гораздо сложнее. Потребуется огромный массив данных (таких, как численность рабочих, тип и возраст оборудования, цены на сырье и т.п.), многие из которых невозможно будет найти в открытом доступе. Погрешность при оценке продаж практически всегда будет меньше погрешности при оценке любого другого показателя.

Однако эти достоинства мультипликатора P/S (EV/S) являются обратной стороной его недостатков. Стоимость любого актива определяется той прибылью, которую он приносит инвестору, поэтому общий объем продаж — это лишь *один из* факторов, влияющих на прибыль. Компании с одинаковыми продажами могут иметь совершенно разную маржу чистой прибыли или разный чистый денежный поток, следовательно, и стоимость их будет разной:

$$E = S \times E/S, \text{ отсюда } P/S = (P/E) \times (E/S). \quad (11)$$

Таким образом, показатель P/S не учитывает разницы в эффективности операций сравниваемых компаний. Так, низкий P/S может отражать низкую прибыльность операций, поэтому неверно думать, что компания, показатель P/S которой ниже среднеотраслевого, недооценена. Можно подозревать, что компания с невысоким P/S действительно недооценена рынком только в том случае, если, как минимум, ее маржа чистой прибыли не ниже среднеотраслевой и т.д.

5.3. Отношение цены акций к прибыли до уплаты налогов, процентов и амортизации и к операционной марже

Следующими в логическом ряду идут мультипликаторы «цена/прибыль от реализации» (**P/Sales margin**), или «стоимость бизнеса/прибыль от реализации» (**EV/Sales margin**), и **EV/EBITDA**.

Если мультипликатор $P/\text{Sales margin}$ оценивает компанию по доходности ее основной деятельности, то EV/EBITDA — по всему денежному потоку, остающемуся в распоряжении компании до того, как она выплатит проценты и налоги и, разумеется, начнет осуществлять капиталовложения.

Что касается мультипликатора $P/\text{Sales margin}$, то применяется он сравнительно редко и всегда с определенной целью: с его помощью «вычленяется» доходность основного бизнеса компании. Например, доходность продаж не зависит от поступлений от одно-разовой продажи основных средств, от расходов на благотворительность и т. п.

Показатель EBITDA , как видно из его определения, отличается от чистой прибыли (в большую сторону) на сумму уплачиваемых процентов, налогов и амортизации. EBITDA является очень важным показателем и был сконструирован не случайно. Он имеет четкий финансовый смысл, поскольку показывает, какие ресурсы остаются в распоряжении компании для погашения процентов по кредитам. Во-первых, амортизация — это единственная существенная величина, вычитаемая из выручки при расчете налогооблагаемой прибыли, которая не является оттоком денежных средств, а представляет собой формальное бухгалтерское начисление — своего рода виртуальный резервный фонд будущих капитальных вложений. Во-вторых, проценты по кредитам относятся на себестоимость, т. е. налог на прибыль уплачивается только с той части прибыли, которая осталась у компании после выплаты процентов, и, таким образом, он тоже не влияет на способность компании обслуживать свой долг.

Итак, EBITDA представляет собой один из самых лучших индикаторов способности компании платить по кредитам и облигациям, а мультипликатор EV/EBITDA широко применяется не только для классических расчетов, но и в специфических ситуациях, связанных с привлечением долгового финансирования. Он используется, в частности, для планирования так называемых сделок по выкупу акций (компаний) за счет заемных средств (*leveraged buyouts*), когда сторонний инвестор или сами менеджеры компании выкупают их у существующих акционеров, финансируя эту покупку на 70–80% за счет кредитов, «навешиваемых» на самую покупаемую компанию. При этом по размеру EBITDA оценивается способность «закладываемой» компании обслуживать привлеченные долги. Я посвятила этой теме разд. 9.1

«Использование мультипликаторов при привлечении кредитного финансирования» главы 9.

Мультипликатор EV/EBITDA целесообразно также использовать для оценки компаний, у которых капиталовложения неэффективны, так как этот показатель дает представление о том, какие средства останутся в распоряжении компании, если временно сократить капиталовложения и кредиты, что влечет за собой сокращение процентных выплат. EBITDA также позволяет сравнивать компании с разным уровнем задолженности, поскольку этот показатель устраняет различия в доходности, вызванные процентным бременем.

Что касается отраслевого применения, то в первую очередь мультипликатор EV/EBITDA используется при оценке компаний капиталоемких отраслей, где амортизация составляет существенную статью, таких как сталелитейные компании, кабельное телевидение и т. п.

Существует понятие «нормализованный, т. е. очищенный от случайных расходов и доходов, показатель EBITDA» (normalized EBITDA). Различие между нормализованным показателем EBITDA и прибылью от реализации состоит в том, что в последнюю не входят неоперационные расходы, хотя они могут быть и регулярными. Так, в российских условиях курсовые разницы являются регулярными, но неоперационными расходами, т. е. они не учитываются при расчете прибыли от реализации. В то же время штрафы и пени считаются операционными, но нерегулярными расходами. Они вычитаются при расчетах нормализованного показателя EBITDA, но не при расчетах прибыли от реализации. Зачастую в условиях недостатка информации, позволяющей произвести нормализацию, вместо нормализованного показателя EBITDA используется мультипликатор P/Sales margin.

Формально EV/EBITDA можно связать с другими финансовыми показателями, используя аналог формулы Гордона (2) для стоимости бизнеса:

$$EV_0 = \frac{FCFF_1}{WACC - g}, \quad (12)$$

$$\text{т. е.} \quad \frac{EV_0}{FCFF_1} = \frac{1}{WACC - g}, \quad (13)$$

где FCFF — свободный денежный поток компании, который, в свою очередь, определяется как $FCFF = EBITDA + \text{Амортизация} - \text{Капиталовложения} - \text{Увеличение оборотного капитала}$.

Путем пары нехитрых преобразований можно получить соответствующую формулу для EV/EBITDA, правда, слишком неуклюжую для отслеживания зависимости между EV/FCFF и EV/EBITDA.

Далее следуют показатели, которые соотносят стоимость бизнеса EV с операционной маржой (operating margin). Операционной маржой называют прибыль до вычета процентов по кредитам, причем различают доналоговую операционную маржу — EBIT (earnings before interest and tax) и посленалоговую, обозначаемую как $EBIT \times (1 - t)$, где t — ставка налога на прибыль, или как EBIAT (earnings before interest after tax). Принципиальная разница между $EBIT \times (1 - t)$ и EBIAT состоит в том, что при расчете $EBIT \times (1 - t)$ налог на прибыль по номинальной ставке берется со всей прибыли до уплаты процентов, а при расчете EBIAT вычитается *фактически уплаченный* компанией налог на прибыль, который несколько ниже, из-за того что процентные выплаты были отнесены на себестоимость. Таким образом, $EBIT \times (1 - t)$ меньше EBIAT на величину $(1 - t) \times i$, где i — процентные выплаты.

Посленалоговую операционную маржу называют еще чистой операционной маржой после уплаты налогов (net operating profit less adjusted tax — NOPLAT или net operating profit after tax — NOPAT). Для расчета NOPAT, как и для расчета EBIAT, применяется фактический налог, а для расчета NOPLAT, как и для расчета $EBIT \times (1 - t)$, — гипотетический.

Между NOPLAT и $EBIT \times (1 - t)$ существует, однако, небольшая историческая разница. Показатель NOPLAT был придуман, когда нормы бухгалтерского учета ГААП США позволяли амортизировать гудвилл, который представляет собой разницу между рыночной и бухгалтерской стоимостью активов, приобретаемых в ходе покупки компаний. Если при определении EBIT учитывалась вся амортизация, в том числе материальных и нематериальных активов, то при расчете NOPLAT не учитывался гудвилл. В настоящее время само понятие «гудвилл» и его амортизация в бухучете практически не применяются¹, поэтому разница между

¹ Более подробно об этом см. в главе 6.

NOPLAT и $EBIT \times (1 - t)$ исчезла, хотя в финансовой литературе успели прижиться оба термина.

Итак, в разных источниках вы можете встретить различные показатели, базирующиеся на операционной марже: в общем виде это выражается соотношением $EV/Operating\ margin$, которое в зависимости от особенностей расчетов может принимать вид: **$EV/EBIT$, $EV/EBIT \times (1 - t)$ ($EV/NOPLAT$) или $EV/EBIAT$, $EV/NOPAT$** . Эти показатели в основном используются для сравнения компаний с различными уровнями задолженности и, соответственно, разными процентными выплатами.

5.4. Мультипликатор «цена/чистая прибыль»

Наконец, обратимся к самому распространенному, пожалуй, показателю «цена/чистая прибыль» ($Price/Net\ Income$ или $Price/Earnings - P/E$). Несмотря на то что P/E используется очень широко, он, на наш взгляд, является и одним из самых проблемных мультипликаторов. Его недостатки — зеркальное отображение достоинств показателя P/S .

Во-первых, как уже говорилось, P/E гораздо чаще, чем другие показатели, бывает не определен, так как чистая прибыль чаще бывает отрицательной, чем $EBITDA$ или $EBIT$. Но не это создает самую большую сложность для финансового аналитика. Гораздо сложнее дать интерпретацию значению P/E , когда мы видим, скажем, что у некой компании, бизнес которой является растущим, P/E равен 100. Означает ли данное значение мультипликатора, что он может служить корректной базой для оценки похожих компаний? Как уже говорилось во введении, значение P/E для компаний со стабильной (растущей) прибылью является числом, обратным норме дисконта. Означает ли это, что норма дисконта для подобных бизнесов равна 1%? Крайне маловероятно. Скорее всего, мы имеем дело с компанией, у которой в силу каких-то специфических причин выдался неудачный год, и ее чистая прибыль именно в этом году близка к нулю, однако инвесторы ожидают, что в будущем дела компании должны пойти существенно лучше. Итак, для компании, которая получила очень маленькую прибыль, P/E может устремляться в бесконечность (так как знаменатель дроби приближается к нулю), и его нельзя использовать

в качестве надежного ориентира (benchmark) для сравнительного анализа.

С точки зрения теории эти рассуждения выглядят довольно просто. На практике же аналитик может столкнуться со следующей ситуацией. В его выборке аналогов будет часть компаний с «нормальными», как ему кажется, значениями P/E , а часть — с «аномальными», т.е. слишком высокими или отрицательными. Допустим, он попросту исключит из выборки компании с отрицательными P/E , как это зачастую делается. При этом как минимум он получит искажение среднего значения чистой прибыли для оставшихся аналогов по сравнению с первоначальной группой. Далее возникает вопрос: где граница между «нормальными» и «аномальными» значениями P/E для положительных (очень больших) значений показателя? Это очень субъективный вопрос, и неправильное определение такой границы может привести к недооценке или переоценке компании¹.

Анализ затрудняет тот факт, что P/E может быть высоким как вследствие прекрасных перспектив, открывающихся перед компаниями (учет в оценке высоких ожидаемых темпов роста), так и в том случае, когда компания показывает неутешительные финансовые результаты, т.е. ее операции лишь маргинально прибыльны, а котировки не падают до нуля из-за того, например, что высока ликвидационная стоимость активов.

Во-вторых, по понятным причинам чистая прибыль подвержена бóльшим случайным колебаниям, чем, скажем, EBITDA, что вносит погрешность в оценку по P/E . Это особенно верно для циклических отраслей. Известно, что на дне цикла, когда прибыли компаний ниже всего, показатель P/E бывает выше, и наоборот. Подобная статистическая зависимость называется эффектом Молодовского по имени американского ученого, зафиксировавшего этот факт в 1950-е гг. Для учета цикличности в оценке пред-

¹ Необходимо отметить, что существуют специальные методы обращения с отрицательными P/E . Например, один из методов состоит в том, чтобы от P/E перейти к обратному показателю E/P , т.е. выразить годовую чистую прибыль в процентах от цены акции. В этом случае легче интерпретировать отрицательные значения показателя. Интуитивно более понятен E/P , равный -10% , чем P/E , равный -10 . Однако, по сути, эти два показателя идентичны, и переход к обратной дроби не решает содержательной проблемы: какие компании с пороговыми или аномальными значениями должны попадать в выборку аналогов, а какие нет.

лагается прибегать к нормализации прибыли, т.е. либо исходить из средней прибыли на протяжении цикла (назовем его способом А), либо рассчитывать чистую прибыль на основе средней исторической доходности акционерного капитала (return on equity — ROE) и размера чистых активов на одну акцию (текущих или на начало года) (способ Б).



Контрольный вопрос 7

Какой из способов нормализации прибыли (А или Б) представляется вам более корректным и почему?

В-третьих, при расчетах прибыли до уплаты налогов учитываются также единовременные (non-recurring) доходы и расходы (например, доходы от продажи части имущества, убытки от списаний, резервы, созданные под плохие долги, и т. п.), которые не должны были бы приниматься во внимание при оценке компании, поскольку оценка должна отражать будущие, а не прошлые денежные потоки компании. Очистить мультипликатор Р/Е от влияния единовременных доходов и расходов можно простыми корректировками. На практике, как правило, все компании-аналоги не проверяются на наличие единовременных доходов и расходов, так как это весьма трудоемко, однако если аналитик видит аномальную прибыль (или убыток), которая приводит к искажению показателя Р/Е конкретной компании, он может скорректировать (или нормализовать) прибыль данной компании. Прибыль, очищенная от влияния единовременных доходов и расходов, называется нормализованной (normalized), или поддерживаемой (maintainable). При такой корректировке потребуются и перерасчет налога на прибыль. Соответствующий показатель может называться «цена/скорректированная прибыль» (**P/adjusted E**)¹. Если же, наоборот, размер корректировки не ясен, например, в силу слабого раскрытия информации, то такую компанию можно исключить из выборки.

В-четвертых, из-за того, что проценты по долгу входят в себестоимость и влияют на размер как прибыли до уплаты налогов, так и чистой прибыли, мультипликатор Р/Е сильно зависит от

¹ Не путать со скорректированным мультипликатором Р/Е (adjusted P/E), см. разд. 10.3.

доли долга в структуре капитала компании, и потому игнорирует различия между компаниями с высокой и низкой долей долга в задействованном капитале. Если такая ситуация складывается в рамках необходимой нам выборки, то целесообразно использовать другие показатели, скажем, $EV/EBITDA$ или $EV/EBIT$. Или же включать в выборку только компании с примерно одинаковой долей долга в капитале. Но здесь мы уже касаемся другой темы — как выбирать компании-аналоги, а этому вопросу посвящена отдельная глава.

У мультипликатора P/E , как и у мультипликаторов, базирующихся на денежном потоке, есть теоретическое преимущество перед другими показателями. В случае с P/E можно производить корректировки оцениваемой компании и группы аналогов на разницу в риске. Как я уже говорила, для стабильной компании этот мультипликатор является величиной, обратной норме дисконта. Допустим, P/E аналога равен 10. Это означает, что применяемая норма дисконта составляет 10%. Если мы предполагаем, что дисконт для оцениваемой компании на 2% выше, то применимый к ней дисконт составит 12%, и, следовательно, применимый P/E будет равен $1/12\% = 8,33$. Злоупотреблять этим приемом не рекомендуется, ведь при заданном объеме текущей прибыли P/E является функцией от риска только для компаний с нулевым ростом, а в реальности таких компаний не много. Средний рост по стране в целом равен росту валового национального продукта, а для большинства стран этот показатель положительный на длительном промежутке времени. Для растущих же компаний данная корректировка не верна!

5.5. Показатели, базирующиеся на денежном потоке

Несмотря на явные различия между показателями, базирующимися на данных отчета о прибыли и убытках, у них есть один объединяющий фактор. Все они не учитывают тот факт, что для инвесторов важны не бухгалтерские доходы компании, а реальные денежные потоки, которые могут отличаться от «бумажной» прибыли на весьма существенную величину. Для учета отклонений денежного потока от прибыли вводятся мультипликаторы, основанные на денежных потоках:

- «цена/денежная прибыль» (**Price/Cash earnings — P/CE**);
- «цена/чистый денежный поток от операционной деятельности» (**Price/Free operating cash flow — Price/FOCF** или **Price/OpFCF**);
- «цена/чистый денежный поток компании» (**Price/Free CashFlow to the Firm — P/FCFF¹**);
- «цена/чистый денежный поток акционеров» (**Price/FreeCash Flow to Equity — P/FCFE**).

Денежная прибыль отличается от чистой прибыли на величину амортизации. Пожалуй, правила бухгалтерского учета ГААП в отношении учета амортизации дают компаниям бóльшую гибкость. Существуют различия в учете амортизации между МСФО и ГААП, а также страновые различия. Добавление амортизации к чистой прибыли снимает одно из самых больших бухгалтерских искажений финансового результата сравниваемых компаний. Нужно, правда, отметить, что денежная прибыль — это искусственно сконструированный финансовый показатель, на мой взгляд, не имеющий под собой концептуальной основы. Это не бухгалтерский, но и не финансовый показатель, который измерял бы денежный доход акционеров (чему служит такой показатель, как чистый денежный поток), однако многие аналитики используют его как некий измеритель прибыли.

Чистый денежный поток от операционной деятельности отличается от чистой прибыли на величину амортизации и изменений в оборотном капитале, влияющих на денежный поток. Этот показатель интересен не столько тем, что в нем не учтена амортизация (подобные показатели существуют: это проанализированные выше P/CE и EV/EBITDA), сколько корректировкой на изменения оборотного капитала, которая может быть весьма существенной. Такие факторы, как быстрый рост и финансирование новых потребностей в оборотном капитале для поддержания этого роста (увеличение запасов сырья и материалов и др.), сокращение оборачиваемости запасов, увеличение сроков предоплаты за сырье, предоставление покупателю отсрочки по оплате готовой продукции и т.п., вызывают уменьшение денежных потоков от операционной деятельности, и наоборот. Таким образом, отличии-

¹ Синонимом является также термин «чистый денежный поток компании, в случае если бы она не имела долга» (unlevered free cash flow).

тельная особенность мультипликатора, построенного на основе чистого денежного потока от операционной деятельности, заключается в том, что он учитывает в оценке потребности в финансировании оборотного капитала и эффективность управления им у различных компаний.

В свою очередь, чистый денежный поток отличается от чистого денежного потока от операционной деятельности на величину капитальных вложений и денежных потоков от финансовой деятельности (привлечение или выплата кредитов, привлечение акционерного капитала, выпуск акций, выплата дивидендов и т. п.). Поправка на инвестиции крайне важна, так как именно она позволяет провести корректное сравнение двух схожих компаний, если они имеют одинаковую выручку и прибыль, но одна из них, допустим, обладает новыми производственными мощностями, а другая — старыми и нуждается в их замене.

Например, у одной нефтяной компании месторождения могут быть старыми и сильно выработанными, поэтому без капиталовложений в разработку новых месторождений неизбежно произойдет падение добычи, тогда как другая может добывать нефть на только что введенных месторождениях и увеличивать добычу без существенных дополнительных затрат.

С другой стороны, привлечение финансирования или обратные операции (погашение крупных инвестиционных кредитов, выкуп акций) не являются регулярными событиями в жизни компании, и, если такие события в данном году имели место и существенно повлияли на значения показателя, это означает, что он сильно отличается от стандартного (в типичный год) и вряд ли хорош для целей сравнения с показателями других компаний.

Два показателя — чистый денежный поток компании и чистый денежный поток акционеров — в каком-то смысле аналогичны показателям посленалоговой операционной прибыли NOP_{LAT} и чистой прибыли. Первая показывает прибыль до вычета процентов, т. е. прибыль, из которой осуществляются выплаты и кредиторам, и акционерам, а вторая — прибыль после уплаты процентов, т. е. источник выплат исключительно акционерам. Точно так же в случае денежного потока компании речь идет о чистом денежном потоке без учета расчетов по кредитам, тогда как в случае денежного потока акционеров — о той сумме денежного потока, которая остается после расчетов с кредиторами, т. е. после выплаты про-

центов и погашения основной суммы долга (!). Использование для построения мультипликатора чистого денежного потока *компаний в целом* нивелирует разницу в источниках финансирования сравниваемых компаний (долг или акционерный капитал), так как позволяет сравнивать компании, как если бы 100% финансирования осуществлялось за счет акционерного капитала. Второй показатель не обладает этим преимуществом, однако его знаменатель точнее отражает доходы, на которые могут претендовать акционеры компании. В этом смысле с ним может конкурировать только один мультипликатор, который мы рассмотрим в следующем разделе.

Между финансовыми аналитиками существуют расхождения во взглядах, в каком размере нужно вычитать капиталовложения для расчета чистого денежного потока. Одни вычитают все инвестиции компании. Другие — только капиталовложения для поддержания существующего бизнеса, игнорируя при этом капиталовложения для роста. Объяснение простое: если уж речь зашла о капиталовложениях для роста, то для оценки такой компании лучше всего использовать модель дисконтированных денежных потоков, ибо очень трудно сравнивать компании с разными инвестиционными программами в растущий или новый бизнес на основе статичных мультипликаторов. Я с этим полностью согласна, вопрос только в том, всегда ли аналитику удастся выделить из общих капиталовложений те, которые идут на поддержание существующего бизнеса, на основе публичной информации.

5.6. Мультипликатор «цена/дивиденды»

Мультипликатор «цена/дивиденды» ($\text{Price/Dividends} = P/\text{DIV}^1$) используется для так называемых «дивидендных» акций. Как

¹ В русскоязычных текстах мне также встречался перевод «дивидендная доходность». Если читатель будет пользоваться данным термином, то его не следует путать с обратной формулой DIV_1/P_0 , где P_0 — цена акции в момент времени $t = 0$, а DIV_1 — дивидендные выплаты в момент $t = 1$, т.е. имеется в виду, что инвестор соотносит полученные дивиденды с ценой акции *на момент вложения в нее*. В случае рассматриваемого нами мультипликатора имеется в виду цена акции *на дату оценки*.

правило, это акции крупных стабильных компаний¹, регулярно выплачивающих дивиденды. «Дивидендные» акции по-английски называют value stocks, в противоположность акциям быстрорастущих компаний (growth stocks).

Основная критика показателя P/DIV сводится к тому, что доходы инвестора в акции формируются не только за счет дивидендных выплат, но и благодаря росту их курсовой стоимости. Чем выше текущие дивиденды, тем меньше средств остается для финансирования инвестиционных проектов и тем медленнее будут расти прибыль и дивиденды в будущем, и наоборот. Иными словами, высокие дивиденды текущего года не обязательно должны означать более высокую оценку акций. В среднем на длительном временном интервале зрелая компания выплачивает в виде дивидендов определенный (более или менее фиксированный) процент чистой прибыли. Усредненные дивидендные выплаты можно взять за основу для расчета стоимости компании. Именно поэтому использование показателя P/DIV представляется наиболее корректным для компаний, у которых бизнес стабилен и дивидендные выплаты тоже стабилизировались.

Посмотрим теперь, как связаны между собой P/E и P/DIV . Вспомним, что согласно формуле (6)

$$\frac{P}{E_1} = \frac{1-b}{r-g}.$$

Поскольку, согласно (5), $\frac{1}{r-g} = \frac{P}{DIV_1}$,

$$\text{то } \frac{P}{E_1} = (1-b) \times \frac{P}{DIV_1} \Rightarrow \frac{P/E_1}{P/DIV_1} = 1-b. \quad (14)$$

Таким образом, если каждый год 50% чистой прибыли выплачивается в виде дивидендов, то P/E будет в два раза ниже, чем P/DIV . Формулу Гордона можно трансформировать и для случая, когда ожидается, что первые n лет компания будет находиться в фазе быстрого роста, при этом темпы роста прибыли составят g_0 и будут выплачиваться относительно низкие дивиденды.

¹ Стабильной мы считаем такую компанию, темпы роста выручки и чистой прибыли которой примерно равны темпам роста национальной или мировой экономик (до 3–5% в год).

денды DIV_0 , так как прибыль будет направляться на финансирование роста. Затем темпы роста замедлятся до g_n , $g_n < g_0$, а дивиденды увеличатся до $DIV_n > DIV_0$. В этом случае формула Гордона примет следующий вид:

$$P_0 = DIV_0 (1 + g_0) \left(1 - \frac{(1 + g_0)^n}{(1 + r)^n} \right) + \frac{DIV_n}{(r - g_n)(1 + r)^n}. \quad (15)$$

Необходимо отметить, что равенство (14) совершенно не дает нам основания полагать, что если дивиденды не выплачиваются ($1 - b = 0$ или $b = 1$), то акции ничего не стоят. Формулу можно переписать так, чтобы избавиться от разности $1 - b$, обозначающей долю чистой прибыли, выплачиваемую в виде дивидендов. Таким образом, мы покажем, что цена акций определяется доходностью компании, поэтому то, как чистая прибыль распределяется между дивидендами и нераспределенной прибылью (retained earnings), для цены акций не имеет значения. Дивиденды, не полученные сегодня, означают увеличение их размера завтра.

Посмотрим, что такое темпы роста g :

$$g = \frac{E_t - E_{t-1}}{E_t}, \quad (16)$$

в свою очередь $E_{t-1} = BV_{t-1} \times ROE_{t-1}, \quad (17)$

а $E_t = (BV_{t-1} + RE_{t-1}) \times ROE_t, \quad (18)$

где ROE (return on equity) — доходность акционерного капитала¹, а RE (retained earnings) — нераспределенная прибыль. Соответственно, из формул (16), (17) и (18) следует, что

$$\Rightarrow g = \frac{RE_{t-1}}{E_{t-1}} \times ROE, \quad (19)$$

При $ROE = \text{const}$, $g = ROE \times b. \quad (20)$

¹ Она измеряется отношением чистой прибыли компании E к чистой балансовой стоимости ее активов BV (book value of assets): $ROE = E/BV$.

Если теперь в формуле (14) мы заменим b на $b = \frac{g}{ROE}$, что следует из (20), то получим, что

$$P/E = \frac{1}{ROE} \times \frac{ROE - g}{r - g}. \quad (21)$$

Таким образом, если доходность акционерного капитала компании равна доходности, требуемой инвесторами на свои вложения в эту компанию, т.е. $ROE = r$, то $P/E = 1/ROE = 1/r$. Следовательно, P/E равен величине, обратной норме дисконта. Вот мы и объяснили наконец формулу, которая в начале книги вводилась на понятийном уровне. Как мы видим, в этом случае темпы роста прибыли g не влияют на величину P/E . Иными словами, для оценки стоимости неважно, выплачивается ли прибыль в виде дивидендов или вкладывается в инвестиционные проекты, если только инвестиции генерируют требуемую акционерами доходность r (вспомним теорему Миллера–Модильяни).

Если же $ROE > r$, то легко показать, что $\frac{1}{ROE} \times \frac{ROE - g}{r - g} > \frac{1}{r}$, т.е. мультипликатор P/E у такой компании выше. Иначе говоря, в этом случае выгодно реинвестировать прибыль. Это понятно на интуитивном уровне, а также следует из математики: чем выше доля реинвестированной прибыли b , тем согласно (20) выше темпы роста прибыли g , а чем выше g , тем согласно (21) выше значение P/E при прочих равных. И наоборот, при $ROE < r$ выгоднее выплатить дивиденды, так как в противном случае прибыль «разбазаривается» на низкодоходные проекты. Нужно отметить, что в долгосрочной перспективе для большинства компаний величина r приблизительно равна ROE , что обеспечивается колебанием курса акций: когда $r < ROE$, акции возрастают в цене, а при $r > ROE$ — падают.

Подведем краткий итог по «доходным» мультипликаторам в целом. Каждый из вышеперечисленных коэффициентов имеет свои достоинства и недостатки, и какие из показателей использовать, должен решать аналитик, делающий оценку, однако в заключение раздела хотелось бы сделать обобщение, которое поможет ему принять правильное решение. Неписаным правилом считается, что при сравнении финансовых результатов различных компаний чем к более дальней от начала строке отчета о прибылях и убытках мы обращаемся, тем более искаженным — в плане различий в бухгалтерском учете — будет

такое сравнение. Эти различия, в частности, касаются амортизации, учета отложенных налогов и доходов от инвестиций (в операционной марже или после нее) и т.п. Поэтому самой неискаженной в смысле бухучета считается оценка по выручке. Альтернативой оценке по P/S считается оценка по денежным потокам или по чистым денежным потокам, при расчете которых многие из наиболее «искаженных» статей о прибылях и убытках добавляются к чистой прибыли, благодаря чему искажение уменьшается.

5.7. Краткие выводы

- Для расчета финансовых мультипликаторов можно использовать выручку и любую маржу, но самыми распространенными являются мультипликаторы на основе выручки, EBITDA и чистой прибыли.
- Мультипликатор P/S имеет следующие преимущества: 1) применим для оценки компаний с отрицательной операционной маржей; 2) в меньшей степени, чем другие мультипликаторы доходности, подвержен краткосрочной волатильности; 3) меньше зависит от специфики применявшегося стандарта бухучета; 4) информация по выручке, необходимая для его расчета, относительно легкодоступна. Основным недостатком P/S считается то, что он совершенно не учитывает разницу в доходности продаж между оцениваемой компанией и группой аналогов.
- Показатель EBITDA отражает прибыль до уплаты налогов, процентов и амортизации, поэтому его используют для оценки способности компании обслуживать свои долги; соответственно, показатель \times EBITDA (по-английски читается «times EBITDA») может применяться, когда нужно оценить максимальный размер привлекаемого долгового финансирования.
- Мультипликатор EV/EBITDA хорош для оценки компаний с разной величиной долга, так как нивелирует различия в доходности, связанные с разной процентной нагрузкой. Его также применяют для оценки компаний с неэффективными капиталовложениями, поскольку этот мультипликатор дает возможность оценить, каким будет финансовое положение

компании, если она одновременно сократит инвестиции и откажется от кредитного финансирования.

- Теоретически существует такой показатель, как нормализованный, т.е. очищенный от случайных расходов и доходов EBITDA (normalized EBITDA), но он редко используется для расчетов соответствующего мультипликатора по причине трудностей, связанных с получением информации, необходимой для нормализации. Поэтому вместо него часто используют показатель «цена/прибыль от реализации» ($P/\text{Sales margin}$) или «стоимость бизнеса/прибыль от реализации» ($EV/\text{Sales margin}$).
- Различные показатели, базирующиеся на операционной марже (в общем виде это мультипликатор $EV/\text{Operating margin}$, который в зависимости от особенностей расчетов может принимать вид: $EV/EBIT$, $EV/EBIT \times (1 - t)$, EV/NOPAT , EV/NOPLAT или $EV/EBIAT$), используют в основном для сравнения компаний с различными уровнями задолженности и, соответственно, процентными выплатами.
- Мультипликатор P/E неопределен чаще, чем другие показатели, поскольку при подборе аналогов сложно произвести отсеечение компаний с аномально высокими значениями этого показателя, вызванными низкой чистой прибылью. Прибыль и, соответственно, мультипликатор P/E более подвержены случайным колебаниям, чем другие финансовые показатели (и мультипликаторы) компании, и более зависимы от единовременных расходов и доходов. Наконец, P/E не учитывает различий между компаниями с высокой и низкой долями долга в структуре капитала. Все эти факторы делают P/E весьма «проблемным» мультипликатором. Главное его достоинство — очень большая популярность у аналитиков.
- Все мультипликаторы, базирующиеся на показателях отчета о прибыли и убытках, игнорируют тот факт, что для инвестора важны денежные потоки компании, а не «бумажная» прибыль.
- Мультипликатор «цена/денежная прибыль» ($P/\text{cash earnings} - P/CE$) устраняет одно из главных «искажений» P/E , вызванных влиянием методов учета амортизации на расчет прибыли.

- Мультипликатор «цена/чистый денежный поток от операционной деятельности» ($P/\text{Free operating cash flow} - P/\text{FOCF}$, или P/OpFCF) интересен тем, что помимо корректировки на амортизацию в нем учитываются потребности в финансировании оборотного капитала и эффективность управления им в различных компаниях.
- Мультипликатор «цена/чистый денежный поток» ($\text{Price}/\text{Freecash flow} - P/\text{FCF}$) учитывает также потребность в капиталовложениях и денежные потоки от финансирования. Если поправка на инвестиции позволяет провести корректное сравнение компаний с разными инвестиционными потребностями, то поправка на денежные потоки от привлечения финансирования, напротив, может существенно затруднить сравнение похожих компаний, если некоторые из них привлекали инвестиции в большом масштабе.
- Мультипликатор «цена/чистый денежный поток компании» ($\text{Price}/\text{Free cash flow to the firm} - P/\text{FCFF}$) рассчитывается исходя из предположения, что 100% финансирования компании осуществляется за счет акционерного капитала, т.е. без учета влияния заимствований на денежные потоки. Тем самым нивелируется разница в оценке, возникающая из-за различий в структуре капитала сравниваемых компаний.
- Мультипликатор «цена/чистый денежный поток акционеров» ($P/\text{Free cash flow to equity} - P/\text{FCFE}$), напротив, отражает доходность, на которую могут претендовать акционеры при использовании долгового финансирования для повышения своей доходности.
- Мультипликатор «цена/дивиденды», или дивидендная доходность ($\text{Price}/\text{Dividends} - P/\text{DIV}$), наиболее часто используется для зрелых компаний, стабильно выплачивающих дивиденды.

6

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, БАЗИРУЮЩИЕСЯ НА СТОИМОСТИ АКТИВОВ

6.1. Виды показателей, базирующихся на стоимости активов

В этой главе речь пойдет о показателях, знаменатели которых отражают стоимость тех или иных активов компании. Для получения этих данных далеко не всегда используется бухгалтерский баланс компании, но, несмотря на это, такие показатели удобно называть «балансовыми»¹.

Сравнение рыночных цен активов с их балансовой (номинальной) стоимостью имеет давнюю историю. Идея такого сравнения возникла задолго до того, как широкое применение мультипликаторов вошло в финансовую культуру. Например, в автобиографическом романе Р. Киплинга «От моря до моря», впервые опубликованном в 1899 г., приводятся наблюдения, сделанные им в ходе поездки в Гонконг в 1889 г.:

Гонконг настолько оживленный и сказочно богатый город, он так хорошо застроен и освещен (и это видно даже при беглом знакомстве), что мне захотелось узнать, как удалось достичь такого великолепия... Я разыскал тайпана — так называют главу английской торговой фирмы. Я сказал: «О тайпан, я — бедняк из

¹ В англоязычной литературе существует общее сокращенное название market to book, что можно перевести как «отношение рыночной цены к балансовой стоимости», или отношение «рыночная цена/номинал». Его можно применить к большинству балансовых мультипликаторов.

Калькутты, и то оживление, которое царит в ваших краях, изумляет меня. Как это получается, что все здесь пахнет деньгами?.. Тайпан ответил: «Оттого, что остров стремительно развивается. Оттого, что все приносит прибыль. Взгляните на бюллетень котировок». Он прочитал список тридцати, а может быть, чуть меньше, компаний: пароходных, рудных, канатных, причальных, торговых, всевозможных агентств и смешанных обществ, и все акции, за исключением пяти компаний, были выше номинальной стоимости¹.

Эта цитата поразила меня по двум причинам. Во-первых, становится понятным, что уже в конце XIX в. образованные англичане, даже не имевшие никакого отношения к бизнесу², мыслили в категориях «рыночная стоимость акций — номинал». Во-вторых, Киплинг рассуждает с помощью мультипликаторов о фондовом рынке Гонконга! (Если бы это были США или Англия, то, наверное, это показалось бы современному читателю более естественным.)

В наше время наиболее широкое распространение получили следующие балансовые показатели:

- «стоимость бизнеса/балансовая стоимость активов» (Enterprise value/Book value of assets — **EV/BV**³, или **EV/BVA**);
- «цена акций/балансовая стоимость акционерного капитала», или «цена акций/балансовая стоимость чистых активов» (Price/Book value of equity — **P/BV** или **P/BVE**);
- «стоимость бизнеса/стоимость зданий, машин и оборудования на балансе», или «стоимость бизнеса/стоимость внеоборотных активов» (Enterprise value/Property, Plant and Equipment — **EV/PP&E**);
- «цена акций/стоимость замещения чистых активов» (мультипликатор **Q**, или **Q Тобина**, по имени американского экономиста, который его придумал). Если три предыдущих показателя определяются на основе балансовых стоимостей, то для мультипликатора **Q Тобина** знаменатель рассчитывается по рыночным ценам;
- «цена акций/стоимость чистых активов (Price/Net asset value, или **P/NAV**).

¹ Киплинг Р. От моря до моря. — М.: Вагриус, 2003. С. 168.

² Хотя Киплинг, по всей видимости, был не только литератором, но и разведчиком.

³ В некоторых источниках вместо BV используется В.

Если вам встретятся мультипликаторы EV/BV и P/BV , обратите внимание на то, что под балансовой стоимостью (BV) в знаменателе этих коэффициентов подразумевается разное. В первом показателе EV сравнивается с балансовой стоимостью активов, а во втором — P делится на балансовую стоимость акционерного капитала. При построении балансовых показателей применяется тот же принцип, что и для показателей доходности. Как упоминалось, для корректного построения мультипликатора доходности необходимо соблюдать принцип соответствия числителя знаменателю: если в числителе стоит стоимость акций, то в знаменателе может стоять чистая прибыль — так как право требования на нее принадлежит исключительно акционерам, — но не может стоять $EBITDA$, из которой удовлетворяют свои требования акционеры, кредиторы и т.п. Что касается балансовых показателей, то, если в числителе стоит цена (P), в знаменателе должны стоять те активы, право требования на которые имеют только акционеры, т.е. балансовая стоимость акций, которая соответствует чистым (*net*) активам. Если в числителе стоит стоимость бизнеса (EV), то в знаменателе должны находиться все активы компании. Именно по этой причине применяются не только аббревиатуры EV/BVA и P/BVE , но и EV/BV и P/BV . Буквы A и E в знаменателе можно опустить, поскольку и так понятно, что в первом случае речь идет о совокупных, а во втором — о чистых активах компании.

Следует также помнить, что при расчете показателя EV/BV балансовая стоимость активов не равна валюте баланса. Дело в том, что для расчета EV мы суммировали рыночную стоимость акций и чистый долгосрочный долг, который определялся как долгосрочный долг за вычетом денежных средств на балансе. Числитель не учитывает размер денежных средств на балансе, следовательно, они не должны учитываться и в знаменателе. Иными словами, $BV = BVE + BVD - \text{Cash} = IC$, где BVD — балансовая стоимость долга, Cash — денежные средства на балансе, IC — инвестированный капитал. При этом под балансовой стоимостью долга одни аналитики понимают стоимость долгосрочного долга (имеющего срок погашения свыше 1 года), а другие — стоимость долга, по которому начисляются проценты (*interest bearing debt*). Объясняется это тем, что краткосрочный долг используется для финансирования потребностей в оборотном капитале (запасов и дебиторской задолженности).

Таким образом, краткосрочный долг, как и дебиторская задолженность, по экономической сути — это кредиты, выданные компанией ее клиентам (покупателям). В большинстве случаев дебиторская задолженность примерно должна балансироваться кредиторской задолженностью самой компании своим поставщикам и, следовательно, не должна существенно влиять на стоимость бизнеса. Более подробно мы говорили об этом выше (см. разд. 3.3).

Нужно также отметить, что балансовая стоимость чистых активов — это тоже «не совсем балансовая» величина из баланса компании. Для расчета P/BVE нужно скорректировать балансовые чистые активы компании на размер забалансовых обязательств.

Отдельно хочу поговорить о показателе P/NAV . Он используется для оценки девелоперских компаний. При этом в числителе, разумеется, стоит цена акций, а в знаменателе — чистая стоимость активов, приходящихся на одну акцию, определенная путем дисконтирования. Для ее расчета используется прогнозная конечная стоимость объектов, которые строят девелоперы. Можно предположить, например, что объект будет продан по окончании строительства и получения свидетельства о собственности или же будет сдан в аренду, и капитализировать арендные платежи. Но для расчета NAV это не имеет значения — оценка объекта в конечном периоде должна получиться одинаковой (ибо продажная стоимость отражает ожидаемые арендные платежи). Затем все делается, как в стандартной DCF-модели, — отрицательные денежные потоки в первые годы (финансирование строительства) и положительный денежный поток от продажи объекта дисконтируются к сегодняшнему дню и суммируются. В итоге мы и получаем NAV — чистую стоимость активов.

Для наглядности хочу привести пример с P/NAV (табл. 4) из отчета одного из западных инвестиционных банков по публичным девелоперам, действующим в России (в этот список входят две компании, которые формально являются израильскими, — Mirland и AIF).

Данные этой таблицы очень интересны. Как видите, разброс оценок огромный: более чем в три раза при оценке разных девелоперов на один и тот же момент (в данном случае — на 4 августа 2008 г.) и более чем в пять раз при оценке одного и того же девелопера на разные даты при том, что эти данные еще докризисные!

Таблица 4. Мультипликатор P/NAV публичных российских девелоперов

	Во время IPO/ SPO*	На 04.08.2008	Дата IPO/SPO*
AFI Development	2,0	0,6	Май 2007
Открытые инвестиции	1,6	1,7	Сентябрь 2007
PIK	1,3	0,9	Июнь 2007
Система Галс	1,6	0,3	Ноябрь 2006
Mirland Development	1,2	0,5	Декабрь 2006
RGI International	2,1	0,4	Декабрь 2006
LSR	1,7	1,1	Ноябрь 2007

* SPO, или вторичное размещение акций, проводилось только компанией «Открытые инвестиции», IPO которой состоялось в 2004 г.

Видно, что для всех компаний, кроме «Открытых инвестиций», данный показатель со времени проведения IPO упал. Думаю, что падение этого мультипликатора для российских компаний в среднем отражает изменение сентиментов относительно перспектив рынка в целом. Все компании проводили IPO (SPO) в очень узком временном интервале — с ноября 2006 г. по май 2007 г., который можно считать пиком рынка: об ипотечном кризисе в США активно заговорили в августе-сентябре 2007 г. Так что падение котировок вполне закономерно.

Нет ничего удивительного в том, что у разных девелоперов показатель P/NAV на одну и ту же дату разный. Он должен учитывать многое, в том числе и разницу в темпах роста портфеля проектов. Но не слишком ли велик разрыв?

И еще один вопрос. По идее, для растущей компании P/NAV должен быть больше единицы, ибо если она закончит начатые проекты и больше ничего не будет делать (ликвидируется), то заработает NAV (в сегодняшнем выражении), а если продолжит свою деятельность, то по идее должна заработать больше. Что же тогда может означать P/NAV, равный 0,3? Если бы это был Q Тобина, то было бы понятно — акции вполне могут котироваться по ценам ниже цены замещения активов, приходящихся на одну акцию. Но NAV — оценка по будущим денежным потокам. Может быть, рынок не верит в корректность расчетов NAV и показатель P/NAV меньше единицы говорит о том, что саму NAV нужно пересматривать? (Обычно девелоперы выпол-

нять эти расчеты нанимают специализированные консалтинговые компании.)

6.2. Связь балансовых мультипликаторов с мультипликаторами доходности

Проследим связь мультипликаторов, базирующихся на стоимости активов, с мультипликаторами доходности. Показатель P/BV , например, связан с показателем P/E через доходность акционерного капитала. По определению, доходность акционерного капитала определяется как чистая прибыль, деленная на стоимость чистых активов ($ROE = E/BE = E/BV$), или, наоборот, чистая прибыль равна чистым активам, умноженным на доходность акционерного капитала ($E = BV \times ROE$).

Согласно формулам (5) и (6), $P_0 = \frac{DIV_1}{r-g} = E_1 \times \frac{1-b}{r-g}$, где b — доля реинвестируемой чистой прибыли, а g — темпы роста чистой прибыли или дивидендов. Отсюда и из (17):

$$P = BV \times ROE \times (1-b) \times \frac{1-b}{r-g} \text{ и } \frac{P}{BV} = ROE \times \frac{1-b}{r-g}. \quad (22)$$

Согласно формуле (20), темпы роста чистой прибыли равны доходности акционерного капитала, умноженной на долю реинвестируемой чистой прибыли: $g = ROE \times b$, следовательно, $b = \frac{g}{ROE}$. Подставляя в (22) $1 - g/ROE$ вместо $1 - b$ (поскольку $1 - b = 1 - g/ROE$), получаем, что :

$$\frac{P}{BV} = \frac{ROE - g}{r - g}. \quad (23)$$

Эта формула дает возможность проследить связь значений мультипликаторов P/BV и P/E .

Согласно формуле (21), $P/E = \frac{1}{ROE} \times \frac{ROE - g}{r - g}$, следовательно, с учетом (23):

$$\frac{P/E}{P/BV} = \frac{1}{ROE}. \quad (24)$$

Как видно из формулы (23), P/BV существенным образом зависит от ROE , а это значит, что нельзя считать недооцененными те акции, мультипликатор P/BV которых ниже среднеотраслевого. При этом необходимо, чтобы величина ROE была не ниже средней по отрасли, и наоборот. Если доходность акционерного капитала ROE равна доходности, требуемой инвесторами, то чисто математически соотношение P/BV будет равно единице независимо от темпов роста компании. Если оно больше единицы, то активы компании приносят больший доход (в процентах по отношению к балансовой стоимости), чем требуемая инвесторами доходность на вложения в данную компанию, поэтому рыночная цена этих активов (P) выше их балансовой стоимости. Если P/BV меньше единицы, то ситуация прямо противоположная: активы приносят меньший доход (в процентах по отношению к балансовой стоимости) по сравнению с доходностью, требуемой инвесторами, и потому торгуются со скидкой к их балансовой стоимости. Это другая интерпретация того, о чем мы говорили в конце предыдущей главы, а именно: в долгосрочной перспективе доходность акционерного капитала ROE и доходность, требуемая инвесторами на вложения в акции (r), выравниваются.

Мультипликатор P/BV очень важен. Если он ниже единицы, то, возможно, деятельность компании стоит прекратить и распродать ее активы по частям. Низкий P/BV может служить индикатором плохого управления бизнесом. В любом случае компания может стать объектом враждебного поглощения, предпринимаяемого либо с целью ее ликвидации и распродажи активов, либо с целью замены менеджмента на более эффективный. Речь, конечно же, идет о материальных активах. Однако если существенную величину совокупной стоимости активов составляет стоимость бренда, то ликвидация здесь не поможет. Стоимость бренда существует лишь при условии продолжения операций (*going concern*). Если компанию полностью ликвидировать, то бренд обесценится.

Скажем теперь несколько слов о мультипликаторе Q . Этот показатель отражает, насколько эффективно управляются активы бизнеса. Если $Q = 1$, это означает, что рыночная стоимость активов равна стоимости их замещения, т.е. (в переводе на язык доходности) реальная доходность активов равна доходности, требуемой акционерами при инвестировании в эти активы. Соответственно, обратное неравенство ($Q < 1$), означает, что

компания зарабатывает меньше по сравнению с требуемой акционерами доходностью на инвестиции, и наоборот. Компании с низким значением Q чаще являются объектами поглощения, чем с высоким. Это может объясняться, во-первых, тем, что при поглощении такие компании переходят в руки более эффективных менеджеров, а во-вторых, выгодностью распродажи активов такой компании. К очевидным недостаткам мультипликатора Q можно отнести трудности с расчетом стоимости замещения.



Контрольный вопрос 8

Как мы показали в этом параграфе, с точки зрения теории значения мультипликаторов P/E и P/BV являются зависимыми и связаны через доходность акционерного капитала (ROE).

- А. Допустим, вы имеете дело с публичной компанией, цена акций которой вам известна. Вы рассчитываете P/E и P/BV . Ожидаете ли вы получить такие величины этих показателей, которые действительно будут связаны между собой по формуле $P/BV = (P/E) \times ROE$, или нет? Аргументируйте.
- Б. Предположим, вы оцениваете непубличную компанию по группе аналогов. Следует ли из того факта, что P/E и P/BV — зависимые мультипликаторы, что вы получите одинаковую оценку по этим показателям?

И еще одно рассуждение про Q Тобина. Поскольку в знаменателе стоит цена замещения активов, которая рассчитывается исходя из рыночных цен на существующий момент, то этот показатель, с одной стороны, устраняет недостатки мультипликаторов, базирующихся на балансовой стоимости активов, а с другой — содержит новые, о которых начинающему аналитику не так просто и догадаться. Вот, например, что творилось в Японии в конце 1980-х гг. Как вы, наверное, помните, в Японии это были годы экономического бума и пузыря на фондовом рынке, который начал схлопываться в 1990 г. Переоценку акций можно было наблюдать на классическом показателе P/E : акции компаний текстильного сектора на пике стоили 103 годовые прибыли, компании сферы услуг — 112, морские перевозчики — 176, а рыболовецкие артели и лесозаготовители — 319. Рынок недвижимости оценивался в 2 млрд трлн иен, что в 4 раза выше, чем оценка всей недвижимости США на тот же период. Земля под королевским дворцом в Токио стоила больше, чем вся Калифорния или Канада. Недвижимость в Гинзе, престижном районе Токио, стоила около 50 млн иен за метр. Под Токио на глубине 100 м

планировалось построить целый подземный город — это казалось рентабельным. Словом, пузырь был налицо. Но что вы думаете? По показателю «Q Тобина» акции стоили... сравнительно дешево, так как аналитики оценивали, что у японских компаний совокупная рыночная стоимость активов превышала балансовую стоимость активов примерно на 3,3 трлн иен. Этот аргумент и выдвигался в оправдание высоких котировок¹.

Разумеется, все это, включая и цены акций и цены реальных активов — земли и недвижимости — скатилось как снежный ком с горы до нормальных уровней, и о магических способностях Q Тобина «оправдывать» высокие «доходные» мультипликаторы было забыто.



Контрольный вопрос 9

- А. В 1970-х гг. финансовая ситуация в США характеризовалась высокими темпами инфляции и высокими процентными ставками. Соответственно, цены на акции и облигации были низкими. Большинство компаний котирувалось по мультипликатору Q («P/стоимость замещения чистых активов»), равному 0,5–0,6. Можно ли считать успешным (выгодным) поглощение компании, если в процессе него приобретаются активы, замещение которых стоит 1 млрд долл., а их рыночная стоимость, рассчитанная на основе котировок акций, составляет 0,5 млрд долл., и при этом покупатель уплачивает 50%-ную премию к рыночной цене?
- Б. Известны ли вам российские компании, которые котируются по P/BV < 1? Станете ли покупать акции этих компаний, и если да, то почему?

6.3. Достоинства, недостатки и применимость балансовых показателей

К достоинствам мультипликаторов на основе балансовой стоимости активов можно отнести их большую стабильность и меньшую зависимость от текущих изменений экономической конъюнктуры по сравнению с чистой прибылью.

Теперь остановимся на недостатках мультипликаторов, базирующихся на балансовых показателях.

¹ См.: Chancellor E. Devil Take the Hindmost, N.Y.: Penguin Group, 2000, p. 300–302.

- **Во-первых**, мультипликаторы вида P/BV могут быть искажены потому, что сама балансовая стоимость, как и прибыль, является бухгалтерской величиной, зависящей от применяемых норм учета. Трудно сравнивать балансовую стоимость компаний, применяющих разные методы бухгалтерского учета. Основными источниками искажений и расхождений могут быть (или были в прошлом, как мы увидим) следующие:
 - метод амортизации;
 - учет расходов на НИОКР (списание на себестоимость или капитализация);
 - учет основных средств (таких, как земельные участки) по исторической цене приобретения;
 - учет нематериальных активов (например, капитализация или списание на себестоимость инвестиций в бренд);
 - учет активов, полученных в ходе слияний и поглощений.

Что касается различий в методах бухгалтерского учета и их влияния на результаты расчетов, то, например, до недавнего времени при учете по американскому ГААП могли использоваться два различных метода бухгалтерского учета активов объединенной компании, возникшей после слияния. При методе покупки (the purchase method) активы приобретаемой компании ставились на баланс компании-покупателя по цене покупки, а разница между балансовой стоимостью активов и рыночной стоимостью учитывалась как нематериальный актив, называемый «гудвилл» (историческое значение слова — «деловая репутация», но в русский вошла «калька» с английского, поскольку первоначальный смысл термина несколько изменился). Гудвилл, с одной стороны, резко увеличивал балансовую стоимость активов компании-покупателя после приобретения, а с другой — подлежал амортизации в течение 40 лет и тем самым уменьшал ее чистую прибыль на многие годы вперед¹. По этой причине метод покупки не пользовался популярностью в тех случаях, когда покупатель сильно переплачивал за активы по сравнению с их балансовой стоимостью: долговременное уменьшение чистой прибыли компании из-за амортизации гудвилла делало эту компанию менее привлекательной в глазах инвесторов. Если выбирался метод слияния интересов (the pooling of interests method), то активы слившихся компа-

¹ Но не для целей расчета налога на прибыль.

ний числились на балансе объединенной компании по их балансовой стоимости до слияния, что позволяло избежать проблем с амортизацией гудвилла. Понятно, что для объединенной компании мультипликаторы P/BV в том и другом случае были совершенно разными. Некоторые финансисты не считали гудвилл активом в принципе, а полагали, что высокий гудвилл указывает на факт переплаты за поглощаемую компанию при ее покупке. По этой причине многие аналитики предлагали рассчитывать P/BV без учета гудвилла¹.

В настоящее время метод слияния интересов отменен и в ГААП, и в Международных стандартах бухгалтерской отчетности (МСФО — IFRS). Таким образом, существенные различия в стоимости активов *по причине использования двух разных методов* учета слияний перестали существовать. В настоящее время стандарт ГААП требует, чтобы премия, уплачиваемая к балансовой стоимости приобретаемой компании, разносилась по конкретным активам (статьям баланса) путем их переоценки по рыночной стоимости (по-английски — *purchase price allocation*). Гудвиллом считается лишь разница между *рыночной* стоимостью отдельных активов и ценой, уплаченной за компанию в целом. Таким образом, размер гудвилла существенно сократился, так как раньше он отражал разницу между покупной и *балансовой* ценой. В МСФО также осуществлен переход к переоценке активов и гудвилла по рыночной стои-

¹ При этом за рамками дискуссии остается вопрос о том, сколько бывшие акционеры компании-покупателя потеряли от такой покупки, ведь за несуществующий, по мнению аналитиков, актив были уплачены вполне реальные деньги или акции. Кстати, именно по этой причине Комиссия по ценным бумагам и биржам США настаивала на отмене при учете по ГААП метода слияния интересов, поскольку он не отражает «экономики» сделки по приобретению компаний. В 2001 г. амортизация гудвилла была заменена на его ежегодную переоценку (означает ли это списание?!), в соответствии со справедливой стоимостью (довольно туманное понятие, не правда ли?). Этим воспользовались многие компании, прекрасно понимая, что таким образом они искусственно увеличивают доходность на акционерный капитал и на активы в целом в последующие после переоценки годы. В частности, AOL Time Warner списала 54 млрд долл. из 127-миллиардного гудвилла, поставленного на баланс после сделки по приобретению AOL в 2000 г., что позволило увеличить чистую прибыль компании в 2002 г. на 6,8 млрд долл.! Инвесторам при этом внушается, что сама переоценка является не более чем проводкой на бумаге. Разумеется, это не так. Списание гудвилла — это фактическое признание убытков по сделке приобретения компании.

мости. С 1 января 2009 г. ГААП и МСФО будут практически полностью унифицированы¹.

- Правда, эти изменения не только снимают кое-какие проблемы, но и порождают новые, возможно, более серьезные — теперь, например, совершенно непонятно, что означает термин «балансовая стоимость активов». Если раньше это была пусть искаженная, но какая-то конкретная (объективно существовавшая) историческая цена, то теперь это — некое субъективное мнение оценщика о возможной рыночной стоимости активов. Это **во-вторых**.
- **В-третьих**, на балансе не числится так называемый человеческий капитал (стоимость знаний и умений сотрудников компании), а для многих компаний, в частности сервисных, это более важный фактор, чем материальные активы. Отсюда следуют ограничения в применении балансовых показателей, особенно при оценке компаний, важным активом которых является человеческий капитал.
- **В-четвертых**, к очевидным недостаткам показателя P/BVE можно отнести его ограниченную применимость, обусловленную, в частности, и тем, что стоящая в знаменателе балансовая стоимость акций (BVE) может быть отрицательной, если компания в течение нескольких лет несла убытки. Но все же показатель P/BVE гораздо реже бывает отрицательным, чем P/E.

Обычно балансовые показатели применяются для компаний, у которых материальные активы являются основными. К отраслям, оцениваемым в первую очередь по активам, традиционно относятся финансовые институты (банки, страховые и инвестиционные компании), у которых активы состоят в основном из ликвидных ценных бумаг. Зачастую для таких организаций балансовые стоимости хорошо аппроксимируют рыночные стоимости². В то же

¹ Дальнейшее обсуждение деталей выходит за рамки данной книги. Если читатель интересуется этим вопросом, он легко может найти в Интернете руководства по различиям в учете по разным стандартам; такие документы имеются в свободном доступе на сайтах некоторых компаний «Большой четверки».

² Нормы бухгалтерского учета обязывают оценивать многие вложения по рыночной стоимости, хотя эти требования варьируются в зависимости от стандарта. Детальное освещение данного вопроса выходит за рамки книги.

время для финансовых институтов оценка на основе EBITDA практически неприменима. На основе активов также часто оценивают дистрибьюторские компании, поскольку их стоимость во многом определяется стоимостью их запасов. Наконец, балансовые мультипликаторы используются для оценки тех компаний, которые будут ликвидированы, т. е. их стоимость по денежным потокам ниже, чем стоимость активов, или вовсе является величиной отрицательной.

В своей практике я использовала этот показатель для оценки российской компании — владельца флота нефтеналивных судов. Для компании, у которой каждый из активов ликвиден, имеет самостоятельную ценность (может быть продан отдельно от остального имущественного комплекса) и стоимость которого относительно четко определена (в нашем случае — это рыночная стоимость судна), P/BV является наиболее подходящим показателем. Кстати, неудивительно, что компании, владеющие судами, котируются по P/BV, близкому к единице.



Контрольный вопрос 10

Как влияет на показатель P/BV скупка акций самой компанией с их последующим аннулированием, если:

- а) она производится по рыночной цене;
- б) выше рыночной цены?

6.4. Краткие выводы

- Из балансовых показателей наиболее распространены «стоимость бизнеса/балансовая стоимость активов» (EV/BV , или $EV/BVA = EV/\text{Book value of assets}$), «цена акций/балансовая стоимость акционерного капитала», или «цена акций/стоимость чистых активов» ($P/BV = P/\text{Book value}$, или $P/BE = P/\text{Book value of equity}$) и «стоимость бизнеса/стоимость зданий, машин и оборудования на балансе», или «стоимость бизнеса/стоимость внеоборотных активов» ($EV/PP\&E = EV/\text{Property, Plant and Equipment}$).
- При построении балансовых показателей необходимо соблюдать принцип соответствия числителя знаменателю:

если в числителе — стоимость акций, то в знаменателе должна стоять чистая стоимость активов, а если стоимость бизнеса, то, соответственно, стоимость всех активов.

- Балансовая стоимость активов не равна валюте баланса: она рассчитывается как балансовая стоимость акционерного капитала плюс балансовая стоимость долгосрочного долга минус денежные средства на балансе.
- Значения балансовых показателей связаны с доходностью бизнеса. Так, если $P/BV > 1$, то активы компании приносят больший доход в процентах по отношению к балансовой стоимости, чем доходность, требуемая инвесторами при вложениях в данную компанию, а поэтому рыночная цена этих активов P выше их балансовой стоимости, и наоборот. Если же $P/BV < 1$, это может служить индикатором того, что компанию выгодно ликвидировать или распродать ее активы по частям.
- Показатель «цена акций/стоимость замещения чистых активов» (Q , или Q Тобина) отражает то, настолько эффективно компания управляет своими активами. Если $Q < 1$, это свидетельствует о том, что компания зарабатывает меньше требуемой доходности инвестиций, и наоборот.
- Недостатками мультипликаторов вида P/BV являются искажения, возникающие из-за того, что балансовая стоимость активов является бухгалтерской величиной, которая зависит от применяемых норм бухгалтерского учета. Кроме того, балансовые показатели не учитывают в стоимости бизнеса человеческий капитал. К недостаткам показателя P/BVE можно отнести его ограниченную применимость из-за того, что чистая балансовая стоимость активов может быть отрицательной.
- Основным достоинством мультипликаторов на основе балансовой стоимости активов является их стабильность: они меньше зависят от текущих изменений экономической конъюнктуры, чем чистая прибыль.
- Балансовые показатели, как правило, применяются для компаний, у которых основными являются материальные активы.

7 НАТУРАЛЬНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

7.1. Применимость натуральных показателей

Как уже упоминалось, натуральные показатели применимы в конкретных отраслях или группах отраслей, поэтому их еще называют «специфичными для сектора» (sector-specific). По смыслу они ближе всего к показателям EV/S (P/S) и EV/BV (P/BV), так как для конструирования натуральных показателей выбираются те факторы, которые являются определяющими для выручки или размера активов. Поясним, что имеется в виду, на конкретном примере.

Предположим, что мы оцениваем неинтегрированную нефтяную компанию, занимающуюся только добычей нефти. Тогда ее выручка равна количеству добытой нефти в тоннах, умноженному на цену одной тонны нефти. Поскольку нефть является биржевым товаром, логичным будет предположить, что все компании продают нефть по близким ценам¹. Следовательно, оценка по P/S лишь немногим точнее оценки по показателю « $P/\text{добыча в тоннах}$ ». Такова логика происхождения натуральных мультипликаторов.

¹ За исключением, вероятно, той ситуации, когда цена на нефть резко колебалась в течение года, а продажи компании были распределены по месяцам неравномерно, например во втором полугодии было введено большое количество новых скважин. В условиях России фактором, который может повлиять на продажную цену нефти, является также наличие доступа к транспортной инфраструктуре, особенно экспортной.

Понятно, что придумать подходящий натуральный мультипликатор можно не для каждого вида бизнеса, ведь для того, чтобы мультипликатор «работал», оцениваемая компания и ее аналог должны быть сравнимы в каких-либо единых натуральных единицах измерения.

Такую шкалу легче всего найти, когда компании являются монопродуктовыми и производят однородный продукт.

В первую очередь это сырьевые компании (например, добывающие нефть, газ, золото), производящие продукцию низкого передела (такую, как металлы в слитках), а также компании, экспортирующие лес, производящие целлюлозу, цементные заводы, птицефабрики, свинофермы, сахарные заводы, элеваторы и т. п. Однородной может быть и продукция более высокого передела (например, плиты МДФ, гофрокартон). К этому же типу продукта, безусловно, относится и электроэнергия. Возможно также приведение различной продукции к единым натуральным единицам, например объем производства трубного завода можно оценить в тоннах труб в год, хотя при этом могут выпускаться трубы разных диаметров и качества и т. д.

Приведение разнородной продукции к единым натуральным единицам измерения таит в себе опасность получить большую погрешность из-за разницы цен на разные виды продукции. Для оценки выручки нужно знать структуру производимого продукта. Эта же проблема возникает и в том случае, если компания-аналог и оцениваемая компания имеют разную структуру продукции, например одна из них производит продукты с большей добавленной стоимостью, чем другая. То же самое верно и для качества продукции.

Представим себе алюминиевое производство. Завод может либо производить первичный алюминий (в слитках) и продавать его, либо самостоятельно изготавливать продукцию из алюминия, например катать тонкий лист и делать из него пивные банки, производить фольгу. Разумеется, такая продукция будет гораздо дороже, поэтому здесь объем производства алюминия в тоннах мало что дает для оценки выручки.

Кстати, в этот же класс проблем попадает и вопрос о вертикальной интегрированности компаний. Мало того, что для корректности сравнения двух алюминиевых заводов по показателю «стоимость бизнеса/производство» (**EV/production**) нужно, чтобы они производили продукцию примерно одного уровня пере-

дела. Необходимо также, чтобы степень вертикальной интеграции вниз (т.е. в сырье) была одинаковой.

Например, компания А имеет собственный глинозем, а компания Б закупает его на рынке. Если компания Б является аналогом для оценки компании А, то, по всей видимости, при сравнении по показателю $EV/production$ мы компанию А недооценим. Дело в том, что прибыль компании Б, по сути, состоит из двух частей: прибыли комбината, производящего глинозем, и прибыли завода, который производит алюминий. Таким образом, норма прибыли у компании Б выше, и показатель $EV/production$, являющийся хорошим приближением для показателя P/S , для оценки не годится. Это объясняется тем, что сам показатель P/S использовать нельзя, поскольку из-за разницы в нормах прибыли показатели P/S компании А и компании Б должны быть различны.

На практике подобные ограничения создают очень много проблем. С одной стороны, точность оценки требует выбора самых близких аналогов, а с другой — аналогов не должно быть слишком мало, так как в противном случае с чисто статистической точки зрения наша оценка будет недостоверной. Правила здесь не существует. В каждом отдельном случае аналитик должен исходить из конкретной ситуации.

Попробуйте оценить, например, российский завод по производству магния. Когда вы проанализируете всех производителей магния в мировом масштабе, то увидите, что их условно можно разделить на три группы: китайские заводы, производящие металл довольно низкого качества; российские и израильские компании, работающие по примерно схожим технологиям и дающие металл сравнительно неплохого качества; западные производители (французские, канадские и норвежские), производящие высококачественный продукт. Для российской стороны достаточно близким аналогом является лишь израильская компания. Если мы учтем также проблему, связанную с получением необходимых данных, то поймем, что оценку по аналогу сделать практически невозможно. Большинство компаний являются закрытыми и данных не публикуют. В некоторых компаниях магний — только один из многих производимых продуктов, поэтому показатель $EV/production$ рассчитать невозможно, так как в данном случае стоимость акций одна на все бизнесы конгломерата и отделить влияние на стоимость акций магниевых бизнеса (и, соответственно, выделить его стоимость) невозможно.

7.2. Основные виды натуральных показателей

Помимо натуральных показателей «стоимость бизнеса/мощность» (**EV/capacity**) и EV/production, являющихся близкими аналогами финансовых показателей EV/BV и EV/S, существует целый ряд натуральных показателей, которые, на первый взгляд, не имеют отношения ни к активам, ни к выручке. Добывающие компании чаще всего оцениваются по запасам (например, нефтяные — по запасам нефти). И это не случайно, поскольку запасы нефти — это такой показатель, по которому можно судить и о добыче (т.е. о производстве), и о размере активов. Для нефтяной компании запасы являются неким аналогом мощности, по которой определяется возможный объем годового производства.

График добычи оптимизируется на весь срок жизни месторождений, в частности для крупных он составляет около 20–30 лет. В более короткие сроки, как, впрочем, и в более длинные, разрабатывать месторождение экономически невыгодно, что обусловлено технологическими причинами. Таким образом, зная размер запасов компании, мы можем составить представление о возможном размере добычи¹.

Запасы являются главным активом добывающей нефтяной компании, так как в нефтяной отрасли основные капиталовложения делаются именно в разведку запасов, и это самые рискованные

¹ Нефтяные компании могут быть по-разному обеспечены запасами нефти. У одних запасов хватит на 100 лет добычи (и часть их может просто не разрабатываться), а у других — только на 20 лет. Большая обеспеченность запасами характерна в первую очередь для ближневосточных стран, где нефть в гораздо меньшей степени нуждается в разведывании. Для западных компаний вложения в повышение обеспеченности запасами (в годах добычи) — это замороженные капиталовложения. Повышенная обеспеченность была характерна и для российских компаний, что было наследством социалистической экономики и отсутствия в ней оценки окупаемости инвестиций с учетом времени (дисконтирования). Так что в среднем для компаний, действующих на рыночных началах, размер запасов все же является неплохой оценкой годовой добычи и тем самым — выручки. Кроме того, в силу дисконтирования денежные потоки отдаленных лет имеют небольшое влияние на оценку, поэтому обеспеченностью запасами на 100 лет вперед для оценки можно пренебречь, так как даже при небольшой дисконтной ставке реальное влияние на показатели оказывают денежные потоки ближайших 20–30 лет.

капиталовложения с самой неопределенной отдачей. Когда наличие нефти подтверждено, капиталовложения в обустройство и разбуривание месторождения сравнительно легко рассчитываются и уже не являются таким источником неопределенности, как капиталовложения в разведку. Итак, запасы — это главный и, более того, весьма ликвидный актив добывающей компании, ведь нефтяная компания может как вкладывать в разведку собственные деньги, так и покупать готовые месторождения у независимых компаний, занимающихся исключительно разведкой. Она может также и продать запасы, которые для нее стратегически не интересны.

Широко применимо использование натуральных показателей, основанных на мощности и при оценке энергетических компаний — для них существует показатель «цена за единицу мощности в мегаваттах». Так, например, широко известен тот факт, что выделенные в ходе реформы РАО «ЕЭС» генерирующие компании (ОГК, ТГК и отдельные станции) котируются по мультипликаторам существенно ниже, чем стоимость затрат на строительство новых станций. Так, весьма приблизительно новую станцию можно построить по цене около 2 млн долл. за мегаватт мощности, а рыночные котировки и цены сделок по существующим энергетическим компаниям в момент их выделения из РАО «ЕЭС» находились в диапазоне примерно от 150 до 800 с лишним тысяч долларов за мегаватт. Разница объясняется двумя основными факторами: огромным износом существующих станций и избыточной мощностью в некоторых регионах (новые станции, конечно же, строятся только там, где ожидается дефицит мощности).

Специфичные для отрасли натуральные показатели используются и в таких секторах, как недвижимость (цена за 1 кв. м), транспортный бизнес (цена за 1 тонно-км перемещенных грузов), сети автозаправок (продажи бензина в литрах в месяц) и т.п.

Большое количество натуральных мультипликаторов было придумано для телекоммуникационной и ей подобных отраслей. Аналогично тому, как выручку нефтяной компании можно представить в виде произведения количества добываемой нефти на ее цену, так и выручку телекоммуникационной компании, предоставляющей услуги традиционной (стационарной) связи, можно представить как количество линий (или количество абонентов), умноженное на доход с одной линии. Так возникли показатели, в знаменателе которых стоит количество клиентов (абонентов, под-

писчиков). Именно этот показатель используется для операторов стационарной связи, мобильных операторов, интернет-провайдеров, кабельных компаний. Для операторов мобильной связи используется и такой показатель, как численность населения на той территории, где действует лицензия. Численность населения позволяет оценить потенциальное количество абонентов, т.е. перспективы развития данного бизнеса. В издательском деле аналогом числа абонентов является тираж.

Такой подход работает, если доход, получаемый с одного клиента, сходен для оцениваемой компании и компании-аналога, но это бывает далеко не всегда.

Когда в 2001 г. оператор мобильной связи компания МТС произвела первичное размещение своих акций на Нью-Йоркской фондовой бирже, ее акции по показателю «цена акций/количество абонентов» были оценены примерно в три раза выше акций компании «ВымпелКом», владельца торговой марки «Билайн», уже котирувавшихся на бирже с 1996 г. При этом с точки зрения корпоративного управления «ВымпелКом» считалась более привлекательной компанией, чем МТС. Причина такой высокой цены размещения кроется как раз во втором показателе уравнения — доходе на одного абонента. У МТС он был примерно в три раза выше, чем у «ВымпелКома». Связано это с тем, что МТС намного раньше получила лицензию на стандарт GSM и долгое время была монополистом в этом сегменте сотовой связи на московском рынке. Ей удалось получить самых перспективных абонентов, так как в начале развития мобильной связи телефоны покупали самые состоятельные клиенты, в том числе и юридические лица. В результате на момент первичного предложения акций компании МТС продолжал сохраняться существенный разрыв в доходе на одного клиента МТС и «ВымпелКома», что и стало, на мой взгляд, основным фактором, определившим разницу в цене акций этих двух компаний. Сейчас такой разрыв ликвидирован, поэтому оценки по мультипликатору «цена/количество абонентов» двух компаний выровнялись.

Приведенный выше пример сравнения оценки «ВымпелКома» и МТС показывает, что в экспериментах с новыми натуральными показателями нужно проявлять гораздо большую осторожность, чем при работе с традиционными. Оценивая мобильного оператора по абонентам, мы, по сути, вернулись к оценке по P/S. Другое дело, что инвесторы всегда оценивают компанию на основе ожидаемых будущих доходов, т.е. важна не столько текущая выручка,

сколько будущая. Может быть, количество сегодняшних абонентов является лучшим индикатором будущих доходов, чем сегодняшние продажи в денежном выражении? Существует немало способов, позволяющих при оценке учесть разницу в будущих перспективах компании, но об этом в следующей главе.

Очень интересен один пример появления нового натурального показателя в период интернет-бума. В конце 1990-х гг. для контентных интернет-компаний был изобретен и широко использовался такой показатель, как «количество просмотров веб-страницы в неделю». Но просмотры тех или иных страниц в Интернете отнюдь не всегда конвертируются в продажи товаров, представленных на этих страницах, или в переход на другие страницы по рекламным ссылкам, т.е. в те действия, которые позволяют данной странице заработать (как интернет-магазину или на размещении баннеров). Неудивительно, что данный показатель тихо умер по окончании интернет-бума. На мой взгляд, причиной его появления стал тот факт, что интернетовские стартапы было невозможно оценить другим способом. У этих компаний не было не только прибыли, но и выручки, да и активов тоже, по сути, не было. Пожалуй, единственной альтернативой был тогда показатель «капитализация/размер инвестиций». «Размер инвестиций» — это мой «интеллигентный» перевод возникшего тогда «термина» *cash burned* (дословно он означает «сожженная наличность»). Возник и производный от него термин — скорость сжигания наличных (измерялась обычно в миллионах долларов в неделю). Считалось, что чем выше скорость, тем больше шансов стать пионером в каком-нибудь направлении и захватить «сладкую» нишу. Чем это все закончилось, мы знаем — наличность действительно была сожжена.

Другой важной проблемой, возникающей при применении натуральных показателей, являются трудности пересчета этих показателей в финансовые и, как следствие, затруднения в оценке компаний из разных отраслей. Например, в 2001 г. на российском рынке состоялась сделка, в ходе которой была куплена компания, специализирующаяся на доставке в офисы и на дом питьевой воды, и покупатель заплатил за нее по следующему коэффициенту: «800 долл. за каждого клиента». Выгодная это сделка или нет? Чтобы оценить это, нужно знать очень много параметров, таких как затраты на привлечение одного клиента, средняя выручка в год на одного клиента, период времени, в течение которого в среднем клиент остается с компанией, прибыльность продаж и т.п. Я не могу использовать этот коэффициент даже для оцен-

ки компании, оперирующей в очень похожем сегменте рынка — в производстве бутилированной воды, которая продается через розничную торговлю. Плохо применим этот мультипликатор и для оценки других компаний, специализирующихся на доставке. Может быть, одни компании больше работают с розничными клиентами, а другие — с юридическими лицами? Но если бы нам сказали, по какому Р/Е была куплена компания, то прикинуть, много это или мало, было бы существенно легче.

7.3. Краткие выводы

- Натуральные показатели отражают специфику конкретной отрасли.
- В знаменателе натурального показателя обычно стоит фактор, который является определяющим для выручки или размеров активов.
- Натуральные показатели, как правило, применимы к монопродуктовым компаниям.
- Самыми распространенными натуральными показателями являются «стоимость бизнеса/мощность» ($EV/capacity$) и «стоимость бизнеса/производство» ($EV/production$).

8

«МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ БУДУЩЕГО»

8.1. Мультипликаторы, базирующиеся на текущих ценах акций и будущих финансовых показателях

Мне хотелось бы начать эту главу с такого вопроса: прибыль за какой период времени вы будете использовать при оценке компании по Р/Е? Первый ответ, который прямо напрашивается: «Прибыль за последний финансовый год». И этот ответ — правильный, поскольку прибыль за последний финансовый год, с одной стороны, уже известна, а с другой — это наиболее свежие данные по сравнению с другими годами. Но почему бы не использовать прибыль за последние 12 месяцев, т.е. так называемую «скользящую» (trailing) годовую прибыль? Или предположим, что мы с вами разговариваем 10 декабря, в то время как финансовый год заканчивается 31 декабря, а результаты компании за 11 месяцев текущего года уже известны. В этом случае мы можем составить довольно точный прогноз результатов года, и если такие же данные доступны и по группе аналогов, то и оценить компанию по *ожидаемым* результатам текущего года. Следуя данной логике, если мы способны дать достаточно обоснованный прогноз результатов оцениваемой компании и ее аналогов на будущий год и даже на два года вперед, то для чего же нам тогда оценивать компанию на основе ее прошлых результатов, ведь цена акций — это оценка их будущего потенциала, а не прошлого? Вполне логичный вопрос. И вполне закономерно появление мультипликаторов, которые позволяют оценить компанию на основе ее будущих показателей.

Это будут те же P/E , P/S и другие известные нам мультипликаторы, только в знаменателе будут стоять ожидаемые прибыль и выручка текущего года, следующего года, следующих 12 месяцев с момента оценки и т. д. Самый длинный горизонт, с которым мы сталкивались в своей практике, — три года.

С другой стороны, предположим, вы оцениваете компанию из циклической отрасли. Допустим для простоты, что у отрасли трехлетний цикл. Таким образом, для оценки по историческим показателям можно взять средний показатель прибыли за последние три года. Такая корректировка называется нормализацией¹. То же самое касается и будущих показателей: можно воспользоваться ожидаемой средней прибылью за будущие три года.

Итак, мы в общих чертах рассмотрели первую разновидность мультипликаторов, строящихся на прогнозах. Это те же самые мультипликаторы, представляющие собой дроби, о которых мы говорили ранее, где в числителе стоят *текущие цены акций*, а в знаменателе — финансовые или натуральные *показатели будущих периодов*, т. е. показатели общего вида $P/E_{(t+n)}$.



Контрольный вопрос 11

Мы с вами уже обсудили многие аспекты работы с мультипликаторами, так что вы сможете легко сформулировать, каковы достоинства и недостатки такого подхода по сравнению с традиционной оценкой на основе исторических результатов. Отложите книгу и задумайтесь, ибо ответ следует тотчас же.

Как я уже неоднократно повторяла, оценка на основе исторических или текущих показателей учитывает разницу в будущих темпах роста сравниваемых компаний. А что же не учитывает оценка на основе прогнозов, отстоящих от момента оценки на пять лет? Ровно обратное: разницу в динамике развития компаний за эти пять лет до даты, на которую рассчитывается мультипликатор. Как правило, при оценке по мультипликаторам аналогами служат компании, акции которых оценены рынком, т. е. котируются, а это обычно компании относительно зрелые. Акции молодых компаний котировок обычно не имеют. Когда нам потребу-

¹ О нормализации (правда, в несколько другом аспекте) уже говорилось в разд. 5.4.

ется подобрать группу аналогов для оценки молодой компании, то, вполне вероятно, мы столкнемся с проблемой, связанной с тем, что все компании в нашей выборке окажутся более зрелыми. А это означает, что они будут иметь более низкие темпы роста в ближайшем будущем.

Проиллюстрируем эту проблему на примере двух компаний, из которых компания Б — оцениваемая, а компания А — аналог. Пусть оцениваемая компания будет совсем молодой, а аналог — более зрелой компанией. Допустим, что на момент оценки величина чистого денежного потока у той и другой компании равна 1 долл. Темпы роста компании А составляют 5% в год вплоть до бесконечности, а компания Б — быстрорастущая. В первые пять лет темпы ее роста составят 20% в год, а затем ее рост стабилизируется и составит 5%, как и у компании Б. Предположим, что рынок оценивает компанию А по дисконтированным денежным потокам и предполагает, что норма дисконта для данной компании равна 20%. В этом случае ее рыночная стоимость составляет 6,67 долл.¹ Тогда для компании А показатель $P/FCF_1 = 6,67$, а $P/FCF_6 = 5,22$ (при $FCF_6 = 1,28$)². Теперь рассчитаем стоимость компании Б по дисконтированным денежным потокам и по полученным нами мультипликаторам. При оценке по дисконтированному чистому денежному потоку при норме дисконта 20% ее стоимость составит 9,86 долл. Применив мультипликатор P/FCF_1 , получим оценку в 5,56 долл. Как видим, использование этого мультипликатора оказалось неудачным, поскольку он недооценивает компанию примерно в два раза.

Таким образом, любой мультипликатор, построенный на сегодняшних результатах, дает существенное искажение, если оцениваемая компания и аналог в будущем станут расти разными темпами.

В данном примере эти темпы составляют 5 и 20% в течение 5 лет. Чтобы этого избежать, применим мультипликатор P/FCF_6 . В результате наша оценка составит 13,0 долл.

Применение «мультипликатора будущего» дало оценку, которая гораздо ближе к оценке по дисконтированным потокам, однако стоимость компании на этот раз оказалась завышенной. Вспомните, что мы говорили в предисловии относительно ослабления влияния на оценку результатов компании в удаленные годы. Да, применив

¹ Рассчитано по формуле $P_0 = FCF_1 / (r - g)$, в которую сворачивается общая формула дисконтирования при данных предположениях.

² Нижние индексы FCF обозначают год.

показатель P/FCF_6 , мы приняли во внимание, что в ближайшие пять лет компания будет развиваться быстрее, чем компания А, и грамотно учли в оценке ее конечную стоимость. Но при этом проигнорировали тот факт, что в предыдущие годы динамика чистых денежных потоков у компании А была гораздо хуже.

Оценка по мультипликатору P/FCF_6 означает, что если чистый денежный поток компании Б в шестом году будет в 1,95 раза выше, чем у аналога, то и стоить она должна в 1,95 раза больше. При этом забывается, что в первом году чистый денежный поток был таким же, во втором — выше всего на 14% и т.п. Применение мультипликатора P/FCF_6 было бы корректным, если бы не существовало разрыва в темпах роста в первые годы.

Как мы видим из приведенного примера, применение «мультипликатора будущего», несмотря на этот недостаток, все же оправдано, поскольку точность оценки возросла. Для быстрорастущих компаний желательно проводить оценку, используя мультипликатор на тот год, когда закончилась фаза быстрого роста, тогда удастся избежать недооценки конечной стоимости компании.

С другой стороны, при построении таких мультипликаторов считается допустимым «заглядывать в будущее» максимум на 2–3 года. В нашем примере это правило оказалось нарушено. Оценка на основе мультипликатора, рассчитанного как отношение сегодняшней цены акций и прибыли через пять лет, может быть существенно искажена.

Несомненным достоинством показателя $P/E_{(t+n)}$ является то, что он позволяет устранить одно из основных уязвимых мест показателя P/E_t , а именно — бессмысленность его расчета в случае отрицательной величины текущей прибыли. Когда в знаменателе стоит будущая прибыль, то можно выбрать тот год, когда компания станет прибыльной, если, конечно, убытки — это временное явление.

Еще один аргумент против использования «мультипликаторов будущего» — достоверность прогнозов. Искажение, которое дает неточный прогноз, может перевесить все плюсы от использования мультипликатора. Кроме того, для большинства крупных публичных компаний существует множество разных прогнозов, и если финансовый аналитик работает не в крупном инвестиционном банке, в котором делают собственные прогнозы по большинству акций, то возникнет вопрос, на какие из доступных прогнозов можно полагаться.

8.2. Мультипликаторы с использованием темпов роста

Второй разновидностью мультипликаторов, учитывающих разницу в будущих темпах роста, являются показатели вида $(P/E)/g$, или PEG, где E — текущая прибыль. Темпы роста чистой прибыли g , или G , используемые для расчета этих мультипликаторов, представляют собой средние темпы роста с учетом сложных процентов за прогнозный период. Чтобы подчеркнуть, что это среднегеометрические темпы роста, в англоязычной литературе используют аббревиатуру CAGR (compounded average growth rate — средние темпы роста с учетом сложных процентов).

Мультипликаторы вида $(P/E)/g$ стали широко применять в период интернет-бума, хотя подобные расчеты проводились и раньше. Их «внедрение» обосновывали тем, что интернет-компании коренным образом отличаются от компаний традиционной экономики по двум параметрам. Не претендуя на научную точность, можно сказать, что этот мультипликатор показывает, по какому P/E можно купить 1% роста.

Во-первых, предполагалось, что интернет-компании будут очень быстро расти. Поясним, что это значит. Для компании традиционной экономики в условиях умеренной инфляции быстрым считается рост около 15% в год. Между тем ожидалось, что интернет-компании будут расти на 100% в год и более (рост с нуля, измеряемый в относительном выражении, всегда очень высок).

Во-вторых, тогда считалось, что развитие интернет-компаний, т. е. компаний виртуальной реальности, потребует гораздо меньших капитальных вложений, чем создание реального бизнеса «на земле». И этот рост будто бы сможет финансироваться из текущих денежных потоков компании (на профессиональном сленге — «через отчет о прибылях и убытках») и не потребует привлечения капитала со стороны. По этой причине применение в оценке интернет-компаний традиционных показателей, таких как P/E или P/S , является бессмысленным, так как они не отражают ни будущий рост, ни тот факт, что он не требует больших вложений. Иными словами, предполагалось, что и g , и ROE интернет-компаний будут аномально велики.

С одной стороны, мы присутствовали при рождении новой отрасли, которая действительно начала бурно развиваться и демонстрировать трехзначные темпы роста. С другой — ожидания относительно виртуальной экономики оказались сильно преуве-

личными, оценки компаний — завышенными, и мыльный пузырь лопнул.

Достоинства и недостатки мультипликаторов вида $(P/E)/g$ практически аналогичны достоинствам и недостаткам мультипликаторов вида P/E_{t+n} , где n — удаленность в будущее (в годах) от того года, на который производится оценка. Этот показатель используется для быстрорастущих компаний. Оценка на основе этого мультипликатора позволяет учесть разницу в среднегеометрических темпах роста аналога (g_A) и оцениваемой компании (g_B) за прогнозный период.

Давайте сравним, к каким результатам приводит оценка компании с положительными темпами роста по мультипликатору $(P/E)/g$ и дисконтированным денежным потокам. Если компании А и Б растут стабильными темпами роста (g) до бесконечности, то для расчета дисконтированной чистой прибыли мы можем воспользоваться формулой Гордона (7):

$$P = E/(r - g), \text{ отсюда } r = E/P + g. \quad (25)$$

Рассчитав по этой формуле r_A для компании-аналога, применим такой же r_B (равный r_A) для оцениваемой компании и найдем ее стоимость по формуле Гордона. Затем найдем стоимость оцениваемой компании по мультипликатору, т.е. исходя из предположения о том, что $(P_A/E_A)/g_A = (P_B/E_B)/g_B$:

$$P = P_A \times \frac{E}{E_A} \times \frac{g}{g_A}. \quad (26)$$

Уже на уровне чистой математики можно заметить, что результаты расчетов по формуле (26) только случайно могут совпадать с результатами дисконтирования. Например, согласно формуле Гордона денежный поток в размере 1 долл., растущий темпами 5% в год и дисконтируемый под 20%, дает капитализацию $1/(20\% - 5\%) = 1/15\% = 6,66$ долл. Если же темпы роста денежного потока возрастают в два раза (с 5 до 10%), дисконтирование под 20% приводит к капитализации $1/(20\% - 10\%) = 1/10 = 10$ долл., что в 1,5, а отнюдь не в 2 раза (как это предполагается при применении показателя $(P/E)/g$) выше, чем стоимость потока, растущего на 5% в год.

Из вышеприведенного примера можно видеть, что показатель $(P/E)/g$ завышает стоимость акций оцениваемой компании, если аналог растет более медленными темпами. Еще большее искажение в

оценке стоимости при использовании $(P/E)/g$ возникнет, если оцениваемая компания будет расти более высокими темпами только ограниченный период времени, а затем ее темпы роста снизятся.

Однако не будем списывать этот мультипликатор со счетов. Во-первых, он прижился. Например, финансовый портал Yahoo!, где можно найти обширную информацию по любой котируемой компании, включил его в стандартное описание наряду с P/S и P/E , а других мультипликаторов там нет. Кроме того, как я показываю в разделе «Абсолютное и относительное» главы 12, сходный с ним мультипликатор $(DIV/P+g)/(P/E)$ используется многими выдающимися инвесторами для грубой прикидки переоцененности или недооцененности акций.



Контрольный вопрос 12

При прочих равных условиях у какой компании показатель $(P/E)/g$ будет выше?

- А. У компании с более высокими или более низкими темпами роста.
- Б. У высоко- или низкорисковой компании.
- В. У компании с большей или меньшей доходностью акционерного капитала.
- Г. У компании, которая реинвестирует большую или меньшую долю прибыли.

8.3. Мультипликаторы, базирующиеся на будущих ценах акций

До сих пор мы конструировали мультипликаторы, основанные на будущих показателях компании, оперируя лишь знаменателем мультипликатора, между тем в числителе стояла текущая цена акций. А теперь мы зададим очень сложный вопрос, пожалуй, самый сложный в данной книге.



Контрольный вопрос 13

В чем недостатки подхода, при котором по «показателям будущего» мы корректируем только знаменатель мультипликатора? В каких случаях он менее всего применим? Попробуйте придумать пример.

Такой пример постарались придумать и мы, но о нем речь пойдет чуть позже, а пока мы займемся тем, что введем новый вид мультипликаторов, у которых не только знаменатель, но и числитель являются оценками будущего. Сначала аналитики ввели ожидаемые оценки в числитель мультипликаторов вида «EV/...». Показатель EV, представляющий собой сумму цен акций и чистого долга, стали заменять на сумму вида $MC_0 + ND_t$, т. е. на сумму текущей капитализации и будущего чистого долга. Такая сумма является чисто умозрительной конструкцией, однако корректировка на будущий долг позволила сделать несколько более корректным сравнение компаний, у которых изменение чистого долга в прогнозном периоде будет демонстрировать разную динамику.

Затем появились мультипликаторы, в числителе которых использовались и будущие цены акций, поэтому мы будем называть их «мультипликаторами на основе форвардных цен» (forward priced, или forward looking multiples). Числитель таких мультипликаторов имеет вид: $MC_t + ND_t$.

Мы можем рассчитать цену акции в будущем периоде по следующей формуле:

$$P_1 = P_0 \times (1 + r) - \text{DIV}_0 = P_0 \times \left(1 + r - \frac{\text{DIV}_0}{P_0} \right), \quad (27)$$

где r — как всегда, доходность, требуемая инвесторами на вложения в данную акцию, DIV — дивиденды, а DIV_0/P_0 — «доходность акции по дивидендам», или «дивидендная доходность» (dividend yield). Если $r_1 = r_2 = \dots = r_n$ и $\text{DIV}_0/P_0 = \text{DIV}_1/P_1 = \dots = \text{DIV}_n/P_n$, то

$$P_n = P_0 \times \left(1 + r - \frac{\text{DIV}_0}{P_0} \right)^n. \quad (28)^1$$

Аналогичным образом можно рассчитать и будущую стоимость компании — EV. Существуют два метода расчета будущей величины EV. Первый метод — прямой: по той же формуле, по которой рассчитывалась будущая стоимость акции. Отличие состоит в том,

¹ В общем виде в данной формуле под показателем «дивиденды» (DIV) подразумеваются все выплаты акционерам, которые могут включать также доходы от продажи акций компании, если она выкупает свои акции на баланс, или расходы на покупку акций новой эмиссии (в этом случае — с обратным знаком), но поскольку по причинам, изложенным в разд. 3.1, нас интересует оценка одной акции, от этих эффектов мы абстрагируемся.

что при определении стоимости бизнеса (EV) доходность, требуемая инвесторами на вложения в акции, будет заменена в этой формуле на WACC — средневзвешенную стоимость капитала или средневзвешенную доходность для всех сторон, финансирующих компанию, а дивиденды, или денежные потоки акционеров, будут заменены на доходы всех провайдеров капитала, т.е. на свободный денежный поток, попавший в распоряжение акционеров и кредиторов (назовем его в нижеследующей формуле для краткости FCF (денежный поток акционеров и кредиторов — free cash flow)).

Тогда мы получим «аналог» формулы (27) для стоимости бизнеса:

$$EV_1 = EV_0 \times (1 + WACC) - FCF = EV_0 \times (1 + WACC - \frac{FCF}{EV_0}). \quad (29)$$

По аналогии с тем, как DIV_t/P_{t-1} называют dividend yield, FCF_t/EV_{t-1} называют FCF yield (что можно попытаться перевести только весьма громоздкой фразой «доходность бизнеса по денежному потоку (акционеров и кредиторов)»).

Для случая, когда $WACC = \text{const}$ и $FCF \text{ yield} = \text{const}$, формула EV_n выглядит следующим образом:

$$EV_n = EV_0 \times (1 + WACC - FCF\text{yield})^n. \quad (30)$$

Напомним, что WACC рассчитывается по формуле:

$$WACC = r_e \frac{E}{E+D} + r_d \frac{D}{E+D} (1-t), \quad (31)$$

где E^1 — рыночная стоимость акционерного капитала
 r_e — требуемая доходность на акционерный капитал;
 D — рыночная стоимость долга,
 r_d — процентная ставка по долгу;
 t — ставка налога на прибыль;
 $r_d \times (1 - t)$ — посленалоговая (after tax) процентная ставка.

Второй метод — косвенный: тот же результат можно получить, прибавив к будущей рыночной капитализации будущий чистый

¹ Не путать с символом E, которым обозначается чистая прибыль, в данном случае E — это рыночная капитализация, которую мы ранее обозначали MC, но мы приводим формулу в таком виде, поскольку именно так она выглядит во многих учебниках по финансам.

долг, который, в свою очередь, будет рассчитываться из текущего чистого долга с учетом его изменений (выплаты процентов и изменения основной суммы долга) за требуемый период.

Рассмотрим такие расчеты на примере. Предположим, что текущая рыночная капитализация компании составляет 120 долл., чистый долг — 80 долл., стоимость привлечения акционерного капитала — 12%, а посленалоговая процентная ставка по кредитам — 6%. В году 1 свободный денежный поток компании составит 26 долл., дивиденды — 10 долл., а весь излишек за вычетом процентов и дивидендов пойдет на уменьшение основной суммы долга. В году 2 свободный денежный поток составит 10 долл., компания выплатит дивиденды в размере 8 долл., а недостающие средства для выплаты процентов будут финансироваться за счет нового долга. Нужно найти стоимость акций и стоимость бизнеса в году 2.

Сначала разберемся с будущей стоимостью акций. Согласно формуле (27), стоимость акций в году 1 будет равна: $P_1 = 120 \times (1 + 12\%) - 10 = 124,4$ долл., а в году 2: $P_2 = 124,4 \times (1 + 12\%) - 8 = 131,3$. Теперь рассчитаем стоимость бизнеса в году 1. Согласно формуле (31) средневзвешенная стоимость капитала в году 1 равна: $WACC_1 = 12\% \times 120 / (120 + 80) + 6\% \times 80 / (120 + 80) = 9,6\%$. Тогда, по формуле (29), т.е. по расчетам прямым методом, стоимость бизнеса в году 1 будет равна: $EV_1 = (120 + 80) \times (1 + 9,6\%) - 26 = 193,2$.

Процентные выплаты в году 1 составят $80 \text{ долл.} \times 6\% = 4,8$ долл. Следовательно, чистый долг уменьшится на $26 - 10 - 4,8 = 11,2$ долл. и составит 68,8 долл. В соответствии с косвенным методом: $EV_1 = 124,4 + 68,8 = 193,2$ долл., что в точности совпадает с расчетом прямым методом.

Аналогично для года 2: $WACC_2 = 12\% \times 124,4 / 193,2 + 6\% \times 68,8 / 193,2 = 9,86\%$. В году 2 компания выплатит проценты в размере 68,8 долл. $\times 6\% = 4,13$ долл. Долг увеличится на $8 + 4,13 - 10 = 2,13$ долл. и составит 70,93 долл. Тогда, используя прямой метод, получим: $EV_2 = 193,2 \times (1 + 9,86\%) - 10 = 202,24$ долл.¹, а косвенный метод: $EV_2 = 131,3 + 70,93 = 202,23$ долл. Таким образом, результаты практически совпали (разница в одну сотую — ошибка округления).

Итак, мы научились рассчитывать мультипликаторы на основе форвардных цен, но в чем смысл этой трудоемкой

¹ Обращаю внимание читателя на то, что 10 долл. вычитается не потому, что компания заработала эти 10 долл., а потому, что отток из компании составил 10 долл. Из этой суммы 8 долл. полагается акционерам в виде дивидендов, а 4,13 долл. — кредиторам в виде процентов, но у последних было занято 2,13 долл., поэтому они фактически получили только 2 долл.

работы?¹ Как вы догадались, далее мы дадим ответ на контрольный вопрос 13. Если посмотреть внимательно на суть мультипликаторов, в которых корректировке на будущие изменения подвергается лишь знаменатель (прибыль, выручка и т.п.), о них шла речь в предыдущих параграфах, то они позволяют учитывать *разницу* в темпах роста между оцениваемой компанией и аналогом, однако игнорируют источник этого роста. Таким образом, они не учитывают, каким является рост: *экстенсивным*, т.е. вызванным более высокой долей свободного денежного потока, которая направлена на реинвестирование, или *интенсивным* — вызванным более высокой доходностью вложений, измеряемой как ROIC (return on invested capital) или ROE (return on equity). Как мы помним, темпы роста компании и доходность капитала связаны простой формулой (20): $g = ROE \times b$, где b — доля реинвестированной прибыли. В табл. 5 показана зависимость темпов роста прибыли от темпов реинвестирования для разной доходности акционерного капитала. Например, при доходности 10% в год и реинвестировании 25% чистой прибыли темпы роста чистой прибыли составят 3%, а при реинвестировании 75% — около 8% и т.п.

Таблица 5. Связь темпов роста компании и доли реинвестированной прибыли

		Доля реинвестированной прибыли (b)				
ROE, %		0%	25%	50%	75%	100%
	4	0	1	2	3	4
	6	0	2	3	5	5
	8	0	2	4	6	8
	10	0	3	5	8	10
	15	0	4	8	11	15
	20	0	5	10	15	20

Допустим, что в начальный период времени компании А и Б идентичны практически по всем параметрам, в том числе зарабатывают одинаковую прибыль, за исключением того, что компания А, начиная с этого момента, будет ежегодно выплачивать 80% свобод-

¹ Кстати, работа эта еще более трудоемкая, чем кажется на первый взгляд, поскольку, производя сравнительную оценку при помощи таких мультипликаторов, мы должны будем потом пересчитать из нее текущую оценку.

ного денежного потока в виде дивидендов, а компания Б будет выплачивать только 20%, а все остальное будет инвестировать в развитие бизнеса. Разумеется, в этих условиях компания Б станет расти гораздо быстрее. Если мы используем компанию Б в качестве аналога для оценки акций компании А и воспользуемся, например, показателем P_0/E_5 компании Б, где E_5 — прибыль через пять лет, то существенно занижим стоимость акций компании А в настоящий момент. Действительно, прибыль компании А через пять лет будет невелика относительно прибыли компании Б. Но мы не учтем тот факт, что инвестор, вложивший средства в компанию А, все пять лет получал более высокие дивиденды, чем инвестор компании Б. Если у компаний А и Б доходность акционерного капитала одинакова, то и стоять они в настоящий момент должны одинаково. Таким образом, при сравнении компаний с разными темпами реинвестирования прибыли использование мультипликаторов, базирующихся на текущих ценах акций и будущих показателях компании, приведет к существенно искаженным оценкам. Надеемся, что теоретически это понятно, но для большей убедительности рассмотрим пример с теми же компаниями А и Б.

Для простоты представим, что ни одна из компаний не использует заемный капитал. Доходность акционерного капитала (ROE) у обеих компаний составляет 12%, доходность, требуемая акционерами на свои вложения, также равна 12%, а цена акции в году 1 равна 100 долл. В этом году каждая из компаний должна заработать $12\% \times 100 = 12$ долл. чистой прибыли. Согласно (20) у компании А прибыль будет расти темпами $12 \times 20\% = 2,4\%$, а у компании Б темпы роста составят $12 \times 80\% = 9,6\%$.

Тогда в году 5 компания А заработает только 13,2 долл., в то время как компания Б — 17,3 долл., а при расчете по формуле (27) цены акций составят соответственно 110 и 144,3 долл. Если мы рассчитаем мультипликаторы P_0/E_0 и P_5/E_5 для обеих компаний, то окажется, что P/E на основе текущих цен и прибыли равны, P/E на основе будущих цен и будущей прибыли также равны, что является правильным, так как по условию задачи капитализации одинаковых компаний в начальный момент должны быть одинаковыми. Однако мультипликаторы (на основе будущей прибыли и текущей цены акций) не равны, и применение мультипликатора компании Б к оценке компании А занизило бы ее стоимость (табл. 6)!

Итак, использование мультипликаторов на основе текущих цен и прогнозируемой прибыли приводит к занижению стоимости компаний с относительно высоким уровнем реинвестирования по

сравнению с теми компаниями, которые выплачивают в виде дивидендов бóльшую долю прибыли. К такой же погрешности в оценке привела бы и разница в нормах дисконта для оцениваемой компании и компании-аналога.

Таблица 6. Пример расчета мультипликаторов, базирующихся на форвардных ценах

	Компания А	Компания Б
Чистая прибыль в году 1 (E_1), долл.	12	12
Цена акции в году 1 (P_1), долл.	100	100
Доходность акционерного капитала (ROE), %	12	12
Доля реинвестированной прибыли (reinvestment rate), %	20	80
Ожидаемая чистая прибыль в году 5 (E_5), долл.	13,2	17,3
Цена акции в году 5 (P_5), долл.	110,0	144,3
Мультипликаторы		
P_1/E_1	8,3	8,3
P_5/E_5	8,3	8,3
P_1/E_5	7,6	5,8

Обращаем внимание читателя на то, что при таких расчетах надо быть последовательным в выборе числителя и знаменателя мультипликатора и других показателей. Если мы хотим провести сравнение на основе цены акций P , т.е. стоимости, приходящейся на долю акционеров, то в знаменателе можно использовать чистую прибыль E , так как чистая прибыль по своей экономической сути является доходом акционеров. Если же мы будем проводить оценку на основе стоимости бизнеса EV , то в знаменателе может стоять чистая прибыль плюс проценты, иными словами, прибыль *после* выплаты налогов и *до* выплаты процентов (NOPLAT), так как именно эта сумма представляет собой совокупный доход акционеров и кредиторов. В первом случае в качестве нормы дисконта мы возьмем доходность, требуемую акционерами на вложения в акционерный капитал оцениваемой компании (r), а в качестве показателя доходности инвестиций (акционеров) — доход на акционерный капитал (ROE). Во втором случае в качестве нормы дисконта мы возьмем средневзвешенную стоимость привлечения

капитала (WACC), а в качестве показателя доходности инвестиций — доходность всего инвестированного капитала (ROIC):

Числитель мультипликатора	EV	P
Знаменатель мультипликатора	NOPLAT	E
Норма дисконта	WACC	R
Показатель доходности	ROIC	ROE

Нужно еще раз подчеркнуть, что, умножая прогнозируемую прибыль оцениваемой компании на мультипликатор, рассчитанный на основе форвардных цен акций, мы получаем *будущую* цену акций или *будущую* стоимость бизнеса, и для расчета сегодняшней цены акций ее нужно дисконтировать.

Итак, проговорим еще раз всю последовательность шагов, которые нам нужно сделать, чтобы получить цену акций компании Б (оцениваемой) на момент оценки:

- рассчитать будущую цену акций компании А (компании-аналога) на момент времени Т с учетом ожидаемых дивидендных выплат;
- используя прогнозируемую прибыль, рассчитать прогнозируемое значение мультипликатора P/E компании А на момент времени Т;
- применив полученный P/E к прогнозируемой прибыли оцениваемой компании, рассчитать стоимость ее акций на момент времени Т;
- дисконтируя эту стоимость к настоящему моменту с учетом ожидаемых дивидендных выплат, получить оценку сегодняшней стоимости оцениваемой компании.

Понятно, что в этом случае необходимо знать требуемую доходность на капитал (r), а как мы говорили ранее, именно этой проблемы «классические» мультипликаторы призваны избежать. С этой точки зрения мультипликаторы вида P_0/E_t предпочтительнее: они позволяют находить P_0 без дисконтирования.

8.4. Краткие выводы

- Самая простая разновидность мультипликаторов, строящихся на прогнозах, имеет в числителе текущие цены акций,

а в знаменателе — финансовые или натуральные показатели будущих периодов, т.е. это мультипликатор вида P_t/E_{t+n} .

- Если оценка на основе исторических или текущих показателей не учитывает разницу в будущих темпах роста сравниваемых компаний, то оценка на основе прогнозов, наоборот, не учитывает разницу в динамике развития компаний в будущий период, предшествующий тому году в будущем, на который делается сравнение.
- Любой мультипликатор, построенный на сегодняшних результатах, дает существенное искажение, если оцениваемая компания и аналог в будущем растут разными темпами. Точность оценки может быть повышена за счет применения мультипликатора, строящегося на будущих показателях.
- Для быстрорастущих компаний желательно делать оценку, с одной стороны, используя мультипликатор на тот год, когда закончилась фаза быстрого роста, тогда конечная стоимость компании не будет недооценена; с другой стороны, заглядывать в будущее принято не более чем на 1–3 года, так как более долгосрочные прогнозы менее достоверны.
- Важнейшее преимущество мультипликатора вида P_t/E_{t+n} — возможность оценивать компании, которые на сегодняшний день убыточны.
- Основным недостатком мультипликаторов, базирующихся на будущих результатах, является меньшая достоверность прогноза по сравнению с исторической информацией.
- Второй разновидностью мультипликаторов, учитывающих разницу в будущих темпах роста, являются мультипликаторы вида $(P/E)/g$, или PEG, где g (G) — темпы роста чистой прибыли. Они также используются для быстрорастущих компаний. Сравнение на основе этого мультипликатора учитывает разницу в среднегеометрических темпах роста аналога и оцениваемой компании за прогнозный период.
- При высоких темпах роста применение $(P/E)/g$ дает меньшее отклонение в оценке по сравнению с дисконтированием, чем P/E .
- Существуют также мультипликаторы, у которых не только знаменатель, но и числитель строятся на основе будущих показателей. При этом числитель может иметь вид: $MC_0 + ND_t$ (текущая капитализация и будущий долг) и $MC_t + ND_t$ (будущие капитализация и долг).

- Мультипликаторы, в которых корректировке на будущие изменения подвергается лишь делитель (прибыль, выручка и т. п.), позволяют учитывать разницу в темпах роста между оцениваемой компанией и аналогом, однако игнорируют источник этого роста (тот факт, является ли рост экстенсивным или интенсивным).
- По мультипликаторам, базирующимся на текущих ценах акций и будущих показателях компании, будут получены существенно искаженные оценки, если при этом сравниваются компании с разными темпами реинвестирования прибыли. Использование мультипликаторов, построенных на основе текущих цен и прогнозируемой прибыли, приводит к занижению стоимости компаний с относительно высоким уровнем реинвестирования по сравнению с теми компаниями, которые выплачивают в виде дивидендов большую долю прибыли.

9

НЕКОТОРЫЕ ОСОБЫЕ СЛУЧАИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ

9.1. Использование мультипликаторов при привлечении кредитного финансирования

В тех случаях, когда оценка компании делается с целью привлечения кредитов, обеспеченных ее активами, из всех мультипликаторов, на которых мы останавливались в предыдущей главе, особую роль начинает играть один. Допустим, речь идет о так называемом выкупе компании в кредит. Выкуп в кредит означает, что сторона, которая поглощает компанию, т.е. выкупает ее акции у существующих акционеров, не имеет достаточно собственных свободных денежных средств, чтобы рассчитаться с продавцами полностью. Если «поглотителем» является бóльшая (по отношению к поглощаемой) публичная компания, то она может частично расплачиваться своими акциями, поскольку они ликвидны и, следовательно, практически равноценны деньгам¹. Но что делать, если поглощающая компания мала (в несколько раз меньше поглощаемой) и не является публичной или поглощаемая компания выкупается у ее акционеров самими менеджерами, т.е. физическими лицами? Решение есть. Можно осуществить выкуп, привлекая кредитное финансирование, причем

¹ И это даже лучше для продающих акционеров с точки зрения налогообложения, так как по ГААП США, например, при обмене акций на акции не нужно уплачивать налог на рост курсовой стоимости (capital gain).

структурировать сделку таким образом, что должником по этим кредитам будет сама поглощаемая компания, т.е. кредиты в результате сделки попадут на ее баланс. В тех случаях, когда покупатель стеснен в средствах и ему приходится занимать под активы (бизнес) поглощаемой компании, он будет оценивать, какой максимальный размер кредитного финансирования ему удастся привлечь.

В этом случае по вполне понятным причинам трудно обойтись без показателя $EV/EBITDA$. И хотя мы уже неоднократно обсуждали это выше, все-таки еще раз зададимся вопросом, что такое $EBITDA$? Это — прибыль компании до амортизации, уплаты процентов по кредитам и налогов. Амортизация, как известно, не является расходом, точнее не является им в момент своего начисления; это чисто бухгалтерское понятие. Начисление амортизации не влияет на размер реальных денежных средств, которыми располагает компания (если абстрагироваться от влияния на расчет налога на прибыль). Таким образом, величина амортизации никак не может повлиять на *текущую* способность компании обслуживать свои кредиты. Не учитываемый при расчете $EBITDA$ налог на прибыль также начисляется на доходы, остающиеся после уплаты процентов по долгу, и поэтому на способность обслуживать долг не влияет¹. Кроме того, при расчете этой маржи не учитываются и сами процентные выплаты. С другой стороны, в расходах, вычитаемых из выручки для расчетов $EBITDA$, учитываются все затраты, понесенные компанией в ходе нормального ведения своего бизнеса, т.е. те траты, которые нужно будет покрывать независимо от размера процентных выплат. Если же эти необходимые затраты пришлось бы сокращать, чтобы рассчитаться по долгу, то это было бы уже первым признаком тяжелого финансового положения или даже предбанкротной ситуации. Таким образом, $EBITDA$ является лучшим индикатором способности компании обслуживать свои кредиты в кратко- и среднесрочной перспективе, а следовательно, и максимальных объемов кредитного финансирования.

Весь объем привлекаемого долгового финансирования можно поделить в определенной пропорции между акциями и так на-

¹ Согласно российской системе бухгалтерского учета возможна ситуация, когда проценты по кредитам будут отнесены на себестоимость не полностью и частично будут выплачиваться из чистой прибыли.

зываемыми «старшим» (senior) долгом и «субординированным» (subordinated), или «младшим» (junior), долгом. Сто процентов финансирования компании за счет долга покрываться не может, так как в этом случае ее бизнес становится слишком рискованным и повышается вероятность банкротства. (Вспоминаем теорему Миллера–Модильяни, гласящую, что стоимость компании не зависит от того, из каких источников она финансируется.) Долговое финансирование, как известно, дешевле акционерного капитала, т. е. доходность, требуемая инвесторами в акции, выше стандартных процентов за кредит. Казалось бы, средневзвешенную стоимость привлечения финансирования можно было бы уменьшить путем увеличения доли долга в структуре капитала. Но это не так! Чем больше долга в капитале компании, тем более рискованными являются вложения акционеров и тем большую доходность они требуют. Вложения кредиторов, соответственно, также будут связаны с большим риском, и они тоже захотят получать более высокие проценты. В результате эти два эффекта (рост доли долга и удорожание как долга, так и акционерного капитала) уравнивают друг друга, поэтому выиграть ничего нельзя. Не забывайте, однако, что данная теорема доказана для абстрактного, или, иначе говоря, идеального, финансового мира, определяемого множеством предположений-ограничений (таких, как рациональность инвесторов и т. п.).

В последующих главах мы еще поговорим о том, что «разумные» значения тех или иных мультипликаторов зависят от отраслевой принадлежности компании. А пока нарисуем немного упрощенную картинку оценки компании на основе EBITDA. Но сначала — небольшое отступление. Как мы уже говорили в предыдущей главе, все мультипликаторы можно условно привязать либо к тем или иным показателям отчета о прибылях и убытках (отчета о движении денежных средств), либо к балансовым показателям. Этим характеристикам отвечают два фундаментальных подхода к оценке размеров финансирования, которое можно привлечь под ту или иную компанию. Первый подход исходит из активов или баланса компании, а второй — из ее способности зарабатывать прибыль (денежные потоки).

Согласно «балансовому» подходу акционерный капитал должен составлять как минимум 15–20% всего финансирования (положим, для простоты, что ровно 20%). Оставшиеся 80% можно поделить

на «старший» долг, менее рисковый, потому что требования «старших» кредиторов удовлетворяются в первую очередь. «Старший» долг может составлять приблизительно 50% всего финансирования. Остальные 30% — это «младший», или «субординированный», долг.

Подход на основе отчета о прибыли и убытков исходит из EBITDA компании. Бизнес компании может стоить, скажем, $7 \times \text{EBITDA}$. Иными словами, компания оценивается на основе мультипликатора EV/EBITDA , равного 7. Однако считается, что компания не должна занимать (включая все виды долга) больше чем $4\text{--}6 \times \text{EBITDA}$, а «старший» долг не должен составлять более $3\text{--}4 \times \text{EBITDA}$.

Попробуем применить эти коэффициенты на практике. Допустим, покупатель оценивает компанию, у которой показатель EBITDA равен 100 долл. Тогда вся компания стоит 700 долл. «Старший» долг можно привлечь в размере максимум $4 \times 100 = 400$ долл., общий долг составит $6 \times 100 = 600$ долл., и следовательно, «субординированный» долг будет равен $600 - 400 = 200$ долл. Кроме того, в покупку компании нужно вложить как минимум 100 долл. собственных средств (акционерного капитала), иначе никто из кредиторов сделку не профинансирует.

Давайте посмотрим, как зависит максимальная цена компании, которую будет готов заплатить за нее покупатель, от того, на каких условиях он привлекает кредитные ресурсы. Для простоты предположим, что деления на «старший» и «младший» долг не существует. Допустим, кредиторы готовы дать займы сумму, равную $4 \times \text{EBITDA}$ поглощаемой компании, и требуют, чтобы как минимум 20% от цены сделки составлял собственный капитал покупателя, т.е. обоим этим ограничениям нужно удовлетворять. Тогда максимальная сумма, которую покупатель готов заплатить за акции нашей компании, составит $(4 \times 100)/0,8 = 500$ долл., из них на собственные средства должно приходиться $500 - 4 \times 100 = 100$ долл. Мы можем составить матрицу (табл. 7), в которой по горизонтали будет представлен процент акционерного капитала в общем объеме финансирования, по вертикали — мультипликатор EV/EBITDA , а на пересечении, в ячейках таблицы, — возможная цена компании, которую инвестор будет готов за нее платить (левые колонки), и размер собственных средств, которые покупателю придется вложить в сделку (правые колонки).

Таблица 7. Расчет максимального размера финансирования компании в зависимости от наличия собственного капитала и ограничений по размерам долга

		Доля акционерного капитала в финансировании приобретения											
		15%		20%		25%		30%		35%		40%	
Мультипликатор «× EBITDA»	3,0 ×	353	53	375	75	400	100	429	129	462	162	500	200
	3,5 ×	412	62	438	88	467	117	500	150	538	188	583	233
	4,0 ×	471	71	500	100	533	133	571	171	615	215	667	267
	4,5 ×	529	79	563	113	600	150	643	193	692	242	750	300
	5,0 ×	588	88	625	125	667	167	714	214	769	269	833	333
	5,5 ×	647	97	688	138	733	183	786	236	846	296	917	367
	6,0 ×	706	106	750	150	800	200	857	257	923	323	1000	400
	6,5 ×	765	115	813	163	867	217	929	279	1000	350	1083	433
	7,0 ×	824	124	875	175	933	233	1000	300	1077	377	1167	467

Обратите внимание, что для одного и того же мультипликатора «× EBITDA» максимальная цена компании растет с ростом доли инвестора в финансировании сделки и, естественно, целиком за счет его доли. При большем мультипликаторе для одной и той же доли инвестора и цена компании, и абсолютный размер его вклада пропорционально больше. Таким образом, за нашу компанию покупатель может заплатить 750 долл. и в том случае, когда кредитор готов дать ему займы $6 \times \text{EBITDA}$, и когда он даст только $4,5 \times \text{EBITDA}$, но во втором случае покупатель должен будет финансировать уже не 20%, а 40% сделки самостоятельно, и это обойдется ему не в 150, а в 300 долл. Обратим внимание, что при падении мультипликатора с 6 до 4,5 (на 25%) инвестору потребуется в два раза больше собственных средств, и если таковых нет, то, возможно, это заставит его отказаться от сделки. С другой стороны, чем меньше мультипликатор «× EBITDA», тем ниже риск не расплатиться с кредитом. Минимизируя собственную долю в финансировании сделки, покупатель существенно увеличивает свои риски. Повышение рисков должно оправдываться большей ожидаемой доходностью, но эта тема лежит за пределами данной книги. Вот какую важную роль играет мультипликатор EV/EBITDA при оценке компании финансовым инвестором, который не в последнюю очередь смотрит на доступность кредит-

ного финансирования. Я полагаю, что у читателя по ходу рассуждений мог возникнуть вопрос. Допустим, что мы нашли максимально возможную цену, которую финансовый инвестор *может* заплатить. А вдруг она окажется выше той цены, которую он заплатить *хочет*, или ниже той, которую просит продавец? Выгодна ли эта покупка по максимально возможной (для инвестора) цене? Подробный ответ на этот вопрос находится за пределами данной книги. Скажем вкратце, что финансовые инвесторы покупают компании на короткий срок (3–7 лет) с целью их дальнейшей перепродажи. Как правило, самую высокую цену за компанию готов платить так называемый «стратег» — компания, которая поглощает другую компанию в своей или смежной отрасли, так как видит синергию между двумя бизнесами. В этом случае оценка, проводимая «стратегом», будет включать и расчет возможной синергии. Финансовый инвестор синергию в расчет не принимает, его оценка базируется на показателях поглощаемой компании как независимой, и она, как правило, оказывается ниже оценки «стратега», которому в случае удачного поглощения и реструктуризации компании ее можно будет потом перепродать. Конечно, в реальном мире не все так просто, бывает, что фонды портфельных инвестиций переплачивают за бизнес, особенно когда покупают его у других фондов, но в целом это рассуждение верно передает картину. Вы спросите, почему же тогда есть ниша для бизнеса финансовых инвесторов? Одна из причин состоит в том, что они быстры и могут оказаться единственными, кто готов совершить сделку в жесткие сроки. Кроме того, они могут купить слишком диверсифицированную компанию, которую не считает своей ни один «стратег», и продать ее бизнес по частям разным «стратегам». Мало ли ситуаций!

В заключение необходимо упомянуть и о существующих ограничениях в применении мультипликатора « \times EBITDA» для расчетов максимального объема долгового финансирования. Как было сказано в начале данной главы «в оправдание» « \times EBITDA», амортизация не является оттоком денежных средств и не влияет на свободный денежный поток, получаемый компанией, а поэтому весь денежный поток до амортизации может быть использован для расчетов по кредитам. Однако это верно только в кратко- и среднесрочной перспективе. При длинном временном горизонте нужно учитывать, что основные средства компании нуждаются в модернизации или полной замене, иначе бизнес может потерять

конкурентоспособность, и амортизация — это хорошее приближение годовых расходов на поддержание основных фондов. Таким образом, если долговое бремя таково, что на выплату процентов придется пустить весь денежный поток до амортизации, то рано или поздно компания будет не в состоянии профинансировать капитальные вложения¹. Расчет максимального размера долга должен строиться таким образом, чтобы компания не только не теряла ликвидность при постоянном рефинансировании долга, но и могла его полностью погасить с учетом всех необходимых капитальных вложений.

Уоррен Баффетт жестко критикует саму концепцию EBITDA. Однажды он ехидно выразился так: «Почему бы не рассчитывать прибыль до заработной платы? Почему бы не рассчитывать прибыль до арендной платы? На самом деле, почему бы не рассчитывать прибыль до всех расходов? Она называется выручкой»². «Если вы посмотрите на такие сверхуспешные компании, как Wal-Mart или Microsoft, то, я думаю, там эти слова [EBITDA — *Е.Ч.*] никогда не появлялись»³.

9.2. Использование мультипликаторов при расчете остаточной стоимости бизнеса

Как говорилось выше, при оценке компании на основе дисконтируемых денежных потоков ее стоимость рассчитывается как сумма дисконтированных денежных потоков за прогнозный период и приведенной стоимости остаточной стоимости компании (*present value of terminal value*). Остаточная стоимость — это стоимость бизнеса по окончании прогнозного периода, поэтому возникает вопрос о его правильном выборе. Длина прогнозного периода зависит от ряда факторов.

Прежде всего, прогнозный период определяется тем сроком, в течение которого стабилизируются показатели компании, а это

¹ Имеется в виду долг, который был использован для выкупа компании в кредит. Речь, естественно, не идет о долгом финансировании, которое направляется на финансирование капитальных вложений и в перспективе приведет к росту доходов компании.

² Цит. по: Kilpatrick A. *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett*, Birmingham, Alabama, 1998, p. 1396.

³ Там же, p. 963.

произойдет, когда завершится программа капитальных вложений, закончится период быстрого роста и т.п., иными словами, компания войдет в стабильную стадию и будет развиваться средними темпами, т.е. станет похожа на среднюю компанию отрасли. Кроме того, во многих случаях предполагается, что по окончании прогнозного периода доходность инвестиций компании сравняется со средневзвешенной стоимостью ее капитала ($ROIC = WACC$), т.е. бизнес начнет приносить среднюю рыночную доходность на вложенный капитал.

Вторым фактором, влияющим на длительность прогнозного периода, является трудность точного прогнозирования на длительный срок. Это касается не только показателей самой компании, но и макропараметров, таких как процентная ставка, курс валюты и т.п. Наступит такой момент, скажем, через 20 лет, в отношении которого у аналитика практически нет никаких оснований предполагать, что инфляция или процентная ставка будут выше или ниже, чем год назад, т.е. в нашем примере — 19 лет. Поэтому предполагается, что в 20-м прогнозируемом году никаких существенных изменений по сравнению с 19-м не произойдет, т.е. завтра будет, как вчера.

Третья причина бессмысленности слишком долгосрочной финансовой модели — это относительно небольшое влияние того, что будет происходить с компанией в отдаленные годы, на ее стоимость, что связано с дисконтированием, которое придает удаленным денежным потокам меньший вес в сегодняшней оценке. Именно поэтому детальный прогноз делают на ближайшие годы, скажем на 8 лет, а стоимость компании рассчитывают как приведенную стоимость чистых денежных потоков за эти 8 лет плюс стоимость компании через 8 лет (ее называют «конечной», или «постпрогнозной», стоимостью — *terminal*, или *postprognosis, value*)¹, приведенной к сегодняшней стоимости. Конечная стоимость рассчитывается на основе мультипликатора, который в этом случае называется «мультипликатором выхода» (*exit multiple*), но в данном контексте этот термин не совсем удачен².

И наконец, считается, что прогнозный период должен быть таким, чтобы доля остаточной стоимости бизнеса в его общей

¹ Иногда встречается еще термин *continuous value (CV)* — продленная стоимость.

² Слово «выход» (*exit*) обычно ассоциируется с выходом инвестора из бизнеса, т.е. с той ценой, по которой бизнес будет в соответствующее время продан, однако предположение о продаже бизнеса отнюдь не является обязательным для оценки его конечной или остаточной стоимости по мультипликатору.

стоимости не превышала примерно 20%. Это связано с тем, что погрешность при расчете остаточной стоимости бизнеса выше, чем при подсчете его дисконтированной стоимости в прогнозный период, поэтому высокая доля остаточной стоимости в стоимости бизнеса может привести к существенным искажениям общей стоимости.

Как правило, для расчета остаточной стоимости применяется мультипликатор, в числителе которого стоит чистый денежный поток (FCF), NOPLAT или чистая прибыль (E). Для расчета знаменателя используется разность: норма дисконта (WACC или r) минус темпы роста числителя (g), т.е. $(WACC - g)$ или $(r - g)$ ¹. При этом за несколькими небольшими исключениями предполагается, что по окончании прогнозного периода бизнес будет расти темпами, близкими к средним темпам роста экономики страны (а для транснациональных компаний — мировой экономики), т.е. не более чем на 4–5% в год. Предположение о стабильных более высоких темпах роста было бы чересчур агрессивным. Классическим примером компаний, у которых темпы роста в среднем превышали мировые, является Coca-Cola — компания с монопольным положением на рынке содовых напитков. Однако таких примеров в истории немного. Большинство финансистов сможет вспомнить всего три (помимо Coca-Cola, еще Gillette и Wrigley's).

В табл. 8 показан пример таких расчетов. Допустим, что чистый денежный поток компании в нулевой год составляет 1 долл., в последующие 7 лет он растет темпами $g_1 = 5\%$, на 8-й год достигая 1,4 долл., а затем стабилизируется, т.е. уже не растет ($g_2 = 0\%$). Конечная стоимость компании рассчитывается как:

$$1,4 \times (1 + g_2) / (WACC - g_2),$$

где WACC — средневзвешенная стоимость капитала.

Потоки каждого года дисконтируются к моменту времени $t = 0$, при этом вместо потока 7-го года берется конечная стоимость ком-

¹ Приведенная стоимость денежного потока, величина которого составляет в первый год C , а темпы роста равны g вплоть до бесконечности и который дисконтируется по ставке r при расчете по формуле Гордона (5), равна $C/(r - g)$.

пании и также дисконтируется. Можно посмотреть, какую долю в оценке компании составляет поток того или иного года. По причине дисконтирования более отдаленные годы имеют меньшее влияние на оценку, чем менее отдаленные. Чем выше норма дисконта, тем быстрее это влияние ослабевает. Так, при норме дисконта, равной 15%, конечная стоимость компании в 8-й год в нашем случае будет составлять около 65% чистой приведенной стоимости компании, при норме дисконта 20% — около 40%, а при возрастании нормы дисконта до 30% — чуть больше 18% (табл. 8).

Стандартной ошибкой, ведущей к завышению конечной стоимости компании, является неявное предположение о том, что умеренный рост в постпрогнозном периоде не потребует инвестиций. В действительности ситуация аналогична той, которая описывалась в предыдущем параграфе: чистый денежный поток от операционной деятельности (т.е. до инвестиций) не может служить *proxy* чистого денежного потока в долгосрочном периоде, поскольку он меньше него на величину инвестиций в основные средства и оборотный капитал, необходимых как для поддержания существующего бизнеса, так и для его роста.

Если в числителе стоят NOPLAT или чистая прибыль (E), то в них уже учтена амортизация, которая примерно отражает затраты на поддержание существующих мощностей. Если же в числителе стоит чистый денежный поток (FCF), то амортизацию из него необходимо вычесть. Далее потребуются корректировка на размер инвестиций, необходимых для поддержания темпов роста в постпрогнозном периоде. Мы предлагаем рассчитывать размер необходимых инвестиций следующим путем. Во-первых, инвестиции следует разбить на инвестиции в основные средства и в оборотный капитал. Необходимые инвестиции в оборотный капитал можно рассчитать через среднее отношение размера оборотного капитала к выручке для самой компании, оцениваемой по историческим данным, или через тот же показатель для группы аналогов, который легко определяется по финансовой отчетности. Инвестиции в основные средства можно рассчитать либо через показатель «выручка на 1 долл. основных средств» (S/BV), либо через долю амортизации в выручке и среднюю ставку амортизации основных средств, что, по идее, должно привести к схожему результату.

Таблица 8. Влияние конечной стоимости компании на ее чистую приведенную стоимость в зависимости от нормы дисконта

	Год							
	1	2	3	4	5	6	7	8
Чистый денежный поток, долл.	1	1,05	1,10	1,16	1,22	1,28	1,34	1,41
r = 15%								
Конечная стоимость (terminal value), долл.								9,38
Дисконтированный чистый денежный поток, долл.	1	0,91	0,83	0,76	0,69	0,63	0,58	
Дисконтированная конечная стоимость, долл.								3,53
Вес в чистой приведенной стоимости, %	18,5	16,9	15,4	14,1	12,8	11,7	10,7	65,1
Чистая приведенная стоимость, долл.	5,42							
r = 20%								
Конечная стоимость (terminal value), долл.								7,04
Дисконтированный чистый денежный поток, долл.	1	0,88	0,77	0,67	0,59	0,51	0,45	
Дисконтированная конечная стоимость, долл.								1,96
Вес в чистой приведенной стоимости, %	20,6	18,0	15,8	13,8	12,1	10,6	9,2	40,4
Чистая приведенная стоимость, долл.	4,86							
r = 30%								
Конечная стоимость (terminal value), долл.								4,69
Дисконтированный чистый денежный поток, долл.	1	0,81	0,65	0,53	0,43	0,34	0,28	
Дисконтированная конечная стоимость, долл.								0,75
Вес в чистой приведенной стоимости, %	24,8	20,0	16,2	13,1	10,6	8,5	6,9	18,5
Чистая приведенная стоимость, долл.	4,03							

Предположим, например, что у компании с выручкой 100 долл. амортизация составляет 2 долл. (или 2% от выручки), а средняя ставка амортизации — 10%. Рассчитаем ежегодные инвестиции в основные средства, необходимые для поддержания 5%-ного роста: Так, 5% от 100 долл. — это 5 долл., а 2% от 5 долл. (амортизация основных средств, которые необходимы для роста выручки на 5 долл.) — это 10 центов. Раз средняя ставка амортизации составляет 10%, то размер необходимых основных средств равен 1 долл. (или 1% выручки). Таким образом, для того чтобы выручка росла на 5%, капитальные вложения должны составлять приблизительно 1% от выручки. Аналогично этому рассчитываем необходимый прирост оборотных средств. Допустим, при выручке 100 долл. оборотный капитал компании составляет 20 долл. (или 1/5 часть годовой выручки). Тогда для роста выручки на 5 долл. необходимо будет увеличить оборотный капитал на 1 долл. Если NOPLAT составляет, скажем, 12 долл., а WACC — 10%, то остаточная стоимость компании будет равна: $(12 - 1 - 1)/(10\% - 5\%) = 10/5\% = 200$ долл.

Следует иметь в виду, что потребности в оборотном капитале, а также в инвестициях сильно различаются в зависимости от отрасли. Ниже приводятся выборочные данные на 2006 г. для некоторых отраслей США (табл. 9). С точки зрения совокупного капитала отраслями с самой низкой капиталоемкостью в нашей выборке являются: розничная торговля, производство строительных материалов и дистрибуция продуктов питания, а с самой высокой капиталоемкостью — индустрия развлечений, кабельное телевидение и услуги стационарной связи, причем потребности индустрии развлечений и розничной торговли различаются в 10 раз! Я уверена, что на интуитивном уровне вы бы не смогли об этом догадаться.

Что касается оборотного капитала, то самая большая потребность в нем отмечается у производителей полупроводников, интернет-компаний и компаний, специализирующихся на электронной коммерции. Ресторанный бизнес является единственной отраслью, которая обходится отрицательным оборотным капиталом, т.е. не имеет потребности в нем вообще. Незначительными потребностями в оборотном капитале отличаются также авиаперевозки и нефтедобыча.

В книге «Стоимость компаний: измерение и управление»¹ предлагается такая формула для оценки остаточной стоимости (TV):

¹ Авторы — консультанты компании McKinsey Т. Коупленд, Т. Коллер и Дж. Мурин; последнее русское издание вышло в издательстве «Олимп-бизнес» в 2008 г. Эта одна из самых известных книг по оценке в мире.

$$\begin{aligned}
 TV &= \frac{NOPLAT_{t+1}(1-g/ROIC)}{WACC-g} = \\
 &= \frac{EBIT_{t+1}(1-t)(1-g/ROIC)}{WACC-g} = \frac{FCF_{t+1}}{WACC-g}. \quad (32)
 \end{aligned}$$

Соотношение $g/ROIC$ представляет собой долю операционной прибыли после уплаты налогов, которая пошла на дополнительные инвестиции для обеспечения роста. Таким образом, выражение в числителе и есть свободный денежный поток, оставшийся после инвестирования.

Как уже упоминалось, для большинства компаний в долгосрочной перспективе $ROIC = WACC$, т.е. рентабельность инвестиций становится равной цене капитала. Легко доказать, что в этом случае формула (32) примет следующий вид:

$$TV = \frac{NOPLAT}{WACC}. \quad (33)$$

Иными словами, можно пренебречь как темпами роста, так и необходимыми для них инвестициями, поскольку, когда рентабельность инвестиций сравнивается с ценой капитала, инвестиции и вызванный ими рост не приводят к увеличению стоимости бизнеса.

Чтобы читатель представил себе масштабы ошибки, к которой может привести учет только одного роста (положительный эффект влияния на стоимость) без соответствующего учета инвестиций на его поддержание (отрицательный эффект), мы хотели бы привести следующий пример. Допустим, бизнес приносит чистый денежный поток в размере 1 долл. в год. Такой бизнес при нулевом росте и ставке дисконта, равной 10%, стоит $1/10\% = 10$ долл. Если этот бизнес растет темпами 6% без инвестиционных затрат, то он стоит $1/(10\% - 6\%) = 25$ долл., т.е. в 2,5 раза больше. А если на поддержание этого роста нужны инвестиции в размере 50 центов на каждый доллар прироста, то такой бизнес стоит $(1 - 0,5)/(10\% - 6\%) = 1,25$ долл. Таким образом, этот пример показывает, что корректировки на рост в постпрогнозном периоде и необходимые для его поддержания инвестиции обязательны.

Таблица 9. Капиталоемкость отраслей экономики на примере США (по данным на 2006 г.)

Отрасль	Выручка/ Капитал, %	Оборотный ка- питал/ Выручка, %
Воздушный транспорт	1,91	1,12
Дистрибьюция продуктов питания	4,45	3,56
Добыча нефти	1,04	3,21
Добыча угля	1,22	3,70
Добыча цветных металлов	0,66	29,41
Издательский бизнес	1,78	5,95
Индустрия развлечений	0,31	6,05
Интернет	1,24	53,75
Информационные услуги	0,94	3,34
Кабельное телевидение	0,43	6,80
Машиностроение	1,51	24,32
Морские перевозки	0,82	5,85
Оборонная промышленность	1,71	12,14
Производство алкогольных напитков	1,55	7,85
Производство безалкогольных напитков	1,51	6,29
Производство изделий из металла	1,64	20,07
Производство косметики	2,39	18,88
Производство обуви	2,77	27,79
Производство одежды	2,06	23,55
Производство продуктов питания	1,50	11,20
Производство полупроводников	1,04	50,19
Производство строительных материалов	3,17	15,25
Производство табачных изделий	2,35	5,13
Производство текстильных изделий	1,49	23,89
Производство оборудования для телекоммуникаций	1,46	44,69
Производство целлюлозы	1,17	12,40
Производство шин	2,28	17,89
Производство электроники	2,01	30,31
Ресторанный бизнес	1,59	-1,02
Розничная торговля	3,08	12,74
Услуги мобильной связи	0,71	48,93
Услуги стационарной связи	0,57	9,12
Фармацевтика	1,51	39,29
Химическая промышленность	1,86	16,12
Электронная коммерция	1,55	66,25

Источник: www.damodaran.com

9.3. Использование мультипликаторов для выражения стоимости бизнеса в виде формулы

Я хотела бы очень коротко остановиться еще на одном случае использования мультипликаторов при оценке компаний. При создании закрытой компании группой акционеров стороны иногда заранее договариваются о том, как они будут выходить из бизнеса, скажем, через 5–7 лет, и прописывают эти условия в договоре акционеров. Представим себе, например, такую ситуацию. Бизнес создан двумя акционерами в форме совместного предприятия в равных долях. Есть договоренность о том, что по истечении 5-летнего периода один из них выкупит долю другого по справедливой цене. Возникает вопрос: как сегодня договориться о цене, которая будет справедливой через несколько лет? Понятно, что расчет такой цены сейчас будет содержать очень большую погрешность. Кроме того, вложения в бизнес, из которого вы сможете выйти через пять лет по цене, известной уже сейчас, строго говоря, не являются вложениями в акции, а с финансовой точки зрения похожи на кредит, так как доходность таких вложений ограничена. В акции для того и вкладываются, чтобы иметь нелимитированную доходность на вложения.

Есть несколько стандартных приемов, позволяющих достичь некоторых договоренностей о цене выхода из бизнеса в момент входа в него. Первый состоит в том, что через пять лет одна сторона называет цену другой стороне, а другая сторона выбирает, будет она по этой цене покупать или продавать, при этом сторона, предложившая цену, обязана согласиться. Этот прием очень красив, так как не дает возможности той стороне, которая называет цену, сильно «мухлевать»: если она назовет слишком низкую цену, то по этой цене у нее бизнес купят, а если слишком высокую, то ей продадут. В то же время во многих ситуациях этот подход неприменим. Например, в тех случаях, когда заранее известно, какая сторона хочет и собирается через пять лет выйти, а какая — остаться. Если сторона хочет выйти (например, это фонд закрытого типа, рассчитанный на определенный срок), то возможность выкупить бизнес целиком, даже по низкой цене, не решает проблему.

Второй подход состоит в том, что обе стороны выберут надежного оценщика и тот произведет оценку, по которой и должна состояться сделка.

И наконец, есть третий вариант. Цена будет оговорена сейчас, но это будет не фиксированная цена, а... формула на основе мультипликаторов. Например, $5 \times \text{EBITDA}$ + стоимость инвестиций в незавершенное строительство — чистый долгосрочный долг. Формула « $5 \times \text{EBITDA}$ + стоимость инвестиций в незавершенное строительство» является аппроксимацией стоимости бизнеса (EV). При этом имеется в виду, что тот бизнес, который уже работает, мы оцениваем по денежным потокам, а если на момент выхода из бизнеса одного из акционеров какие-то активы еще будут находиться в стадии строительства, то они будут учитываться по затратам. Затем вычитается чистый долгосрочный долг, т. е. от стоимости бизнеса мы переходим к стоимости акций.



Контрольный вопрос 14

Справедливости ради нужно сказать, что применение мультипликаторов в такой ситуации не является идеальным решением. Грамотно сконструированная формула даст, конечно, более точный результат, чем определенная заранее фиксированная сумма, но этот результат все равно будет не самым точным. А в чем, если разобраться, основная причина погрешности? Используйте для рассуждений приведенный в тексте пример.

Использование формулы цены акций на основе мультипликаторов широко применяется и для структурирования сделок, в которых речь не идет о долгосрочных договоренностях. Например, в случае, если одна компания покупает 100% акций другой. Как правило, оценка делается на основе информации, переданной продавцом. Если он согласен с предлагаемой ценой, то покупатель может быть допущен к комплексной финансовой и юридической проверке приобретаемой компании (due diligence), но, чтобы получить этот допуск, нужно дать твердые обязательства на покупку. Поскольку покупатель не знает заранее, что выявит проверка, то он может либо оговориться, что его предложение является твердым, при условии, что основные параметры (выручка, EBITDA, чистая прибыль и т. п.) будут подтверждены, либо сформулировать цену формулой с использованием мультипликаторов. Он, например, может дать такое обязательство: «Я готов купить 100% акций компании по формуле «1,5 годовых выручки за последний фи-

нансовый год минус чистый долгосрочный долг»». Соответственно, если реальная выручка оказалась на 10% меньше декларируемой, то и цена сделки будет на 10% ниже.

9.4. Краткие выводы

- Мультипликатор « \times EBITDA» является важным показателем, служащим основой для расчета максимального размера долгового финансирования, которое может привлечь компания. Это связано с тем, что данная маржа теоретически может полностью пойти на обслуживание кредитов в кратко- и среднесрочной перспективе.
- В долгосрочной перспективе основные фонды компании нуждаются в модернизации. Амортизация — это хорошее приближение расходов на поддержание основных фондов, и в конце концов она является оттоком денежных средств. По этой причине показатель EBITDA переоценивает операционные доходы компании в долгосрочной перспективе.
- Мультипликаторы могут использоваться для расчета остаточной стоимости бизнеса. Как правило, для этой цели используются мультипликаторы, у которых в числителе могут стоять чистый денежный поток, NOPLAT или чистая прибыль, а в знаменателе — разность: $WACC - g$ или $r - g$, где g — темпы роста бизнеса в постпрогнозном периоде.
- Даже умеренный рост в постпрогнозном периоде потребует инвестиций в основные фонды и оборотный капитал, которые учитываются в мультипликаторе, поэтому чистый денежный поток до инвестиций должен быть скорректирован на эти затраты, приведенные к среднегодовым расходам.
- Мультипликаторы могут использоваться в целях выражения стоимости бизнеса формулой при структурировании сделок по слияниям и поглощениям.

10 ПОДБОР АНАЛОГОВ

10.1. Ключевые факторы, влияющие на выбор аналогов

Про подбор аналогов уже много говорилось в предыдущих главах, но хотелось бы несколько расширить дискуссию на эту тему. Если попытаться одной фразой определить, что такое хороший аналог оцениваемой компании, то это определение будет выглядеть следующим образом: «хороший аналог — это такая компания, экономика которой схожа с экономикой оцениваемой компании, в том числе определяется схожими факторами».

В книге «Оценивая бизнес. Анализ и оценка закрытых компаний»¹ цитируются вердикты американских судов, рассматривавших дела, в которых для аргументации позиции сторон использовались результаты оценки (например, при разделе имущества). В этих документах указывается, какие факторы должен рассматривать оценщик для определения сравнимости компаний. Согласно одному из решений к таким факторам относятся: структура капитала, репутация заемщика, квалификация руководства, опыт персонала, природа конкуренции, зрелость бизнеса. Согласно другому эти факторы включают: продукты, рынки, менеджмент, прибыль, способность платить дивиденды, балансовую стоимость активов, позицию компании в отрасли. Мы предлагаем читателю поразмышлять над всеми этими факторами самостоятельно, а нам хотелось бы заняться более общими параметрами, унификация

¹ Pratt Sh., Reilly R. and Schweih R. Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, McGraw-Hill, 2000.

которых для достижения сравнимости также, на наш взгляд, необходима.

Подобно тому, как в классической пьесе соблюдается единство места, времени и действия, для подбора аналога так же желательно, чтобы он совпадал с оцениваемой компанией по месту (*страна* ведения бизнеса) и действию (схожий бизнес или *отрасль*) и чтобы оценка производилась на одно и то же *время*. В данном разделе мы покажем, почему эти три фактора имеют такое большое значение.

10.2. Страновой фактор

Начнем со страны. Как мы помним, значение показателя Р/Е существенно зависит от нормы дисконта или доходности, требуемой инвесторами на свои вложения. Норму дисконта для конкретной компании можно определить по формуле оценки капитальных активов (CAPM):

$$r = r_f + \beta(r_m - r_f), \quad (34)$$

где r_f — безрисковая доходность (доходность государственных облигаций); r_m — рыночная доходность (доходность рынка акций в целом); превышение рыночной доходности (r_m) над безрисковой ставкой (r_f) представляет собой так называемую рыночную премию ($r_m - r_f$), а β — показатель, определяющий рисковость конкретной акции по сравнению с рисковостью рынка, с учетом того, что β рынка равна единице.

Первоначально эта формула была выведена для фондового рынка США. Она, безусловно, применима и для фондового рынка любой другой страны, но зачастую ее рассчитывают на основе r_m и r_f рынка США, а страновой фактор корректируется путем добавления в формулу r_c — показателя, который оценивает страновой риск (обозначается индексом c , от country — страна) по сравнению с риском США. Тогда формула с учетом странового риска выглядит следующим образом:

$$r = r_f + \beta(r_m - r_f) + r_c. \quad (35)$$

Величина r_c в свою очередь рассчитывается как разница в доходности государственных облигаций США и той страны, о которой идет речь. Разница в доходности облигаций рассчитывает-

ся либо по факту на конкретную дату, либо по нормативному спреду, который зависит от разницы в инвестиционных рейтингах стран. Обычно разница при расчетах с использованием первого и второго методов не превышает 0,1 процентного пункта. Некоторые финансисты, в частности ведущий американский специалист по оценке Асват Дамодаран, идут дальше. Они утверждают, что в странах с более высоким страновым риском фондовые рынки более волатильны и разница в волатильности между двумя странами больше, чем разница в доходности государственных облигаций. Считается, что для формирующихся рынков (emerging markets) премия за страновой риск примерно равна разнице в доходности облигаций, умноженной на 1,5¹.

Из предыдущих рассуждений понятно, что доходность, требуемая инвесторами при вложениях в конкретную страну, существенно различается. Этот фактор наряду с разными ожидаемыми темпами роста национальных экономик может привести к довольно большим различиям в значении показателя Р/Е для разных стран. Ниже приводится гипотетический пример стран А и Б, которые существенно различаются между собой по уровню доходности государственных облигаций: в стране Б она намного выше. Как показано в табл. 10, значения Р/Е, полученные по формуле (6): существенно отличаются. В данном случае это объясняется разницей в реальных темпах роста, процентных ставках и величинах рыночной премии.

Таблица 10. Пример расчета показателя Р/Е для стран с разными макроэкономическими показателями

	Страна А	Страна Б
Доходность рыночных обязательств (r_i), %	8	16
Ожидаемая инфляция, %	3	8
Рыночная премия ($r_m - r_i$), %	5	7
Ожидаемый рост ВВП в реальном выражении (g), %	3	3
Доля дивидендов в чистой прибыли, в среднем, %	50	50
Расчетный показатель Р/Е	7,1	4,2

¹ Необходимо отметить, что многие финансисты не согласны с формулой (34), возражая как против ее использования в принципе, так и против расчета странового риска через разницу в доходности облигаций. Сторонники альтернативного подхода предлагают страновой риск вообще не учитывать в том случае, если он является диверсифицируемым.

В табл. 11 приводятся реальные данные по величинам показателей Р/Е в страновом разрезе на декабрь 2007 г. (страны ранжированы по темпам роста). Как видно из таблицы, разброс между странами велик, а корреляции между темпами роста ВВП и размером показателя Р/Е явно не прослеживается. Так, Россия — на четвертом месте по темпам роста, но во второй половине списка по уровню Р/Е. Япония, которая делит с Италией последнее место по темпам роста, имеет очень высокий Р/Е — 29, а Р/Е Индии и Сингапура, растущих одинаково, отличается более чем в два раза. Похоже, что на китайском, японском и индийском рынках надулись пузыри — их Р/Е слишком высоки даже для бурно растущих экономик (а к таковым никак нельзя отнести Японию).

Таблица 11. Мультипликаторы Р/Е и реальный рост ВВП в страновом разрезе (на декабрь 2007 г.)

Страна	Индекс (биржа)	Р/Е	Рост ВВП за год, %
Китай	Shanghai Comp	45,5	11,5
Япония	Nikkei 225	29,3	1,9
Индия	Sensex	27,6	8,9
Тайвань	TWSE	19,0	6,9
Канада	S&P/TSX	19,0	2,9
США	S&P 500	18,4	2,8
Гонконг	Hang Seng	18,0	6,2
Мексика	Mexican Bolsa	15,8	3,7
Малайзия	Kuala Lumpur	15,6	6,7
Австралия	S&P/ASX 200	15,2	4,3
Южная Корея	Kospi	15,0	5,2
Бразилия	Bovespa	14,9	5,4
Италия	MIB 30	14,2	1,9
Швейцария	Swiss Maket	13,9	2,8
Германия	DAX	13,5	2,5
Россия	RTS	13,4	7,8
Франция	CAC-40	13,4	2,1
Сингапур	Straits Times	12,7	8,9
Южная Африка	FTSE/JSE Top 40	12,7	5,1
Испания	IBEX 35	12,3	3,8
Великобритания	FTSE 100	12,3	3,2
Швеция	OMS 30	11,8	2,6

Все эти наблюдения приводят к следующему вопросу: как быть, если все подобранные нами компании-аналоги работают в разных странах, причем не в той, где находится оцениваемая компания? Для таких случаев существуют корректирующие приемы, которые позволяют делать мультипликаторы компаний из нескольких стран сравнимыми. Когда в группе аналогов собраны компании из разных стран, то зачастую на практике корректировка на страновой фактор делается через разницу в доходности еврооблигаций, номинированных в одной валюте. Если, например, доходность облигаций одной страны на четверть выше, то показатель Р/Е должен быть на четверть ниже. Это было бы верно, если бы темпы реального роста в обеих странах были равны нулю, но в условиях, когда они существенно отличаются от нуля, такая корректировка неточна, учитывая еще и то обстоятельство, что для менее рискованных стран погрешность выше, так как чем ниже g , тем сильнее влияет ожидаемый рост g на размер знаменателя.



Контрольный вопрос 15

Используя формулу $r = r_f + \beta(r_m - r_f) + r_c$ и свои знания о сравнительной оценке быстро- и медленнорастущих компаний, оцените, выше или ниже должен быть показатель Р/Е для страны А по сравнению с показателем для страны Б при следующих условиях:

- а) если в стране А более высокие процентные ставки;
- б) если у страны А более высокие ожидаемые темпы роста;
- в) если страновой риск страны А оценивается выше.

10.3. Отраслевой фактор

Между отраслями также существуют значительные различия, влияющие на оценку бизнеса. Связано это с различной доходностью и капиталоемкостью разных отраслей (в более капиталоемкой отрасли, чтобы инвестиции окупались, маржа должна быть выше), а также с разным ожидаемым ростом и многими другими факторами, которые влияют на стоимость компаний (размер компаний, степень информационной открытости и защищенности акционеров и т.п.). Ведущие компании — поставщики финансовых информационных услуг и инвестиционные банки регулярно проводят мониторинг изменений мультипликаторов в отраслевом разрезе.

В табл. 12 представлены основные мультипликаторы для ряда отраслей США (по данным на 2006 г.). Как видно из таблицы, разброс по каждому из показателей довольно велик: по P/S он варьирует от 0,6 в строительстве и производстве автомобилей до 0,1 в биотехнологии; по EV/EBIT — от 2,5 в страховании до 45 в энергетике; по EV/BVA — от 1,4 в строительстве до 17 в производстве строительных материалов. Кстати, в предыдущем издании книги, помимо иллюстрации отраслевых различий эта статистика наглядно показывала, почему экстраполяция мультипликаторов во времени, а также между странами чревата огромными погрешностями.

В качестве иллюстрации я оставляю здесь мои рассуждения из первого издания, где приводилась статистика за 2002 г.: «чемпионы» и первые с конца были совсем другими. Низкий показатель P/S (0,64) и высокий EV/EBIT (15), отмеченные для воздушного транспорта в 2002 г., объясняются крайне плохой конъюнктурой рынка на тот момент и низкой доходностью бизнеса. Так, для сравнения в 1998–2000 гг. — годы нормальной прибыли — мультипликатор EV/EBIT у авиалиний колебался в диапазоне от 7,5 до 9,5. В относительно неплохой 2006 г. он составил 8,6, т.е. вошел в норму. Подтянулся и P/S — до 0,9. Низкий P/S для текстильной промышленности США (всего 0,13 на 2002 г.) определяется нарастающей неконкурентоспособностью по сравнению с Китаем и другими странами с более дешевой рабочей силой. В 2006 г. текстильная промышленность отсутствует в классификации в принципе. Видимо, она сократилась до микроскопических размеров и т.п.

А. Дамодаран не является сторонником отраслевого подхода. Во втором издании своей книги «Инвестиционная оценка»¹ он замечает, что значение любого из мультипликаторов определяется одними и теми же базовыми факторами, а именно: риском ценной бумаги, приносимыми ею доходами и темпами их роста, поэтому предпочтительнее сравнивать компании, близкие по этим показателям, а не по отраслевому принципу. С точки зрения теории с этим можно согласиться, за исключением тех случаев, когда нам не известны ожидаемые показатели по оцениваемой компании. В этих условиях лучше всего сделать предположение о том, что динамика оцениваемой компании будет сходна с динамикой ей подобных (по типу бизнеса). Вторая причина, которая

¹ Damodaran A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second Ed. John Wiley & Sons, Inc., 2002. В переводе на русский язык: Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2008.

Таблица 12. Основные мультипликаторы для ряда отраслей США (средние данные на 2006 г.)

Отрасль	P/S	EV/ Sales	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/BV
Алкогольные напитки	2,5	2,8	42,6	10,9	13,3	4,3
Банковское дело	NA	NA	21,6	6,1	6,1	1,8
Безалкогольные напитки	2,2	2,6	24,8	9,8	12,2	2,7
Биотехнологии	9,0	8,7	39,3	23,8	29,5	6,8
Водопроводы и канализация	3,1	4,6	40,3	8,7	11,0	1,7
Военная промышленность	1,2	1,3	36,2	10,8	13,5	2,9
Воздушный транспорт	0,9	1,1	43,3	6,2	8,6	5,0
Газетное дело	1,7	2,2	16,5	7,7	9,2	1,7
Гостиницы/казино	3,2	4,1	46,6	13,8	18,2	2,7
Грузоперевозки автотранспортом	0,7	0,9	24,7	4,2	5,9	1,9
Дистрибуция природного газа	0,9	1,4	23,0	7,1	9,4	1,6
Железные дороги	2,1	2,7	28,5	7,4	9,6	1,8
Издательская деятельность	1,3	1,6	44,9	7,6	10,1	2,6
Индустрия развлечений	2,2	2,7	79,1	9,1	11,4	1,7
Интегрированные нефтяные компании	0,9	0,9	65,3	4,6	5,6	2,6
Интернет	6,3	5,9	49,1	23,1	29,4	8,9
Информационные услуги	3,4	3,5	33,2	11,7	14,7	4,5
Машиностроение	1,0	1,3	53,2	8,1	10,2	2,2
Мебельная промышленность	0,8	1,0	42,7	7,2	9,0	2,0
Медицинские услуги	1,2	1,2	35,7	8,0	9,2	3,2
Металлообработка	1,1	1,2	22,6	7,9	9,9	2,6
Морские перевозки	1,5	2,3	20,6	6,1	8,0	1,5
Нефтепереработка	3,1	3,5	49,0	6,3	7,9	2,8
Образование	2,1	2,0	22,4	8,2	9,8	6,2
Производство автомобилей	0,6	1,1	22,3	6,6	10,0	1,6
Производство обуви	1,5	1,5	32,1	9,1	10,3	5,0
Производство одежды	1,2	1,3	26,5	9,1	10,9	2,8

Окончание табл. 12

Отрасль	P/S	EV/ Sales	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/BV
Производство пищевых продуктов	1,1	1,4	38,3	9,0	11,0	2,7
Производство полупроводников	3,2	3,0	46,2	6,5	9,2	4,4
Программирование	3,7	3,4	52,9	12,3	14,7	8,2
Производство стали	0,9	0,9	12,9	5,5	6,4	2,8
Производство электроники	0,8	0,8	50,8	8,2	11,6	2,5
Реклама	2,0	2,3	49,8	11,5	14,8	3,1
Рекреационные услуги	1,9	2,2	31,3	8,9	11,3	2,4
Ресторанный бизнес	1,8	2,0	36,7	9,0	11,5	3,6
Розничная торговля	0,7	0,8	31,3	9,1	11,4	2,9
Сбыт электроэнергии (Восточное побережье)	1,6	2,4	26,6	7,3	10,1	1,6
Страхование жизни	NA	NA	17,4	2,5	2,5	2,1
Строительные материалы	0,6	0,7	29,6	6,2	7,6	17,0
Табачная промышленность	1,5	1,7	22,2	9,0	9,8	3,8
Телекоммуникации (оборудование)	2,8	2,5	51,7	12,4	14,8	8,4
Телекоммуникации (услуги)	2,3	2,9	46,2	5,2	8,7	1,9
Упаковочная промышленность	0,7	1,1	23,5	6,5	9,1	1,8
Угольная промышленность	1,8	2,0	26,3	7,5	10,3	3,5
Фармацевтика	4,2	4,2	57,2	10,8	13,6	4,7
Финансовые услуги	7,0	15,1	49,1	10,2	10,4	1,5
Фонды недвижимости	4,6	7,1	34,4	15,4	18,9	1,9
Химическая промышленность	1,0	1,2	25,9	6,5	8,6	2,6
Цветные металлы	7,5	7,7	105,3	16,5	24,5	4,0
Целлюлозно-бумажная промышленность	0,8	1,2	45,8	5,7	8,3	1,5
Шинная промышленность	1,1	1,2	12,6	7,9	9,9	2,7
Электронная коммерция	3,9	3,5	170,4	21,9	28,2	12,3
Энергетика	6,6	7,7	130,2	31,1	45,6	5,8
Рынок в целом	1,7	2,1	40,8	7,6	9,3	2,4

Источник: www.damodaran.com

заставляет искать аналоги внутри того же отраслевого сегмента, связана с трудностями практического применения иных подходов. В мире миллионы компаний. Проверить их все на предмет наибольшей схожести с оцениваемой компанией по таким показателям, как риски и динамика денежных потоков, не представляется возможным, поэтому лучше ограничить круг поисков компаний-аналогов как минимум той же самой отраслью. Если «собратьев» по отрасли слишком много, то группу аналогов следует сузить, для чего можно провести отбор еще по какому-нибудь параметру (например, по размеру компании). За рамки отрасли имеет смысл выходить лишь тогда, когда в данной отрасли сравнимых компаний слишком мало.

10.4. Фактор времени

Важно контролировать, чтобы значения, стоящие в числителе мультипликатора, для оцениваемой компании и компаний-аналогов брались на одну и ту же дату. Показатели на разные даты, строго говоря, не являются сравнимыми. Связано это с колебаниями рынка в целом, а также с колебаниями, специфичными для одной отрасли или группы отраслей. Например, акции нефтяных компаний могут упасть при падении цен на нефть.

Эта мысль была проиллюстрирована в одном из интервью известного аналитика фондового рынка Дэвида Фуллера газете «Ведомости»¹:

«Долгосрочные тенденции к понижению имеют место, когда лопается “пузырь”, надувшийся не благодаря фундаментальному улучшению экономической ситуации, а из-за высокой ликвидности, при которой отношение капитализации к прибыли компании (P/E) резко вырастает. Так было в конце 1990-х гг., когда цены таких популярных акций, как те, что выпущены компаниями Microsoft и Yahoo!, стремились в бесконечность. После обвала наступает фаза «медвежьего» рынка, которая может растянуться на целое поколение, и коэффициент P/E существенно сокращается... В 1980-е гг., когда начинался последний долгосрочный “бычий” период, мультипликатор P/E для компаний индекса S&P 500 составлял 8–9, а дивидендная доходность [т.е. мультипликатор P/DIV – Е. Ч.] – 6,5%. Я думаю, мы еще вернемся к этим значениям. В настоящее

¹ Публикация от 2 марта 2004 г.

время мультипликатор P/E составляет около 30, а дивидендная доходность — 1,6%, и с исторической точки зрения эти показатели совершенно нельзя считать привлекательными».

Аналогичных цитат можно найти великое множество. Вот еще одна:

«После экономической рецессии и вызванного ею наступления “медвежьего” рынка и “подавленных” цен акций приходит период “бычьего” рынка. Во времена “медвежьего” рынка ничего не стоит найти такие ценные бумаги, как акции компаний Coca-Cola, Intel и General Electric, торгуемые по мультипликатору P/E ниже 15, что контрастирует с ситуацией “бычьего” рынка, на котором значения P/E тех же самых компаний могут превышать 30»¹.

Мы продолжим разговор о высоких и низких уровнях цен на конкретные акции и рынка в целом в разделе «Абсолютное и относительное» главы 12 — это очень важная тема.

Если мультипликаторы рассчитывают на основе рыночных котировок, то проблемы фактора времени не существует, поскольку при этом цены акций для всех компаний берутся на одну и ту же дату. Однако она возникает, если при проведении оценки используются цены сравнимых сделок по слияниям и поглощениям. Когда мы будем искать цены сравнимых сделок для нашей компании, мы столкнемся с тем, что заключение этих сделок происходило не одновременно и уж тем более не в тот день, на который мы производим оценку нашей компании. Устранить эту проблему достаточно просто. В нашей практике мы делали корректировку на возможное изменение цен во времени, чтобы привести все цены сделок к единому знаменателю. Для этих целей можно использовать различные индексы цен акций — как зарубежные, так и отечественные (например, Dow Jones, S&P 500, NIKKEI, индекс РТС и т.п.). Это зависит от набора аналогов и от того, на каких биржах они котируются.

Еще лучше использовать не те индексы, которые отражают динамику рыночных цен на акции на определенной площадке или в определенной стране, а отраслевые индексы. Они гораздо точнее отражают тренды, связанные со спецификой конкретной отрасли, ведь ее динамика отнюдь не всегда коррелирует с общерыночной в силу цикличности и других факторов (вспомним хотя бы бум интернет-компаний). Самыми общепризнанными являются, пожалуй, отраслевые индексы агентства Standard & Poor's, которое

¹ Buffet M. and Clark D., The New Buffetology, Simson & Schuster UK Ltd. 2002, p. 75.

Таблица 13. Пример расчетов мультипликатора P/S, скорректированного на динамику рынка

Покупатель (страна)	Покупатель (страна/регион)	Дата сделки	Выручка в тыс. долл. (на год сделки)	Стоимость компаний по результатам сделки, тыс. долл.		S&P P&FP* на дату сделки	Стоимость компании на июль 2001 г., тыс. долл. (с учетом дина- мики S&P P&FP**)	
				Всего	P/S		Всего	P/S
Papeles y Cartones de Europa (Испания)	Trasloga (Испания)	Сентябрь 2000 г.	12 417	13 559	1,09	937	18 777	1,51
Svenska Cellulosa (Швеция)	Medienos Plausas (Литва)	Сентябрь 2000 г.	12 250	2926	0,24	937	4051	0,33
VPK Packaging (Бельгия)	Rigid Group (Великобритания)	Август 2000 г.	21 433	14 693	0,69	937	20 347	0,95
Meta-Serla (Финляндия)	Medienos Plausas (Литва)	Март 1998 г.	10 625	12 171	1,15	1293	12 215	1,15
Svenska Cellulosa (Швеция)	Nicollet (Франция)	Август 1999 г.	123 422	125 451	1,02	1189	136 944	1,11
Svenska Cellulosa (Швеция)	Danapak Parenballage (Дания)	Февраль 1998 г.	102 201	78 522	0,77	1189	85 715	0,84
Georgia-Pacific (США)	CeCorr Inc. (США)	Август 1998 г.	282 000	276 000	0,98	1062	337 120	1,20
Svenska Cellulosa (Швеция)	COCHIS (Италия)	Август 1997 г.	98 187	121 250	1,23	1358	115 858	1,18
Carpa Alpha (Великобритания)	Corrugated & Container- board (C&C), 13 компа- ний (Восточная Европа)	Апрель 2000 г.	1 324 370	1 014 278	0,77	1280	1 028 386	0,78
Среднее					0,94			1,03

* S&P P&FP – S&P Paper and Forest Products Index.

** Индекс S&P P&FP на июль 2001 г. составил 1297.

совместно с Morgan Stanley Capital International (MSCI) в 1999 г. разработало глобальную классификацию отраслей. Классификация предусматривает деление на 10 секторов¹, 23 отраслевые группы и 59 отраслей, и для каждой из этих категорий рассчитываются соответствующие индексы. Существуют и регионально-отраслевые индексы: например, в базе данных Bloomberg вы найдете такие индексы, как индекс азиатских химических компаний, индекс азиатских металлургических компаний и т. п.

Корректировка на изменения индекса производится очень просто. Допустим, сегодня нефтяной индекс составляет 120. Если нам нужна оценка акций компании А на сегодня — а в качестве аналога мы используем цену сделки по поглощению компании Б год назад, когда индекс составлял 100, — то цену сделки мы увеличиваем на 20%. В табл. 13 приводится пример реальных расчетов скорректированного P/S по ценам сделок, заключенных при поглощениях компаний — производителей гофрированной упаковки из разных стран. Как видно из таблицы, средний показатель P/S (его расчет производился за вычетом крайних наблюдений) на момент оценки оказался скорректированным примерно на 10% по сравнению со средним нескорректированным P/S, рассчитанным по ценам сделок за те четыре года, которые предшествовали дате оценки. Это связано с общим повышательным трендом в отрасли.

Другой способ корректировки мультипликаторов, позволяющий сделать их сравнимыми во времени, можно рассмотреть на примере расчета относительного, или скорректированного, P/E (relative P/E, или adjusted P/E). Этот показатель рассчитывается как отношение P/E конкретной ценной бумаги к P/E рынка в целом, т. е. если P/E компании равен 8, а рынка — 10, то скорректированный P/E составит 0,8. Для оценки компании с использованием этого мультипликатора нужно будет пользоваться следующим тождеством:

$$P/E \text{ компании}_{t1} / P/E \text{ рынка}_{t1} = P/E \text{ компании}_{t2} / P/E \text{ рынка}_{t2},$$

следовательно,

$$P/E \text{ компании}_{t2} = P/E \text{ компании}_{t1} \times (P/E \text{ рынка}_{t1} / P/E \text{ рынка}_{t2}).$$

¹ Энергетика, сырье и материалы, машины и оборудование, потребительские товары первой необходимости, потребительские товары, не являющиеся предметами первой необходимости, здравоохранение, финансовый сектор, информационные технологии, телекоммуникации и коммунально-бытовые услуги.

Таким образом, мы рассчитываем мультипликатор Р/Е компании-аналога на момент оценки и принимаем его за Р/Е оцениваемой компании. Этот подход отличается от простой корректировки на динамику индекса тем, что он учитывает и изменения прибыльности компаний по рынку в целом за период с момента заключения сделки до момента оценки.

Особых трудностей с использованием скорректированного Р/Е нет. Как мы только что убедились, расчеты Р/Е существуют по многим странам. Однако необходимо помнить о том, что мультипликатор Р/Е рынка на год рассчитывается по среднегодовой рыночной капитализации, которая могла существенно меняться в течение года, поэтому желательно пересчитывать Р/Е на дату сделки. Это сделать не сложно, так как для расчета нужно знать только отношение капитализаций — средней за год и на конкретную дату, а эти данные получить легко.

Рассмотрим еще один вопрос. Как лучше корректировать Р/Е: в соответствии с динамикой рынка конкретной страны или отрасли? Предположим, вы оцениваете международную, базирующуюся в Нидерландах или Швейцарии, компанию с широкой базой международных инвесторов, в том числе американских. Исходя из этого, движение ее акций должно определяться скорее отраслевыми факторами, чем страновыми. Если же мы, наоборот, оцениваем маленькую немецкую компанию, работающую на местном рынке и котирующуюся на мюнхенской бирже, то на нее больше будут влиять колебания местного рынка. Раньше применялся в основном страновой подход, т.е. корректировка шла на динамику национального рынка. В настоящее время все чаще используется отраслевая корректировка. Особенно это актуально для акций европейских компаний, так как в связи с введением евро и усилением конвергенционных процессов в ЕС (унификация налогового законодательства, законодательства по слияниям и поглощениям и т.п.) динамика цен акций европейских компаний все в меньшей степени определяется страновыми факторами.

Приведенные рассуждения нельзя назвать чисто теоретическими. Известно, что ведущие инвестиционные банки регулярно проводят предназначенные для внутреннего пользования исследования, в которых анализируется влияние на оценку страновых и отраслевых факторов. Выявлено, что на европейские акции динамика местного рынка влияла сильнее, чем отраслевой индекс,

и это продолжалось примерно до 1996 г., когда отраслевые факторы начали перевешивать.

Что касается формирующихся рынков или их сравнения с развитыми, то там влияние страновых факторов пока еще остается сильным, так как различия между странами неизмеримо больше, чем внутри объединенной Европы.



Контрольный вопрос 16

Допустим, нам нужно оценить российскую энергетическую компанию на основе исторических цен сделок. В качестве группы аналогов выбраны российские энергетические компании. Индекс цен российских энергетических компаний не рассчитывается. У аналитика есть выбор: применить иностранный индекс энергетических компаний или российский индекс движения рынка в целом. Как поступили бы вы? Какие расчеты можно провести, чтобы сделать этот выбор более осознанным?

После краха рынка акций интернет-компаний стали раздаваться голоса, что, может быть, нужно оценивать конкретную компанию, сравнивая не с аналогами из той же отрасли, а с рынком в целом. Утверждается, что если бы это делалось в свое время для интернет-компаний, то было бы намного легче увидеть, что их акции переоценены, чем при сравнении акций одной интернет-компания с акциями других схожих компаний. Трудность такого подхода заключается в том, что до краха интернет-акций предполагалось, что интернет-компания будут развиваться гораздо быстрее, чем экономика в целом, и поэтому общий фондовый индекс, такой как S&P 500, в данном случае не может служить хорошим аналогом. Другое дело, что котировки интернет-акций не поддерживались расчетами по дисконтированным денежным потокам; кстати, многие финансовые аналитики об этом прекрасно знали, и многие фонды вышли из инвестиций в интернет-компания.

10.5. Другие факторы

Еще одним фактором, который влияет на степень близости аналогов, является размер компании. Давно было замечено, что небольшие компании торгуются со скидкой по сравнению со сход-

Таблица 14. Средние годовые премии за риск для компаний, котирувавшихся на Нью-Йоркской фондовой бирже, за период 1926–1994 гг.

Категория*	Средняя капитализация компании, млн долл.	Средняя годовая премия за риск**, %
1	14 200	6,31
2	3500	8,39
3	1800	9,13
4	1170	9,74
5	730	10,80
6	480	10,75
7	290	11,22
8	190	12,14
9	100	13,13
10	40	17,28

* Категория 1 означает верхние 10%, а категория 10 — нижние.

** По сравнению с безрисковыми вложениями.

Источник: Ibbotson Associates.

ными более крупными компаниями. Объясняют это тем, что бизнес небольших компаний является более рисковым, денежные потоки — более волатильными, информационные потоки, например количество аналитических отчетов по акциям (coverage), — слабее, а ликвидность акций — ниже.

Так, премия за риск (по сравнению с безрисковыми вложениями в государственные облигации) для 10% самых маленьких компаний, котирувавшихся на Нью-Йоркской фондовой бирже, за период 1926–1994 гг. составила чуть более 17%, тогда как для верхних 10% — чуть более 6% (табл. 14). Иными словами, это означает, что для оценки компаний из нижних 10% инвесторы применяют норму дисконта, которая на 11 процентных пунктов выше, чем для компаний из верхних 10%, и, следовательно, мультипликаторы для них должны быть существенно ниже. Таким образом, к мультипликатору можно еще применить скидку за размер компании. В последнее время появился ряд исследований, опровергающих наличие премии за риск для небольших компаний, однако собранных доказательств пока недостаточно,

чтобы дать оценщикам основания пересматривать традиционные подходы.



Контрольный вопрос 17

Корректно ли, на ваш взгляд, суммировать скидки за недостаточную ликвидность и размер?

В последнее время в связи с многочисленными скандалами из-за махинаций с отчетностью — в первую очередь это касается американских компаний — приобретает особую популярность учет в оценке такого фактора, как корпоративное управление или степень защиты интересов акционеров и кредиторов компаний. Первые исследования по этой теме были проведены еще до «периода скандалов» — в середине 1990-х гг. Например, в одном из известных исследований¹ сначала было показано, что в странах с общим правом (common law)² инвесторы и кредиторы юридически защищены лучше, чем в странах с гражданским правом (civil law)³. Далее были рассчитаны показатели Q для этих стран (в выборку попали крупнейшие компании из каждой страны — всего 539 компаний) и выведены их средние значения. Оказалось, что средний мировой показатель Q равен 1,27, для стран с гражданским правом — 1,2, а с общим правом — 1,37. Мы приводим эти данные лишь для примера. Ими не стоит пользоваться при реальных расчетах. Во-первых, как уже было сказано, эти исследования проводились до многочисленных скандалов вокруг обанкротившихся американских и европейских компаний (Enron, WorldCom, Parmalat и др.), а во-вторых, методология данных исследований подверглась существенной критике. Еще одно известное исследование ранжирует компании только одной страны (Южной Кореи). Оно показало, что рост рейтинга корпоративного управления на 10 баллов (максимальный балл — 100) ведет к росту стоимости компании на 14%. Переход

¹ La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. Investor Protection and Corporate Governance // *Journal of Financial Economics*, October, 2002.

² Австралия, Великобритания, Гонконг, Израиль, Ирландия, Канада, Новая Зеландия, Сингапур, США.

³ Австрия, Аргентина, Бельгия, Дания, Германия, Греция, Испания, Италия, Корея, Мексика, Нидерланды, Норвегия, Португалия, Финляндия, Франция, Швеция, Швейцария, Япония.

из категории «10% худших компаний» в категорию «10% лучших» ведет к удвоению рыночной стоимости.

Наконец, предлагается для оцениваемой компании и компаний-аналогов рассчитать следующие финансовые показатели:

- показатели ликвидности, например коэффициенты текущей (current ratio) и срочной ликвидности¹ (quick ratio);
- показатели оборачиваемости активов, такие как оборачиваемость дебиторской задолженности (accounts receivable turnover), оборачиваемость запасов (inventory turnover), оборачиваемость чистого оборотного капитала (sales/networking capital), оборачиваемость основных фондов (sales/fixed assets);
- коэффициенты покрытия процентных расходов, такие как коэффициент покрытия процентных выплат² (times interest earned) и коэффициент покрытия фиксированных выплат (coverage of fixed charges);
- показатели использования долга для финансирования бизнеса, такие как отношение долга к инвестированному капиталу³ ($E/(E+D)$), где E — акционерный капитал, D — долгосрочный долг) и т.п.;
- показатели прибыльности бизнеса (рентабельность продаж и т.п.).

Если оцениваемая компания находится ближе к верхнему пределу диапазона по этим показателям, то это может служить обоснованием более высокой оценки из того диапазона, который дают мультипликаторы, и наоборот. Этот метод очень схож с расчетом мультипликаторов на основе регрессионных уравнений; принципиальное отличие состоит в том, что для расчета регрессии используется гораздо меньше показателей, чем мы перечислили (см. следующую главу).

Таким образом, выявляется все больше и больше факторов, которые нужно учитывать при грамотном подборе аналога. Этот процесс не должен стать самоцелью, так как в предельном случае он ведет к трудностям с поиском информации, а также к неизбежному и неоправданному сужению группы аналогов.

¹ У Ковалева также встречался перевод «коэффициент быстрой ликвидности».

² Ковалев дает перевод «коэффициент обеспеченности процентов к уплате».

³ У Ковалева — «коэффициент финансовой зависимости капитализированных источников».

10.6. Краткие выводы

- Чтобы одна компания послужила хорошим аналогом для оценки другой, желательно их сходство по многим факторам, однако в первую очередь следует обращать внимание на страновую и отраслевую принадлежность обеих компаний, а также на дату оценки и дату сделки с компанией-аналогом.
- Для компаний из разных стран корректировки на разницу в страновом риске содержат серьезную погрешность, так как не существует точных формул перевода этой разницы в скидки/надбавки к мультипликаторам. В связи с этим в идеале лучше всего сравнивать компании из одной страны (что не всегда возможно) или как минимум из похожих стран.
- Межотраслевые различия в значениях мультипликаторов также очень существенны, поэтому целесообразно ограничивать выборку аналогов компаниями из одной отрасли.
- Из-за колебаний фондовых рынков в целом и отдельных отраслей некорректно сравнивать мультипликаторы, рассчитанные на разные даты. В тех случаях, когда для расчета мультипликатора используются цены сделок, необходимо их пересчитывать на гипотетический момент оценки с учетом динамики отраслевых индексов.
- Подобный механизм корректировки на динамику фондового рынка предусматривает использование относительного или скорректированного P/E , который рассчитывается как P/E конкретной ценной бумаги, деленный на P/E рынка в целом.

11

МЕТОДЫ РАСЧЕТА МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ И ИХ ПРИМЕНИМОСТЬ

11.1. Палитра методов расчета мультипликаторов

Дамодаран в своем классическом учебнике «Инвестиционная оценка» говорит о существовании трех методов расчета мультипликаторов. Согласно его терминологии, это оценка: 1) по сравнимым компаниям; 2) на основе регрессии; 3) исходя из фундаментальных характеристик оцениваемой компании¹. Представляется, что читателю было бы понятнее, если бы было сказано, что мультипликаторы можно рассчитать либо по аналогии, либо исходя из фундаментальных характеристик оцениваемой компании. В то же время при расчете по аналогии можно либо пользоваться простыми арифметическими средними или средневзвешенными оценками, либо делать расчеты на основе регрессионных уравнений.

В свете рассуждений о значении «схожести» оцениваемой компании и компаний-аналогов возникает вопрос о том, сколько аналогов лучше иметь для корректной оценки. Понятно, что чем их больше, тем большей статистической достоверностью обладают оценки средних величин. С другой стороны, чтобы расширить группу аналогов, в нее придется включать также компании,

¹ Под этим методом понимается поиск для оцениваемой компании нормы дисконта традиционными методами, а затем применение формул вида $P = E/(r - g)$ и тому подобных, т. е. метода свертывания дисконтирования денежных потоков в более короткие формулы.

имеющие меньшее сходство с оцениваемой. Авторы вышеупомянутой книги «Оценивая бизнес...» считают, что одного-двух аналогов недостаточно для серьезных умозаключений, и в этом мы с ними полностью согласны. В то же время 10 и более аналогов представляется им большим числом, и они рекомендуют использовать 4–7 сравнимых компаний (естественно, при условии их наличия). В нашей практике встречались случаи, когда группа аналогов была существенно шире и сужать ее до 4–7 компаний не имело смысла. Представляется, что число 4–7 могло возникнуть из-за ориентации на один географический рынок. Многие российские компании приходится сравнивать с их «собратьями» с формирующихся рынков различных стран, в том числе стран Азии, Латинской Америки и Восточной Европы, и число аналогов может измеряться даже двузначным числом. По мнению Дамодарана, применение регрессионных уравнений позволяет использовать в качестве аналогов компании из более удаленных отраслевых сегментов, т.е. можно увеличивать выборку аналогов, когда в ней недостаточно аналогов близких. Если же используются какие-либо средние значения, то отклонения от отраслевого принципа чреваты последствиями.

11.2. Методы расчета среднего значения мультипликатора

В этой книге я не буду подробно останавливаться на методах расчета среднего значения мультипликатора для группы аналогов, поскольку здесь мы внедряемся уже в область статистики, где начинают действовать правила получения достоверных оценок. С одной стороны, для расчета достоверного среднего значения желательно, чтобы группа аналогов была достаточно большой. Однако, с другой стороны, всегда нужно помнить, что чем больше группа, тем более отдаленно похожие на оцениваемую компанию аналоги мы в нее включаем, что ведет к искажению результата и т.д. Выбирать нужно золотую середину, универсальное правило на этот счет сформулировать невозможно. Именно в грамотном выборе группы аналогов и проявляются мастерство и опыт аналитика. Если размер группы позволяет, то желательно удалить из выборки крайние значения — самое высокое и самое низкое.

Затем можно вычислить искомый мультипликатор одним из трех способов:

- как среднеарифметическое;
- как средневзвешенное (при этом взвешивать нужно по знаменателю мультипликатора, т.е. P/E взвешивается по чистой прибыли, а P/S — по продажам);
- как медиану мультипликаторов для группы аналогов.

Среди аналитиков нет единодушия в определении, какой из трех способов предпочтителен. На мой взгляд, расчет по среднеарифметическому — самый худший вариант из трех.

Во-первых, нужно помнить, что в случае использования среднеарифметического значения возникает «оптический обман» корректного взвешивания различных мультипликаторов. Казалось бы, данный метод придает одинаковые веса разным мультипликаторам, но на самом деле эти веса разные.

Проиллюстрируем это на примере. Допустим, мы оцениваем компанию по мультипликатору P/E . У нас есть два аналога, P/E первого аналога равен 15, а второго — 5, тогда среднее значение P/E равно 10. Положим, мы хотим инвестировать 200 долл. Как нам нужно их вложить, чтобы получить P/E , равный 10. Оказывается, нужно вложить 150 долл. в первую компанию и 50 долл. — во вторую. Тогда мы сможем «купить» 10 долл. чистой прибыли первой компании и 10 долл. чистой прибыли второй, что в сумме даст 20 долл. чистой прибыли, или P/E , равный 10 (при вложении 200 долл.).

Во-вторых, среднеарифметические значения бывают завышены, особенно это касается мультипликатора P/E . Как мы говорили выше, недостаток показателя P/E состоит в том, что он чаще других бывает отрицательным — в тех случаях, когда компания имеет отрицательную прибыль. Поскольку отрицательные значения мультипликатора смысла не имеют, то на практике P/E рассчитывается только для выборки прибыльных компаний, что и приводит к его завышению. Между тем в расчет можно включить и убыточные компании. Тогда все компании выборки нужно представить как одну большую компанию, т.е. сначала сложить цены их акций, а затем величины их чистой прибыли на одну акцию и поделить одно на другое. Это и будет взвешиванием в случае с отрицательными значениями знаменателя. Что касается выбора между средним значением или медианой, то медиана считается

более точной оценкой, поскольку крайние значения влияют на нее меньше, чем на среднеарифметическое. Особенно это актуально в случае с P/E , который может быть равен сколь угодно большому числу для тех компаний, чья прибыль не сильно отличается от нуля. Выход из этой ситуации — отбросить крайние значения при расчете среднего.

11.3. Регрессионное уравнение

Вторым способом расчета требуемого мультипликатора является регрессионное уравнение. Напомним, что регрессия — это линейное уравнение, в котором правая часть объясняет изменение левой части. Например, если я напишу уравнение $\delta L = 0,5\delta R$, где R — выручка компании, а L — затраты на персонал, то его можно будет интерпретировать следующим образом: рост выручки на 1% требует увеличения расходов на персонал на 0,5%. Искусство составления регрессионных уравнений состоит в том, чтобы правильно определить, от каких параметров зависит движение той или иной переменной, и представить в правой части уравнения такой набор *независимых* параметров, который в максимальной степени объяснял бы изменения переменной в левой части.

Для оценки с использованием мультипликаторов, которые были получены первым путем (как среднее или медиана), нужно внимательно следить за тем, чтобы оцениваемая компания и ее аналог как можно более точно совпадали по рисковости, темпам роста и некоторым другим параметрам. Эмпирическим путем было установлено, что значение показателя P/S хорошо коррелирует с доходностью продаж или маржой чистой прибыли (регрессионное уравнение вида $P/S = \alpha + \beta(E/S)$), а значение P/BV — с доходностью акционерного капитала (регрессионное уравнение вида $P/BV = \alpha + \beta ROE$).

На самом деле результат в каком-то смысле тривиален. Ведь оба уравнения, по сути, иллюстрируют тот факт, что в конечном счете для оценки компании важна ее доходность. Поэтому оценка компании зависит от того, какую прибыль генерирует 1 долл. продаж и какую доходность на вложенный капитал генерирует 1 долл. активов. Так что данные формулы — еще одно напоминание о том, что оцениваемая компания и ее аналоги в идеале должны быть схожи как по показателям доходности продаж, так

и по показателям доходности активов. Регрессия — хороший способ, позволяющий решить эту проблему. Ведь регрессия выявляет *формулу зависимости* величины мультипликатора от этих параметров, следовательно, в выборке аналогов не обязательно должны быть компании, похожие друг на друга, как оловянные солдатики. Таким образом, регрессия применима там, где недостаточно прямых аналогов для расчета мультипликатора.

Ниже мы рассмотрим учебный пример расчета мультипликаторов на основе регрессий, заимствованный у Дамодарана. В этом примере требуется оценить закрытую компанию Estée Lauder, известного производителя элитной косметики и парфюмерии, на основе оценки рынком открытых компаний схожего профиля. В табл. 15 приводятся данные для Estée Lauder и группы аналогов, состоящей из 9 компаний¹. Как видно из таблицы, у Estée Lauder ожидаемые темпы роста примерно в два раза выше, чем в среднем для группы аналогов (25 и 12,8% соответственно), доля дивидендов в чистой прибыли несколько выше, доход на акционерный капитал — ниже, а маржа чистой прибыли (E/S) существенно ниже (3,6% против 8,1%).

Для оценки были выбраны показатели P/E, P/BV и P/S. При этом рассчитывались регрессионные уравнения следующего вида:

- мультипликатор P/E регрессировался относительно темпов роста (g), доли дивидендов в чистой прибыли ($1 - b$) и рисковости ценной бумаги (P). Полученное в итоге уравнение связывает P/E только с темпами роста (g), а это означает, что зависимости от двух других параметров в данном случае не было выявлено;
- мультипликатор P/BV регрессировался относительно доходности на акционерный капитал (ROE);
- мультипликатор P/S — относительно маржи чистой прибыли при продажах (E/S), однако в этом случае разница в темпах роста не учитывалась.

В табл. 16 приводятся формулы полученных регрессий и результаты оценки.

Регрессионное уравнение задает рамки для анализа пере- и недооцененности конкретной ценной бумаги. Результаты регрессионного анализа можно наглядно представить в виде графика

¹ К сожалению, Дамодаран не указывает дату оценки.

Таблица 15. Показатели для оценки компании Estée Lauder

Компания	Beta (β)	P, долл.	EPS, долл.	P/E	g, %	Payout ratio, %	ROE, %	BV/акция, долл.	P/BV	S/акция, долл.	P/S	NI/S, %
Alberto Culver	0,85	30	2,10	14,3	11,0	17	14,0	15,10	1,99	54,85	0,55	3,8
Avon Products	1,30	72	4,75	15,2	12,5	48	137,0	3,55	20,28	76,90	0,94	6,2
BIC Corporation	0,65	40	2,70	14,8	10,5	28	19,5	13,80	2,90	23,75	1,68	11,4
Carter-Wallace	1,20	12	0,80	15,0	7,5	22	10,5	8,25	1,45	14,95	0,80	5,4
Gillette	1,25	49	2,15	22,8	17,0	33	-29,0	7,15	6,85	16,85	2,91	12,8
Helen of Troy	0,95	18	2,25	8,0	13,0	0	13,0	17,80	1,01	28,50	0,63	7,9
Helene Curtis	0,85	30	2,30	13,0	8,5	14	8,5	25,85	1,16	138,90	0,22	1,7
Tambrands	1,05	44	2,75	16,0	15,0	69	76,9	3,55	12,39	19,60	2,24	14,0
Jean Philippe Fragnances	1,90	11	0,70	15,7	20,0	0	16,3	4,35	2,53	7,33	1,50	9,5
СРЕДНЕЕ	1,11			15,0	12,8	26	36,1		5,62		1,27	8,1
Estée Lauder	1,11	?	0,9	?	25,00	38	28,7	3,13	?	25,30	?	3,6

Таблица 16. Оценка компании Estée Lauder по мультипликаторам P/E, P/BV и P/S, полученным на основе среднеарифметического и с помощью регрессионных уравнений

	Оценка по P/E		Оценка по P/BV		Оценка по P/S	
	Среднеарифметическое	Регрессия	Среднеарифметическое	Регрессия	Среднеарифметическое	Регрессия
Формула	$P/E = P_A/E_A \times G_{EL}/G_A$	$P/E = 10,17 + 37,62g$	$P/BV = P_A/BV_A \times ROE_{EL}/ROE_A$	$P/BV = 0,16 + 15,13ROE + 4,51$	$P/S = P_A/S_A \times E_{EL}/E_A/S_A$	$P/S = -0,82 + 19,09E/S + 0,4$
Значение показателя	29,3	19,58	4,48	4,51	0,56	0,4
Результат оценки	26,38	17,62	14,01	14,12	14,17	10,12

Примечание. Для компании Estée Lauder используется индекс EL, а для группы компаний-аналогов — индекс A.

(рис. 1). Допустим, по вертикальной оси заданы показатели P/S или P/BV , а по горизонтальной — ROE и E/S соответственно. Зависимости между P/S и E/S , а также между P/BV и ROE , полученные в результате расчета регрессионных уравнений, представляют собой прямые с положительным наклоном (на нашем рисунке такая прямая обозначена словом «тренд»). Область вокруг прямой можно условно поделить на четыре квадрата. Очень условно можно принять, что при прочих равных удаление конкретной ценной бумаги от тренда «вверх и влево» (высокая цена при низкой доходности) может свидетельствовать о переоцененности этой бумаги, а «вниз и вправо» (низкая цена при высокой доходности) — о недооцененности по сравнению с группой аналогов. Столь схематичное представление, конечно же, следует воспринимать не как догму, а как возможный инструмент, помогающий исследовать проблему недо- и переоцененности акций.

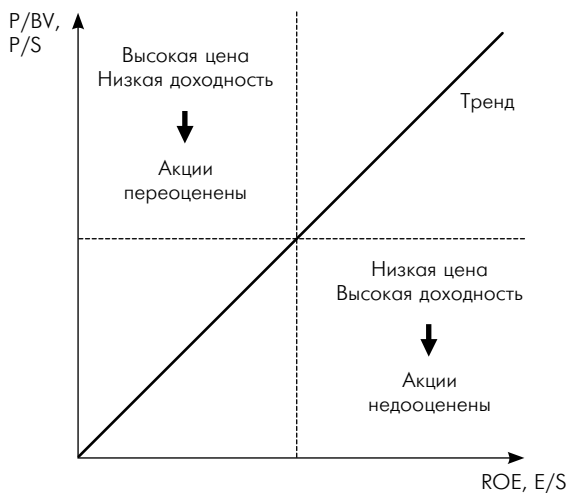


Рис. 1. Отклонения от регрессионных значений как признаки недооцененности и переоцененности ценных бумаг

Чтобы внести еще большую ясность в то, как «работает» регрессионное уравнение, на рис. 2 приводится результат реальных расчетов для одной из неотируемых российских компаний. Тренд был составлен для ее зарубежных котируемых аналогов (поскольку

в России таковых нет), при этом мультипликатор P/S регрессировался на маржу чистой прибыли в продажах (E/S). Затем, исходя из прибыльности компании, был найден применимый к ней показатель P/S, при умножении которого на выручку и была получена оценка.

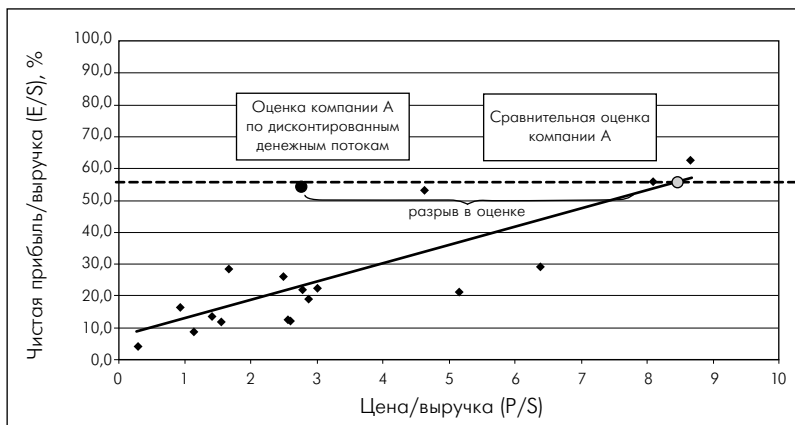


Рис. 2. Оценка российской компании X сравнительным методом с использованием регрессии

Оценка на основе фундаментального анализа редко применяется на практике. Связано это с тем, что она является неким «кентавром», у которого передняя половина туловища — дисконтированный денежный поток, а задняя — оценка по аналогии. Для оценки на основе фундаментального анализа, как и для оценки по дисконтированному денежному потоку, требуется найти норму дисконта, которая не нужна для оценки по аналогу. Однако эта оценка менее точна, чем оценка по дисконтированным денежным потокам, и в этом смысле она похожа на оценку по аналогии. Мое личное убеждение состоит в том, что еще одна промежуточная оценка — между оценками по аналогии и по дисконтированным денежным потокам — практически не добавляет ничего нового к пониманию стоимости компании или ее ценных бумаг, поэтому на практике ее можно применять не так часто.

11.4. Отраслевая применимость методов

Дамодаран приводит сводную таблицу (табл. 17), по которой можно выбрать, какой из основных показателей лучше использовать и как его рассчитывать. Мультипликатор Р/Е, например, рекомендуется использовать только для компаний с положительной прибылью, находящейся в диапазоне нормальных (для данной компании) значений. В противном случае искажения будут слишком велики. Оценку по активам предпочтительнее использовать для промышленных компаний, а по продажам — для компаний сферы услуг. Подразумевается, что в промышленности важнее капитальные активы, а в сфере услуг — клиентская база. В тех случаях, когда сравнимых компаний мало или их нет вовсе, предлагается использовать фундаментальный анализ, а когда они есть — регрессионные уравнения или средние оценки.

Дамодаран считает, что в случае небольшого количества сравнимых компаний более применима регрессия. Насколько мы понимаем, обусловлено это не тем, что в случае малого количества аналогов она дает более точный результат. Дамодаран считает допустимым в случае регрессии расширить выборку сравнимых компаний за счет более удаленных по своим характеристикам от аналога. Связано это с тем, что если при включении в выборку непохожих компаний среднее может существенно отклоняться от среднего близкого аналога, то при регрессионном уравнении мы имеем дело с формулой зависимости мультипликатора от иных параметров, следовательно, попадание удаленных компаний не должно сильно исказить результат.

В целом я согласна с такой градацией и рекомендую начинающему аналитику ею пользоваться. Более опытный специалист всегда будет исходить из конкретной ситуации. Например, в телекоммуникационной отрасли капитальные активы стоят очень дорого, и оценка по активам заслуживает не меньшего внимания, чем оценка по выручке и т. п.

Помимо применимости тех или иных показателей в конкретных отраслях важно еще учитывать такой важный фактор, как разброс значений показателя для группы аналогов. Разброс значений, как правило, измеряется стандартной статистической мерой, например стандартным отклонением. Оно определяется как среднее отклонение от среднего значения, деленное на это среднее значение. Правило таково: чем выше разброс значений того или иного мультипликатора

Таблица 17. Матрица выбора и методов расчета мультипликаторов в зависимости от отраслевой принадлежности оцениваемой компании, по А. Дамодарану

Чистая прибыль		Число сравнимых компаний	Рыночная оценка	Отрасль	Мульти-пликатор	Метод расчета
Знак	Уровень					
Плюс	Нормальный	Большое	Верна для отрасли	Любая	P/E	Сравнимые компании
Плюс	Нормальный	Небольшое	Верна для рынка в целом	Любая	P/E	Регрессионные уравнения
Плюс	Нормальный	Не имеет значения	Не верна	Любая	P/E	Фундаментальный подход
Минус	Или ненормальный	Большое	Верна для отрасли	Промышленное производство	P/BV	Сравнимые компании
Минус	Или ненормальный	Небольшое	Верна для рынка в целом	Промышленное производство	P/BV	Регрессионные уравнения
Минус	Или ненормальный	Не имеет значения	Не верна	Промышленное производство	P/BV	Фундаментальный подход
Минус	Или ненормальный	Большое	Верна для отрасли	Сфера услуг	P/S	Сравнимые компании
Минус	Или ненормальный	Небольшое	Верна для рынка в целом	Сфера услуг	P/S	Регрессионные уравнения
Минус	Или ненормальный	Не имеет значения	Не верна	Сфера услуг	P/S	Фундаментальный подход

у аналога, тем менее корректно применение этого мультипликатора. Понятно, что для финальной оценки может использоваться несколько мультипликаторов, при этом оценке по каждому из них придается определенный вес: например, 30% — оценке по P/E , 30% — оценке по P/S и 40% — оценке по P/BV . В данном контексте меньший вес придается мультипликатору с большим разбросом и больший — мультипликатору с меньшим разбросом. На интуитивном уровне это понятно. Меньший разброс значений мультипликатора свидетельствует о том, что он лучше коррелирует со стоимостью.

11.5. Краткие выводы

- Согласно Дамодарану, существуют три метода расчета мультипликаторов: на основе сравнимых компаний, регрессионных уравнений и фундаментальных показателей самой компании. На мой взгляд, методы оценки на основе сравнимых компаний и регрессии — это, по сути, две разновидности оценки по аналогии.
- Фундаментальный анализ используется, когда компаний-аналогов нет или их совсем мало.
- Среднее значение мультипликатора может быть рассчитано как среднеарифметическое, средневзвешенное и медианное значения для компаний выборки. Метод простого среднего — самый уязвимый, так как он придает некорректные веса разным мультипликаторам и часто дает завышенные оценки, особенно в случае с P/E , что объясняется исключением из выборки компаний с отрицательными значениями показателя.
- Регрессионное уравнение решает проблему отсутствия или нехватки прямых аналогов, так как в силу выявления зависимости между ценой компании и факторами стоимости оно позволяет оперировать выборкой компаний из разных отраслей.
- Регрессионный анализ является инструментом для анализа недооцененности и переоцененности акций.
- Для получения финальной оценки по мультипликаторам можно использовать средневзвешенную оценку по разным показателям, при этом больший вес желательно давать тому мультипликатору, разброс значений которого для выборки аналогов меньше.

12

РАСЧЕТЫ И ИНТЕРПРЕТАЦИИ

В этой главе мы рассмотрим несколько примеров конкретных расчетов. Все они взяты из моей личной практики. На них мы разберем те сложности, с которыми может столкнуться аналитик при работе с мультипликаторами, и попробуем вместе с читателем интерпретировать полученные результаты. Первые два расчета, представленные в первом разделе, довольно давнишние, они были проанализированы еще в первом издании книги. Один (оценка металлургической компании) был сделан в 2001 г., а другой (оценка кабельной компании) — в 1999 г. Эти расчеты были актуальны в то время, когда готовилось первое издание, — в 2001–2002 гг. Тогда гораздо меньшее количество российских компаний было публичными, поскольку волна IPO началась позже. За исключением нескольких отраслей (пожалуй, «нефтянки» и телекомов) публичных аналогов внутри страны было не найти. Поэтому основная методологическая проблема, которая стояла тогда перед аналитиком, — это оценка компаний с формирующихся рынков по сравнению с компаниями из развитых стран. Эти примеры иллюстрируют одну очень важную для оценки российских компаний проблему переноса оценки иностранных компаний на отечественные. Интересно поразмышлять над такими вопросами: выше или ниже должна быть оценка компаний с формирующихся рынков по сравнению с аналогичными компаниями из развитых стран? Зависит ли ответ на этот вопрос от мультипликаторов, по которым делается оценка? Какие факторы могут привести к тому, что оценка компаний, функционирующих на формирующихся рынках, будет выше, чем на западных? Для иллюстрации этой дискуссии я решила данные примеры в новом издании книги со-

хранить. Однако читатель должен иметь в виду, что если бы оценка металлургической или кабельной компании делалась сейчас, то аналоги нужно было бы брать другие — все крупные российские металлургические компании стали публичными; а в сфере кабельного телевидения было совершено большое количество сделок по приобретению закрытых компаний.

Следующие три примера посвежее. Они демонстрируют, какие ошибки возникают при работе с мультипликаторами. Эти материалы попали мне в руки в ходе сделок по слияниям и поглощениям и были подготовлены противоположной стороной по сделке. Я далека от мысли, что эти ошибки были сделаны со злым умыслом — с целью «натягивания» оценки на более высокую цифру или, наоборот, «утаптывания». Мне кажется, что большинство ошибок идет от недостаточной технической грамотности аналитиков, которая все еще имеет место на нашем рынке. Фокус одного из этих примеров — в выборе аналогов и иллюстрации размера погрешности, к которой может привести неправильный выбор. Два других примера демонстрируют, как в простом расчете неправильно сделано практически все, нарушены практически все заповеди корректной оценки по мультипликаторам. В общем эти примеры — антиэталоны. По понятным причинам имен компаний и авторов расчетов я не раскрываю.

12.1. Причины разрыва в оценке компаний из разных стран

Первый пример (табл. 18) показывает один из подготовительных расчетов, выполненных в 2001 г. при оценке крупнейшей российской сталеплавильной компании. Для сравнительной оценки были отобраны иностранные публичные компании, при этом отбирались только крупные игроки — почти все с выручкой в несколько миллиардов долларов. Они были разбиты на две группы: компании с формирующихся рынков и компании из развитых стран. В первую группу вошли бразильские, мексиканские, аргентинские, корейские, индийские и китайские компании. Во вторую — производители стали из Японии, Франции, США и Канады. Для обеих групп были рассчитаны показатели $EV/Sales$ и $EV/EBITDA$. Для первой группы удалось рассчитать P/E , для второй — нет (слишком было мало данных, поскольку во многих случаях чистая

прибыль оказалась незначительной или имела отрицательное значение).

Таким образом, первое, что показал этот пример, — это недостатки показателя Р/Е. Если чистая прибыль двух компаний из развитых стран отрицательна, это означает, что показатель Р/Е в традиционном понимании не определен. В случае с компанией Nippon Steel чистая прибыль составляет всего 2 млн долл. на более чем 25 млрд долл. продаж. Согласно этим данным, Р/Е этой компании равен 6939 — абсурдное значение, полученное в силу того, что знаменатель дроби приближается к нулю. Для компании Kawasaki Steel показатель Р/Е также слишком высок — 65. Вот мы и столкнулись на практике с тем, о чем говорили в своих теоретических рассуждениях: показатель Р/Е непригоден в тех случаях, когда отрасль переживает период спада и многие компании имеют незначительную прибыль или убытки.

Второе, на что стоит обратить внимание, — это разница между среднеарифметическими и средневзвешенными значениями. Она настолько существенна, что выбор того или иного подхода будет значительно влиять на оценку нашей компании. Значение средневзвешенного мультипликатора будет очень сильно зависеть от ситуации, в которую попали самые крупные компании в выборке (например, у группы компаний из развитых стран почти половину их совокупной капитализации составляет капитализация компании Nippon Steel). В случае со среднеарифметическими показателями мы столкнемся с обратной проблемой: непропорционально большое влияние на оценку окажут значения небольших компаний. Поэтому я предлагаю ориентироваться на среднеарифметические значения.

Теперь посмотрим на результаты расчетов. Как видно из этих данных, по выручке рынок оценивает компании с формирующихся рынков почти в два раза дороже ($EV/Sales$ составляет 1,2 и 0,6 соответственно). Связано это в первую очередь с разной прибыльностью компаний. Так, если у компаний из развивающихся стран показатель $EBITDA/Sales$ достиг 22,6%, а $E/Sales$ (маржа чистой прибыли) — 9,5%, то у компаний из развитых стран $EBITDA/Sales$ в среднем составил всего 9,1%, а о марже чистой прибыли и говорить нечего. Связано это может быть с более низкой себестоимостью продукции в развивающихся странах, вызванной относительной дешевизной рабочей силы и электроэнергии (о сырье речь не идет, практически все страны его им-

Таблица 18. Доходность на развитых и формирующихся рынках

Компания	Страна	МС, млн долл.	EV, млн долл.	Sales, млн долл.	EBITDA, млн долл.	Е, млн долл.	EV/Sales	EV/EBITDA	P/E
Развивающиеся рынки									
Gerdau S.A.	Бразилия	1 479	1 982	1 855	466	194	1,07	4,3	7,6
Compania Siderurgica Belgo Mineira	Бразилия	623	1 220	1 297	517	н. д.	0,94	2,4	н. д.
Grupo Imso S.A. De C.V.	Мексика	963	1 451	1 800	323	244	0,81	4,5	3,9
Hylsamex S.A. De C.V.	Мексика	424	1 482	1 424	304	71	1,04	4,9	6,0
Siderca S.A.I.C	Аргентина	2 330	2 275	1 073	154	-39	2,12	14,8	
Donduk Steel Mill Co., Ltd.	Корея, Респ.	239	975	2 928	213	91	0,33	4,6	2,6
Pohang Iron & Steel	Корея, Респ.	7 125	8 501	11 304	3 024	1 310	0,75	2,8	5,4
Tata Iron & Steel	Индия	1 163	2 174	1741	242	111	1,86	9,0	10,5
Beijing Sougang Steel	Китай	2 648	2 862	1 373	н. д.	87	2,08	н. д.	30,4
Maanshan Iron & Steel	Китай	348	389	756	100	29	0,51	3,9	12,0
Маржа, %					22,6	9,5			
Средневзвешенный показатель							0,93	3,8	6,8
Среднеарифметический показатель							1,24	5,7	9,8

Компания	Страна	МС, млн долл.	EV, млн долл.	Sales, млн долл.	EBITDA, млн долл.	Е, млн долл.	EV/Sales	EV/ EBITDA	P/E
Развитые рынки									
Nippon Steel Corp.	Япония	13 879	23 343	25 690	2 321	2	0,91	10,1	6 939,5
Kawasaki Steel Corp.	Япония	4 783	10 907	10 189	1 299	73	1,07	8,4	65,5
Osaka Steel	Япония	170	141	406	5	-24	0,35	28,2	
Unisor	Франция	2 875	2 587	13 221	894	н. д.	0,20	2,9	н. д.
USX-U.S.Steel Group, Inc.	США	1 707	2 587	5 314	419	44	0,49	6,2	38,8
Bethlehem Steel	США	470	1 124	3 915	79	-1 863	0,29	14,2	
LTV Corp.	США	275	275	4 120	152	н. д.	0,07	1,8	
Dafasco Inc.	Канада	1 400	1 620	2 173	459	176	0,75	3,5	8,0
Nucor Corp.	США	3 056	2 875	4 009	631	245	0,72	4,6	12,5
Маржа, %					9,1				
Средневзвешенный показатель							0,66	7,3	
Среднеарифметический показатель							0,61	8,9	

портируют из одних и тех же источников). Иными словами, речь идет о более высокой конкурентоспособности (в широком смысле) производителей стали из развивающихся стран. В то же время 1 долл. EBITDA стоит гораздо дороже в смысле оценки бизнеса у компаний с развитых рынков. А вот это уже связано с нормой дисконта, которая выше для формирующихся рынков в силу более высоких страновых рисков.

Разберем еще один нетривиальный пример различий в оценке компаний на развитых и формирующихся рынках. Как вы думаете, полагаясь на свою интуицию, на каких рынках будут выше мультипликатор P/S для компаний, специализирующихся на предоставлении услуг кабельного телевидения и Интернета?

Ниже (табл. 19) приводится пример реальных расчетов для сделок по приобретениям, которые проводились в конце 1999 г., когда рыночные ожидания относительно подобного бизнеса были очень радужными. Из таблицы видно, что выручка на одного подписчика на формирующихся рынках — как ожидаемая в ближайший год, так и через 5 лет — существенно ниже. Соответственно, цена, уплачиваемая за одного подписчика, тоже гораздо ниже. При этом мультипликатор, номинированный в денежном выражении (P/S), на формирующихся рынках выше как для выручки, ожидавшейся в 2000 г., так и для выручки, прогнозированной на 2005 г.

Какую интерпретацию можно этому дать? Единственное объяснение, существовавшее на момент оценки, заключается в том, что инвесторы считали формирующиеся рынки Восточной Европы гораздо более перспективными и быстрорастущими, чем сформировавшиеся рынки Западной Европы, потенциал роста которых был к тому времени практически исчерпан. Тот факт, что показатель P/S, рассчитанный по ожидаемым продажам в 2005 г., т.е. по ожидаемым результатам через пять лет с момента оценки, является более высоким для формирующихся рынков, означает, что насыщение должно наступить позже, чем через 5 лет. Во-вторых, компании на формирующихся рынках более крупные (по числу подписчиков). У бизнесов, занимающихся разработкой контента, есть очевидная экономия на масштабе: разработка или закупка контента, как правило, стоит фиксированную сумму, а выручка (абонентская плата) зависит от количества подписчиков. В данном случае прослеживается некоторая положительная корреляция оценки с размером компании, т.е. можно говорить о существовании премии за размер.

Таблица 19. Сравнительные мультипликаторы для ряда компаний — провайдеров кабельного телевидения на развитых и формирующихся рынках

Компания	Страна	Дата сделки (все в 1999 г.)	Количество подписчиков (на момент сделки)	Цена/подписчик	Выручка/подписчик	Выручка/подписчик	EBITDA/подписчик	EBITDA/подписчик	P/S	P/S
				1999	2000 F*	2005 F	2000 F	2005 F	2000 F	2005 F
Формирующиеся рынки										
@ Entertainment	Польша	Август	984 000	894	81	137	—	55	11,1	6,5
Bresnan	Польша	Август	360 000	1 110	78	н. д.	н. д.	142	14,2	н. д.
Monor Telefon	Венгрия	Октябрь	105 000	902	97	119	133	142	9,3	7,6
KabelPlus	Чехия	Июль	359 000	475	76	97	11	44	6,3	4,9
SKT	Словакия	Март	158 000	273	72	188	15	30	3,8	1,4
Среднее				731	81	108			8,9	5,1
Развитые рынки										
UTH	Нидерланды	Январь	н. д.	650	191	473	53	205	3,4	1,4
Timer Warner-Lyon	Франция	Апрель	64 000	1 328	268	893	—	172	5,0	1,5
GelreVision	Нидерланды	Апрель	131 000	900	191	473	53	205	4,7	1,9
Videopole	Франция	Июнь	214 000	1 000	268	893	—	172	3,7	1,1
A2000	Нидерланды	Июнь	535 000	1 300	191	473	53	205	6,8	2,7
Среднее				1 036	221	641			4,7	1,7

* F — от forecast (прогноз).

12.2. Учимся на чужих ошибках

В принципе в западной культуре в учебниках не принято говорить о том, что и как делается неправильно. Обычно приводятся примеры корректной работы. Я нарушу каноны и приведу примеры из моей практики, когда были сделаны методологически неправильные оценки по мультипликаторам. Мне кажется, что это имеет даже бо́льший обучающий эффект. Насколько цифры, полученные некорректными методами, совпадают с ощущением правильной стоимости компании, не столь важно, ибо при таких подходах «правильную» стоимость можно угадать только случайно.

Вот пример оценки по мультипликаторам, в которой нарушен даже здравый смысл (табл. 20). Аналитик пытался оценить 100% акций небольшой лизинговой компании по состоянию на апрель 2008 г. Посмотрите, какие данные он собрал и какие выводы из них сделал. Для тех, кто сомневается в реалистичности ситуации, скажу: это реальный случай из моей практики, и в таблице я не поменяла ни одной цифры. И оценку эту делал инвестиционный банк.

Читатель, который изучал мою книгу, не пропуская глав, уже может сам назвать ошибки данного расчета.

- Понятно, что сделок по покупке лизинговых компаний в России прошло мало, но все же использовать данные по сделке, в которой продавалось 2% акций, для оценки 100% акций я бы не стала.
- Посмотрите на временной диапазон — от октября 2003 г. до февраля 2006 г. Насколько корректно суммировать данные по сделкам без учета динамики стоимости компаний финансового сектора за этот период и вплоть до 2008 г. — ведь цены практически на любые активы в стране только росли? А может быть, наоборот, в условиях кризиса ликвидности лизинговая компания, которая очень сильно зависит от кредитных ресурсов, теряет свою стоимость и нужно делать скидку к ценам 2007 г.?
- Зачем «переворачивать» всем известные показатели P/BV , P/S и P/E и рассчитывать трудноузнаваемые с первого взгляда BV/P , S/P , E/P ? Но дело не только в непривычности. Посмотрите, что произойдет, если рассчитать мультипликаторы корректно.

- Разброс мультипликаторов по разным компаниям составляет: P/BV — от 1,17 до 4,2, т.е. данные различаются почти в 4 раза, S/P — от 0,17 до 5,2, т.е. в 30 раз, по E/P — от 0,13 до 0,71, т.е. в 5,5 раз. Это связано с тем, что у компании ФЛК показатель P/E зашкаливает за 100, поскольку прибыль в год сделки она практически не показывала. Интересно, что дает усреднение величин с таким разбросом для понимания реальной стоимости оцениваемой компании?
- Оценки нашей компании по разным мультипликаторам различаются в четыре раза (разброс от 225 до 828 млн руб. в исходном варианте и от 311 до 1297 млн руб. в пересчитанном мною). Если применение разных методов (а внутри этих методов мы проводили усреднение данных) дает столь разные результаты, то насколько достоверны эти оценки? Неужели каждая из них верна в одно и то же время? Аналитик, делавший расчеты, по всей видимости, в это верит.
- Еще одно: итоговая оценка нашей компании является взвешенной оценкой по всем трем мультипликаторам с весами 50, 30 и 20%. Сама идея взвешивания оценок, полученных при помощи разных мультипликаторов, мне в принципе не нравится¹. Я бы действовала по-другому — проанализировала, применение какого мультипликатора наиболее корректно для оценки данной компании. Но, допустим, кому-то очень хочется взвесить. Откуда взялись эти веса? Причем чем выше оценка по конкретному мультипликатору, тем ниже его вес. Есть какие-нибудь идеи? — У меня есть. Как вы видите, итоговая цифра — 20,4 млн долл. Между тем продавец хотел за компанию 15 млн долл., а покупатель оценил ее в 7–8 млн. Если бы веса были, например, равными, то оценка оказалась бы выше. Видимо, аналитик подгонял расчеты под 20 млн долл. — такая оценка «обосновывает» запрашиваемые 15 млн: мол, компания продается со скидкой. А 32 млн, наверное, заставили бы усомниться в корректности расчета.
- И наконец, почему сразу оценивалась стоимость акций? Разве не корректнее проводить все расчеты через EV , тем более для лизинговой компании, которая в буквальном

¹ В следующем разделе я разбираю проблемы со взвешиванием оценок по разным мультипликаторам более подробно.

смысле слова живет за счет перепродажи кредитов. Я бы считала EV, а уж на его основе — стоимость акций.

Но это только начало. Если копнуть глубже — в достоверность первичных данных, то станет еще интереснее. Как говорится, чем дальше в лес, тем толще партизаны. Думаю, в условиях такого разброса данных — и по годам, и по прибыльности компаний — было бы лучше не делать эту оценку в принципе.



Контрольный вопрос 18

Кому интересно, может на этом примере проанализировать, почему будет отличаться оценка по стандартным и «перевернутым» показателям. Если вместе BV/P рассчитать P/BV, то стоимость оцениваемой компании снизится примерно на 10%, если же вместо S/P рассчитать P/S, то она возрастет больше чем наполовину, а если заменить E/P на P/E, то рост составит почти 40%. Попробуйте понять, почему это происходит (можно получить и строгое доказательство этого эффекта). Какие показатели — традиционные или «перевернутые» — дают более точную оценку?

12.3. Вода, вода, кругом вода...

Мы посвятили целую главу принципам грамотного подбора аналогов. Но легче сказать, чем сделать. Сейчас мы в этом убедимся. В этом разделе я объединила два примера, потому что и тот и другой посвящены оценке компаний по производству минеральной воды (табл. 21–23). Первый датирован 2004 г., второй — 2002-м.

Первый случай — это оценка небольшого российского производителя (с выручкой чуть более 10 млн долл.) с брендом регионального значения. Сначала представлю вам картину в том виде, в каком она появилась в отчете об оценке акций этой компании.

Я специально даю всю картину целиком в том виде, в каком она попала мне в руки, чтобы объяснить элементарную вещь — оценка должна быть показана так, чтобы читающему все было понятно. Первые мои вопросы — к формату представления.

- Оценщик финансовые показатели компаний-аналогов дает, а оцениваемой компании — нет. Где мне их искать: в дру-

Таблица 21. Расчет мультипликаторов компаний-аналогов для оценки российского производителя минеральной воды по отчету независимого оценщика

№	Предприятие	Выручка, тыс. долл.	Чистая прибыль, тыс. долл.	Активы, тыс. долл.	Оборотные активы, тыс. долл.	Чистые активы, тыс. долл.	Собственный оборотный капитал, тыс. долл.
1	Cott Corp.	1 417 800	77 400	908 800	267 100	411 200	45 200
2	Eldorado Artesian Springs Inc.	7 915	278	7 082	1 294	2 400	265
3	Hansen Natural Corp.	110 352	9 826	47 997	26 678	38 157	17 196
4	Jones Soda Co.	20 101	367	4 666	4 100	2 495	1 949
5	Vermont Pure Holdings Ltd.	76 195	1 353	111 334	15 120	53 002	5 062
	Оцениваемая компания	10 803	1 213	10 641	3 091	8 815	1 579

№	Предприятие	Фондовый рынок	Котировка, долл.	Капитализация, тыс. долл.	Долгосрочные обязательства, тыс. долл.
1	Cott Corp.	NYSE	32,64	2 300 000	275 700
2	Eldorado Artesian Springs Inc.	NYSE	1,50	4 490	3 653
3	Hansen Natural Corp.	NYSE	24,40	255 320	358
4	Jones Soda Co.	NYSE	3,20	65 420	20
5	Vermont Pure Holdings Ltd.	NYSE	2,74	58 840	48 274

№	Предприятие	P/S	P/E	P/BVA	P/BVE
1	Cott Corp.	1,62	29,72	2,53	5,59
2	Eldorado Artesian Springs Inc.	0,57	16,15	0,63	1,87
3	Hansen Natural Corp.	2,31	25,98	5,32	6,69
4	Jones Soda Co.	3,25	178,26	14,02	26,22
5	Vermont Pure Holdings Ltd.	0,77	43,49	0,53	1,11

Источник: Factiva.

Таблица 22. Результаты оценки российского производителя минеральной воды по отчету независимого оценщика

Мультипликатор	Цена/Выручка	Цена/Чистая прибыль	Цена/Активы	Цена/Чистые активы
Значение мультипликатора	2,0	69,2	4,9	8,9
Стоимость инвестированного капитала, тыс. долл.	21 225	83 956	51 711	78 642
Вес мультипликатора, %	25,0	25,0	25,0	25,0
Средневзвешенная стоимость инвестированного капитала до внесения поправок, тыс. долл.				58 884
Стоимость собственного капитала до внесения поправок, тыс. долл.				57 372
Величина оцениваемой доли собственного капитала, %				99,99
Премия за контрольный характер пакета, %				20
Скидка на страновой риск, %				33
Рыночная стоимость оцениваемой доли собственного капитала, тыс. долл.				45 979

гих частях отчета, в первичной документации? Верить оценщику на слово, что он использовал правильные данные? Хорошим тоном является, конечно же, приведение всех данных, использованных при расчетах, в финальных таблицах.

- Неудобно, когда в таблице с мультипликаторами конкретных компаний не приводятся средние значения по выборке. Обычно так делают. Отсутствие средних в таблице подвигло меня на то, чтобы проверить результаты, и я сделала расчеты средних сама. Они оказались совсем другими. Тогда я рассчитала средние без крайних значений. Они тоже не сошлись. Ниже я привожу таблицу с результатами моих упражнений — в трех нижних строках приводятся среднее значение мультипликатора, среднее без крайних значений и то, которое использовалось для оценки. Что характерно, во всех случаях выбранный оценщиком мультипликатор был выше, чем любое из двух подсчитанных мной средних. Взгляните сами. Объяснений таким расхождениям у меня нет. Может быть, автор этой оценки случайно прочитает мою книгу, опознает свои расчеты и напишет мне по электронной почте?

Таблица 23. Расчет средних показателей по группе аналогов

№	Предприятие	P/S	P/E	P/BVA	P/BVE
1	Cott Corp.	1,62	29,72	2,53	5,59
2	Eldorado Artesian Springs Inc.	0,57	16,15	0,63	1,87
3	Hansen Natural Corp.	2,31	25,98	5,32	6,69
4	Jones Soda Co.	3,25	178,26	14,02	26,22
5	Vermont Pure Holdings Ltd.	0,77	43,49	0,53	1,11
	Среднее	1,71	58,72	4,61	8,30
	Среднее без экстремумов	1,57	33,06	2,83	4,72
	Используется для оценки	1,97	69,21	4,86	8,92

Но продолжим. Пока мы говорили о вещах формальных — «внешнем виде» оценки, соответствии средних, используемых для оценки, средним по выборке. Давайте займемся более концептуальными вещами.

Например, взглянем на абсолютные значения мультипликаторов, которые использовались для оценки. Это показатель «цена/выручка», равный двум, «цена/прибыль», равный 69, и «цена/общие активы», равный 4,9. При этом столь высокий «средний» Р/Е явно получен по той причине, что выборка состоит всего из 5 компаний, у одной из которых Р/Е равен 178. Это маленькая компания пока малоприбыльна — именно поэтому она имеет такой высокий Р/Е. Забудем о том, что мультипликаторы некорректно рассчитаны. Даже без проверки расчетов, на основе здравого смысла понятно, что они очень высоки, если учесть, что речь идет о небольшой компании, перспективы выживания которой отнюдь не очевидны (об этом ниже).

А теперь взглянем на аналоги. Почему их так мало? Вы только что убедились сами, что котируемых компаний по производству минеральной воды гораздо больше. Допустим, автор сократил выборку, поскольку выбрал самые близкие аналоги. Так ли это? Каково качество этой выборки? Для проверки посмотрим, чем занимается каждая из этих компаний. И вот что получается:

- Компании выборки работают в различных сегментах рынка безалкогольных напитков. Так, Hansen и Jones Soda специализируются на энергетических и «спортивных» напитках, помимо этого Hansen выпускает холодный чай, кофе и соевые напитки. Рынки этих напитков в США растут быстрее, и теоретически в цену акций компаний, работающих на этих рынках, должен быть заложен больший ожидаемый рост.
- Компания Cott производит продукцию под чужими торговыми марками (private label) — это другой бизнес, маржинальность его существенно ниже, нежели производства воды под собственным брендом. Кроме того, Cott нужно было бы из выборки исключить и по другой причине — ее объем продаж в 150 раз выше, чем у оцениваемой компании.
- Vermont Pure Holdings развозит производимые ей напитки по офисам. Это тоже другой бизнес — как минимум на 50% логистика.

Итак, даже по краткому описанию бизнеса компаний понятно, что лишь компания Eldorado сопоставима с оцениваемой. Кстати, обратите внимание, что мультипликаторы этой компании отнюдь не так высоки: P/S и P/BVA — около 0,6, P/E — примерно 16. Теплее, как говорится. (Забегая вперед, скажу, что оценка нашей компании по мультипликаторам Eldorado дала бы цифры в 3–4 раза ниже представленных в отчете.)

Но и это еще не все. Взгляните на финальные результаты. Акционерный капитал компании оценен в сумму от 21 до 84 млн долл. Не слишком ли большой разброс? Корректно ли усреднять 21 и 84? На мой взгляд, нет. Этому есть три причины.

Во-первых, я не большой сторонник взвешивания разных оценок по разным мультипликаторам и получения средней оценки. Я считаю, что лучше этого не делать, а давать диапазон значений. Исключение составляют случаи, когда оценка производится для юридических целей в соответствии с Законом об оценочной деятельности — тогда нужны конкретные данные, диапазон давать нельзя. (Мы рассматриваем как раз такой случай, что частично извиняет оценщика.)

Во-вторых, авторы оценки придали равные веса оценкам по выручке, прибыли, совокупным активам и чистым активам. Как мы помним из вышеизложенной теории, показатель P/BVA в принципе некорректен, так как никак не отражает разную долговую нагрузку компаний. В данном примере все аналоги — публичные компании, т. е. их долги известны. Так что же мешает рассчитать EV/BVA ? Допустим, мы это сделали — рассчитали EV/BVA вместо P/BVA . Стоит ли дополнять его другим показателем — P/BV , а потом усреднять результат? Наверное, нет, ведь эти показатели очень похожи, только EV/BVA , скорее всего, точнее. К тому же получилось, что автор расчета на 50% оценивает компанию по доходам, а на 50% — по активам. Та ли это компания, которую корректно оценивать по активам? На мой взгляд, нет. Производство минеральной воды — относительно низкокапиталоемкий бизнес (а как мы помним из теории балансовые показатели для оценки такого бизнеса плохо применимы), основные затраты здесь — на маркетинг, что не отражается на балансе. Я бы не использовала балансовые показатели в принципе. Я, пожалуй, взяла бы P/S и $EV/EBITDA$ вместо P/E (чтобы избежать проблем с высоким P/E из-за низкой прибыли).

В-третьих, в данном примере усреднение смотрится странно еще и потому, что разброс значений слишком велик. Такой разброс, скорее всего, свидетельствует о некорректности расчета. Расхождение оценки по доходным и балансовым показателям еще можно объяснить: например, тем, что это убыточный бизнес с высокой ликвидационной стоимостью активов, что компания работает на арендованных мощностях, использует аутсорсинг, или чем-то подобным, но это не наш случай. Здесь наблюдается расхождение в оценке в 4 раза по выручке и чистой прибыли — и тот и другой доходные показатели. Скорее нужно сделать вывод о том, что верна одна из этих двух оценок, и подумать, какая из них, нежели усреднять полученные результаты.

Подведем итог. Вызывают сомнения:

- подбор аналогов и их количество (статистическая значимость результата);
- выбор мультипликаторов;
- корректность P/BVA в принципе;
- расчет средних значений мультипликаторов;
- веса мультипликаторов для расчета оцениваемой стоимости.

Иными словами, вызывают сомнение абсолютно все элементы оценки. И эту оценку на основе имеющихся данных невозможно скорректировать!

Напоследок скажу, что перерасчет мультипликаторов мы проводить не стали, но провели оценку этой компании двумя методами — по дисконтируемым денежным потокам и по активам. По денежным потокам мы получили около 10 млн, а ликвидационная стоимость составила около 7 млн долл. Судьбу крошечного регионального производителя минеральной воды в России трудно предсказать в силу активной консолидации розницы. Крупные розничные сети держат на полках 7–8 брендов. Очень условно: если ты компания номер 5 по доле рынка, то твои перспективы могут быть прекрасными, а если номер 10 — то ты можешь пойти ко дну. Оцениваемая компания находилась на тот момент в пограничном положении, ее мог ждать и тот и другой исход. Именно это и отражает цифра 10 млн, подразумевающая выживание, но не взрывной рост. Дело было, как мы помним, в 2004 г. Сейчас осень 2008-го. Эта минеральная вода еще встречается в магазинах, значит, худшего сценария удалось избежать...

А теперь последний пример. Я убеждена, что в предыдущем примере оценщик не столько пытался «натянуть цифру», сколько просто не имел необходимой квалификации. Ибо, если вы суперпрофессионал, то «натягивать цифру» можно виртуозно. Этот пример из этой серии. Здесь у меня нет претензий ни к размеру выборки, ни к подбору мультипликаторов, ни к их расчету. На первый взгляд все безупречно. Почти... Немного предыстории. Я представляла продавца — известную и относительно крупную российскую компанию по производству минеральной воды. Оценка была предоставлена одним из заинтересованных покупателей — фондом портфельных инвестиций. Казалось бы, вопросов по расчету не возникало. Но мы проверили их выборку (табл. 24) и пришли к выводу, что кое-какие компании нужно исключить (обведены пунктиром в табл. 25), поскольку это слишком далекие аналоги, а кое-каких недостает (выделены курсивом в этой же таблице), среди них, кстати, и знакомая нам Eldorado. При расчетах по новой выборке все мультипликаторы магическим образом увеличились (табл. 26), рост составил от 15 до 50%. Было ли это случайностью, или выборка была «подкорректирована» покупателем, я не знаю. Обнаружить такое завышение или занижение крайне сложно, так как нужно «перелопатить» всех мировых производителей, а это занимает несколько дней.

12.4. Абсолютное и относительное

На протяжении всей книги я неоднократно повторяла, что оценка по мультипликаторам — это оценка относительная. Если она выполнена так, как мы рассказывали, то она дает ответ на вопрос о том, завышена или занижена цена конкретной акции *по сравнению* с группой аналогов. Однако при таком подходе она не дает ответа на вопрос, завышена или занижена цена акции в абсолютном выражении, является ли она справедливой. А этот вопрос не менее важен, чем предыдущий. Например: что толку понимать, что акция А чуть-чуть занижена в цене по отношению к акции Б, если цены и той и другой завышены примерно в два раза по сравнению со справедливым уровнем. Если вы вложите в акцию Б, то потеряете чуть меньше, чем при вложении в акцию А, но это вас не утешит. К сожалению, непонимание относительности оценки по мультипликаторам я регулярно наблюдаю на практике, и моя книга, изданная тиражом 5000 экз., мало что изменила.

Таблица 24. Первоначальный расчет мультипликаторов компаний-аналогов для оценки российского производителя минеральной воды

Компания	Страна	Капитализация (млн долл.)	P/E	Net income margin, %	EV/ EBITDA	EV/S
Развитые рынки						
Blauе Quellen Mineral und Heil	Германия	324,4	15,3	2,0	6,7	0,3
National Beverage Corp.	США	271,4	16,7	3,3	5,9	0,5
Glacier Water	США	48,0			6,9	1,5
Echo Springs Water Co.	Канада	3,7				1,9
Mineralbrunnen Ueberkingen-Teinach Aktiengesellschaft	Германия	106,0	12,6	5,4	6,6	1,0
Spadel SA	Бельгия	120,9	12,9	3,5	3,6	0,5
Neverfail Spring	Австралия	111,6	20,6	13,7	9,2	3,7
Vermont Pure Holdings	США	92,1	43,5	2,9	9,4	1,8
Sources Minerales Henniez SA	Швейцария	85,0	27,8	2,7	9,7	0,8
Среднее без крайних значений			18,7		7,5	1,1
Развивающиеся рынки						
Embotelladora latinoamericana	Перу	91,5	N.A.	—	7,6	0,6
Spritzer	Малайзия	20,1	14,4	10,4	7,2	1,7
Gen investment	Иордания	16,38	10,1		4,4	1,2
Aqua golden mississippi	Индонезия	52,8	9,9	6,1	4,4	0,6
Среднее			11,5		5,9	1,0

Таблица 25. Корректировка выборки компаний-аналогов для оценки российского производителя минеральной воды

Компания	Страна	Капитализация, млн долл.	P/E	Net income margin, %	EV/ EBITDA	EV/S	Описание
Развитые рынки							
Blauе Quellen Mineral und Heil	Германия	324,4	15,3	2,0	6,7	0,3	Производство напитков на основе воды из источников. Ассортимент напитков варьирует от газированной минеральной воды до безалкогольных напитков и пива. Пиво и другие алкогольные напитки составляют 57% доходов 2001 г.; минеральная вода — 29%; безалкогольные напитки — 14%
National Beverage Corp.	США	271,4	16,7	3,3	5,9	0,5	Производство и распространение газированных безалкогольных напитков под торговыми марками The Coca-Cola Company и безалкогольных напитков с различными вкусовыми добавками под торговыми марками Shasta, Faygo, Everfresh, Lacroix, Big Shot и Nuance
Glacier Water	США	48,0			6,9	1,5	Установка и обслуживание автоматов для питьевой воды в супермаркетах и розничных точках 35 штатов США
Echo Springs Water Co.	Канада	3,7				1,9	Розлив и дистрибуция природной воды из источников, лизинг охлаждающего оборудования потребителям, продажа кофе, чая и широкого ассортимента товаров из бумаги
Mineralbrunnen Ueberkingen- Teinach Aktiengesellschaft	Германия	106,0	12,6	5,4	6,6	1,0	Добыча, розлив, продажа, распространение минеральной воды и ряда напитков, включая фруктовые соки и диетические напитки. Компания также занимается го-стиничным бизнесом и сра. Производство, розлив и распространение минеральной воды принесли 97% до-ходов компании в 2001 г.; сра-гостиницы и др. — 3%

Продолжение табл. 25

Компания	Страна	Капитализация, млн долл.	P/E	Net income margin, %	EV/ EBITDA	EV/S	Описание
Spadel SA	Бельгия	120,9	12,9	3,5	3,6	0,5	Розлив и маркетинг природной минеральной воды под торговыми марками SPA, BRU, Bresol и Sronpin, а также производство безалкогольных напитков и фруктового ликера
Neverfail Spring	Австралия	111,6	20,6	13,7	9,2	3,7	Добыча, розлив и распространение воды из источников. Продажи воды принесли 66% доходов компании в 2002 г.; сдача в аренду охлаждающего оборудования — 28%, другое — 6%
Vermont Pure Holdings	США	92,1	43,5	2,9	9,4	1,8	Розлив, маркетинг и распространение природной воды из источников под торговыми марками Vermont pure natural spring water, Crystal rock, Hidden spring и Stoneridge
Sources Minerales Henniez SA	Швейцария	85,0	27,8	2,7%	9,7	0,8	Производство минеральной воды и безалкогольных напитков
Staatl. Mineralbrunnen AG	Германия	65,5	36,0	12,8%	24,2	4,4	Производство, розлив, распространение минеральной воды, «здоровых» напитков, соды, газированной воды и лимонадов
Eldorado Artesian Springs	США	4,5	75,0	0,8%	8,90	1,1	Продажа артезианской воды в бутылках из источников и аренда автоматов для воды. Компания также владеет и управляет курортом spa в летнее время, сдает в аренду четыре семейных дома для отдыха, а также управляет водоемом природной артезианской воды из источников. Розлив и продажа воды из источников принесли 98% доходов в 2002 г.
Allgaeuer Alpenwasser AG	Германия	2,7	26,9	2,8%	9,80	1,3	Производство и распространение газированной и негазированной минеральной и столовой воды из 8 источников. Вода из источников принесла 56% доходов в 2001 г., минеральная вода — 31%; безалкогольные напитки — 9%, столовая вода — 4%

Компания	Страна	Капитализация, млн долл.	P/E	Net income margin, %	EV/ EBITDA	EV/S	Описание
Развивающиеся рынки							
Embotelladora Latinoamericana	Перу	91,5	N.A.	—	7,6	0,6	Розлив и маркетинг безалкогольных напитков под торговыми мар- ками The Coca-Cola Company
Spritzer	Малайзия	20,1	14,4	10,4	7,2	1,7	Производство и продажа воды в бутылках, зубных щеток, бутылок PET и другой продукции из пластика. Производство принесло 89% доходов в 2001 г., торговля — 11%
Gen Investment	Иордания	16,38	10,1	—	4,4	1,2	
Aqua Golden Mississippi	Индонезия	52,8	9,9	6,1	4,4	0,6	Производство и дистрибуция питьевой воды в бутылках под тор- говой маркой AQUA
Hey Song Corp.	Тайвань	159,5	21,6	6,2	9,0	1,3	Производство различных напитков, в том числе газированной воды, фруктовых соков, чая, кофе, энергетических и «здоровых» напитков

Таблица 26. Скорректированный расчет мультипликаторов компаний-аналогов для оценки российского производителя минеральной воды

Компания	Страна	P/E	EV/EBITDA	EV/S
Развитые рынки				
Mineralbrunnen Ueberkingen-Teinach Aktiengesellschaft	Германия	12,6	6,6	1,0
Spadel SA	Бельгия	12,9	3,6	0,5
Neverfail Spring	Австралия	20,6	9,2	3,7
Vermont Pure Holdings	США	43,5	9,4	1,8
Sources Minerales Henniez SA	Швейцария	27,8	9,7	0,8
Staatl. Mineralbrunnen AG	Германия	36,0	24,2	4,4
Eldorado Artesian Springs	США	75,0	8,90	1,1
Allgaeuer Alpenwasser AG	Германия	26,9	9,80	1,3
Среднее без крайних значений		27,9	8,9	1,6
Развивающиеся рынки				
Aqua Golden Mississippi	Индонезия	9,9	4,4	0,6
Hey Song Corp	Тайвань	21,6	9,0	1,3
Среднее		15,7	6,7	1,0

В связи с этим давайте говорить прямо, без реверансов в сторону гипотезы об эффективности рынков: да, на рынке бывают пузыри, когда акции оценены выше их справедливой стоимости, и спады, когда они оценены ниже. Углубляться в рассуждения о том, откуда берутся пузыри, я не буду, о пузырях будет моя следующая книга, которую я планирую закончить к концу 2009 г. (соответственно, она должна выйти в первой половине 2010 г.). А здесь поговорим о том, что имеет самое прямое отношение к нашей теме, — как судить по мультипликаторам, где находится рынок.

Для оценки уровня рынка в целом используются всего два мультипликатора — P/E и P/DIV (точнее, его обратная версия DIV/P). Связано это с универсальностью данных показателей — они подходят для оценки практически любой компании и имеют смысл для рынка в целом, к тому же статистика для их расчета наиболее доступна. Эти показатели рассчитываются не только на каждый год, есть и расчеты средних за всю историю наблюдений. Так, известно, что P/E американского рынка в среднем составляет... Сколько бы вы думали? — 14! А DIV/P — 4%! Большинству читающих покажется, что P/E слишком низок, а дивидендная доходность слишком высока. Где вы видели акции, которые приносят 4%?

Действительно, мы привыкли к гораздо более высоким ценам акций. По мнению многих инвесторов, особенно тех, кто придерживается концепции стоимостного инвестирования (*value investing*), это свидетельствует о перегреве рынка. Они верят, что рано или поздно к историческим средним мы придем. Помните высказывание Дэвида Фуллера, которое я привела в разделе «Фактор времени» главы 10 и которое иллюстрировало положение о том, что средний уровень мультипликаторов в разные годы может существенно отличаться. Там Фуллер сказал, что в начале 1980-х — начале длинного рынка быков — средний P/E составлял всего 7–8, а дивидендная доходность достигала 6,5%, и мы этого уровня еще достигнем.

А теперь о том, насколько завышенным может быть уровень рынка в конкретный момент по сравнению со средним. Как вы, наверное, помните, мощнейший кризис на фондовом рынке США разразился весной 2000 г., когда резко обвалились акции интернет-компаний, а каскад интернет-ИРО прекратился. Сколько же стоили акции до этого? Об интернет-акциях мы говорить не

будем, понятно, что их мультипликаторы были однозными. Посмотрим, где был уровень рынка в целом. Один из самых успешных ценностных инвесторов Джон Нефф в своих воспоминаниях говорит: «В мае 1999 г. средний Р/Е индекса S&P 500 составлял приблизительно 28, но разброс Р/Е конкретных компаний был очень большим. Так, акции Microsoft переходили из рук в руки по цене, равной 79 годовых прибылей, Р/Е компании Caterpillar, производителя сельхозтехники, равнялся 12, а моих любимых акций — компании Beazer Homes — не превышал 6»¹. Выдающийся стоимостной инвестор Питер Линч отмечает, что в 1999 г. дивидендная доходность компаний, входящих в список S&P 500, опустилась до 1%². Получается, что рынок в среднем был переоценен раза в два, если судить по Р/Е, или даже в четыре раза, если судить по дивидендной доходности. Упал он, как мы помним, в 2000–2003 гг. примерно в два раза. Кстати, для сравнения: в 1929 г., перед самым крахом и началом Великой депрессии, Р/Е равнялся «всего» 20! Дэвид Дремман, еще один известный стоимостной инвестор, систематически «бьющий» рынок, отмечает, что пики бывают и выше. Так, в 1986 г. Р/Е индекса Nikkei 225 составляло 86 годовых прибылей, ожидаемых в 1987 г.³

Покупка акций по разумным ценам является необходимым (но недостаточным) условием успешного инвестирования, поэтому многие выдающие инвесторы выработали для себя правила, по каким мультипликаторам акции покупать можно, а по каким — нет.

Так, например, Бенджамин Грэхем, автор знаменитых книг *Security Analysis* («Анализ ценных бумаг») и *Intelligent Investor* («Разумный инвестор»), говорил о том, что акции консервативного портфеля должны удовлетворять требованию умеренной цены. Умеренной он считал цену в том случае, если Р/Е компании, рассчитанный исходя из ее средней прибыли за последние три года, не превышал 15, а Р/BV — 1,5 (либо как альтернатива про-

¹ Neff J. John Neff on Investing. — N.Y.: John Wiley & Sons, 1999, p. 62.

² Linch P. One Up on Wall Street. — N.Y.: Simon & Schuster, 2000, p. 19. В переводе на русский язык: Линч П. Метод Питера Линча: стратегия и тактика индивидуального инвестора. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2008.

³ Dreman D. Contrarian Investment Strategies in the Next Generation. — N.Y.: Simon & Schuster, 1998, p. 240.

изведение P/E на P/BV не превышало 22,5)¹. Как видите, Грэхэм не различает быстро и медленно растущие акции и предлагает инвестировать только в надежные акции, которые, как правило, растут не очень быстро. Его требование к росту прибыли — на треть за 10 лет (не надо забывать, что это писалось в годы, когда инфляции по сути не было, т.е. речь шла о росте в реальном выражении). Таким образом, можно сказать, что используемые им мультипликаторы он считает корректными для медленно растущих бизнесов.

Линч и Нефф предлагают рассчитывать нормативный мультипликатор P/E в зависимости от ожидаемого роста. Линч использует такое правило: показатель P/E акции, которую можно покупать, не должен превышать ожидаемых темпов ее роста. Иными словами, если ожидаемый рост 10%, то за нее можно платить не более 10 годовых прибылей, если прибыль будет увеличиваться на 15% в год — то 15 годовых прибылей, на 20% — значит акцию можно приобрести и по P/E , равному 20. Эта цитата из Линча стоит того, чтобы привести ее полностью: «...если P/E меньше, чем темпы роста, то, возможно, вы нашли выгодный вариант. Например, компания, которая растет темпом 12% в год и имеет $P/E = 6$, — это очень привлекательное вложение. С другой стороны, компания с темпом роста 6%, котирующаяся по $P/E = 12$, — вложение непривлекательное, цена такой акции может упасть.

В общем, если значение P/E равно половине темпов роста, то это очень обнадеживает, а если в два раза превышает темп роста — то это очень плохой признак.

[...]

Чуть более сложная формула позволяет не только сравнивать темпы роста и P/E , но и позволяет принимать во внимание дивиденды. Найдите долгосрочные темпы роста прибыли (допустим, у компании X они составляют 12%) и добавьте дивидендную доходность (пусть у компании X это 3%). Сложите их и разделите это число на показатель P/E (у компании X он, скажем, 10). Получаем: 12 плюс 3 делим на 10 — это 1,5. Если получившиеся число меньше единицы, то это плохо, 1,5 — нормально, но на

¹ Graham B. The Intelligent Investor. — N.Y.: Harper Collins Publishers, 2003, р. 348–349. В переводе на русский язык: Грэхем Б. Разумный инвестор. — М.: Вильямс, 2007.

самом деле лучше искать акции, у которых этот показатель равен двум или больше. У компании с 15%-ным ростом, дивидендной доходностью 3%, торгующейся по $P/E = 6$, этот показатель равен аж 3 — роскошный вариант¹.

Нефф применяет такие же подходы к анализу переоцененности и недооцененности акций. Кстати, Нефф убеждает, что найти акции, у которых показатель «сумма темпов роста и дивидендной доходности, деленная на P/E », или $(DIV/P+g)/(P/E)$, равен 3, реально. Так, в 1984 г. резко обесценились акции грузоперевозчиков. Его внимание привлекла компания Yellow Freight, темпы роста которой составляли 12%, дивидендная доходность — 3,5%, а P/E было равно 6.

Будучи управляющим фондом Windsor, Нефф методически выискивал акции, показатель которых $(DIV/P+g)/(P/E)$ был бы равен двум. Его нижняя граница толерантности — 0,7. Но к концу 1990-х эту стратегию стало трудно реализовывать. В начале 1999 г. долгосрочный рост прибыли компаний из списка S&P 500 составлял 8%, а дивидендная доходность — 1,1%, что дает совокупную доходность в 9,1%. В то же время P/E индекса приближался к 27, т.е. наш показатель составлял всего 0,33. Это опять же свидетельствует о переоцененности рынка в целом².

Помочь понять, о чем говорит Нефф поможет следующая табличка:

		$(DIV + g) / (P/E)$		
		0,7	2	3
g	5	7,1	2,5	1,7
	7	10,0	3,5	2,3
	10	14,3	5,0	3,3
	15	21,4	7,5	5,0

В этой табличке в предположении о том, что $DIV = 0$, т.е. инвестор получает всю доходность за счет курсовой стоимости, рассчитаны показатели P/E , по которым нужно купить акции, чтобы удовлетворить определенному соотношению $(DIV+g)/(P/E)$. При этом в колонках идут соответствующие соотношения (от 0,7 до 3), в строках — темп роста компании (от 5 до 15%),

¹ Linch P. One Up on Wall Street. P. 199.

² Neff J. John Neff on Investing. P. 74.

а на их пересечениях соответствующий P/E . Возьмем нижнюю границу толерантности Неффа ($((DIV+g)/(P/E) = 0,7)$). Чтобы удовлетворить этому требованию, нужно купить компанию, растущую темпом 5% в год, не дороже, чем за 7 годовых прибылей, а 15% в год – не дороже, чем по $P/E = 21,4$ и т.д. В идеале ($((DIV+g)/(P/E) = 3)$) нужно попытаться купить компанию, растущую темпом 15%, за пять годовых прибылей. На мой взгляд, это возможно только в исключительной ситуации, если учесть, что нам при этом нужны компании с крепким финансовым положением.

Еще я слышала такое эвристическое правило: «Если вы купите акции по $P/E = 20$, то, скорее всего, заработаете 10%, по $P/E = 15$ – 15%, по $P/E = 10$ – 20%». К сожалению, не помню, кто это сказал и дать ссылку не могу, но уверена, что кто-то из тех, чей подход я разделяю. Конечно, не стоит воспринимать это правило слишком серьезно — исключения, разумеется, бывают.

Надеюсь, что тем моим читателям, которые сами инвестируют в акции, эти простые, не претендующие на научную точность, приемы помогут быть более осмотрительными.

13

ЗАМЕЧАНИЯ О ПРИМЕНЕНИИ ОЦЕНКИ ПО МУЛЬТИПЛИКАТОРАМ В УСЛОВИЯХ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА

В последнее время меня стали спрашивать, как адаптировать описываемые в книге методы к условиям финансового кризиса. В частности, выдвигаются предположения, что к оценке, полученной стандартными методами, нужно теперь применять скидку. Мой ответ такой: при оценке во время кризиса методологический подход *в общем и целом* не меняется. Этому есть два возможных объяснения.

Первое. Правильная методология оценки должна работать в условиях любого рынка. Вспомните рассуждения в период интернет-бума о том, что старые подходы к оценке умерли. Обосновывалось это тем, что в эпоху Интернета возможен рост без капитальных вложений, т.е. поддержание роста не связано с затратами. Получается, что интернет-компания может одновременно и расти, и всю прибыль пускать на выплату дивидендов — как у нас в России говорят, «и на елку забраться, и штаны не порвать». Однако оказалось, что это не так. То же самое можно сказать и об оценке во время кризиса. Кризис не столько меняет *методологию* оценки, сколько *саму оценку* активов при применении данной методологии. И с этим связан мой второй аргумент. Оценка по мультипликаторам, как я повторила уже много раз в этой книге, — это оценка относительная, она меряет стоимость конкретного актива по отношению к группе аналогов. Поскольку

оценка аналогов во время кризиса падает, то падает и оценка оцениваемого актива — автоматически, без всякой дополнительной скидки.

Однако о некой небольшой адаптации методологии к конкретной ситуации все же стоит задуматься. Корректировка метода, которую я бы всерьез рассматривала в отдельных случаях, — это применение премии за крупный или контрольный пакет. Как мы говорили, в нормальных рыночных условиях крупный пакет контролируемой компании, как правило, можно продать с премией к рыночной цене 1 акции. В условиях кризиса ситуация меняется. Крупный пакет продать тяжело. Речь может идти о скидке, а не о премии.

Возьмите, например, сделку Уоррена Баффетта и инвестиционного банка Goldman Sachs в октябре 2008 г. За то, что Баффетт купил привилегированные акции банка на сумму 5 млрд, он получил право, начинающее действовать немедленно, купить большой пакет обыкновенных акций по цене 113 долл. за штуку, тогда как на момент объявления о сделке рыночная цена составляла 125 долл. (такой финансовый продукт называется варрантом — «калька» английского термина warrant). Мало того, что это 10%-ная скидка с рыночной цены, это еще и *право, но не обязательство* инвестора, т.е. даже по этой цене он может отказаться купить. Такие времена...

Второй вопрос, о котором стоит задуматься — являются ли наблюдаемые нами цены сделок рыночной ценой? По моему мнению, те низкие оценки стоимости акций, которые мы получаем во время кризиса, — это «почти» рыночная цена. Рыночная цена — это оценочная сумма, за которую на момент оценки актив может перейти от продавца к покупателю, если оба действуют добровольно, без принуждения, не имеют никаких других интересов по отношению к данной сделке (соблюдается принцип «вытянутой руки»), обладают полноценной информацией по отношению к продаваемому активу, и при этом актив достаточное время маркировался на рынке. (Определение рыночной цены можно найти, в частности, в Международных стандартах оценки.) Совершенная во время кризиса типичная сделка по покупке пакета акций какой-либо компании инвестором, наверное, отвечает этим требованиям, за исключением, может быть, одного — достаточного времени экспозиции актива на рынке. Многие сделки совершаются в условиях цейтнота со стороны продавца: помедли он немного, и его ждет банкрот-

ство вместо инвестиций. Термин «принуждение» в стандартах оценки не расшифровывается. Для продавца сделка зачастую является вынужденной, но не в том смысле, что кто-то с ножом к горлу *принуждает* к сделке, а в смысле угрозы потенциального банкротства. В мирные времена он эти активы не стал бы продавать, и уж тем более по такой цене.

Есть исследования, эмпирически подтверждающие то, что активы, продаваемые быстро и вынужденно, продаются со скидкой к той цене, которую можно было бы получить, если бы актив стоял на продажу разумное время. Эта скидка для коммерческой недвижимости в Нью-Йорке составляет, например, 15%.

Еще более интересный вопрос — насколько во время кризиса рыночная оценка соответствует справедливой (fair value) или «внутренней» (intrinsic) стоимости актива, т.е. способности зарабатывать прибыль. Примем для упрощения, что мы говорим о полноценной рыночной цене актива — у продавца было достаточно времени для продажи, и все потенциальные покупатели были охвачены. Такое и в кризис не исключено. Скорее всего, мы получим низкую цену. Дело в том, что наилучшими покупателями для какого-либо производственного актива являются «стратеги», т.е. покупатели из той же отрасли. Как правило, во время кризиса, особенно если речь идет об отраслевом кризисе, все они находятся в стесненных финансовых условиях — может быть, не в таких, как те, кто распродает активы, но и не в таких «шоколадных», чтобы в этой распродаже поучаствовать. Когда многие хотят продать, некому обычно купить. Такое состояние дел на рынке, безусловно, влияет на цену. Один из исследователей продемонстрировал этот эффект на примере рынка подержанных самолетов. Он показал цикличность этого рынка: когда в отрасли спад, подержанные самолеты дешевле, а когда подъем — дороже. Справедливая цена, т.е. цена, рассчитанная по дисконтированным денежным потокам на долгосрочном горизонте, наверное, где-то посередине. Цена во время кризиса ограничена платежеспособностью авиакомпаний, а в период бума ползет вверх из-за того, что предложение самолетов быстро увеличить невозможно и за ними выстраиваются очереди.

Еще одно важное замечание относительно оценки по мультипликаторам во время кризиса состоит в том, что нельзя забывать об учете временного фактора, что многие в более спокойных рыночных условиях не делают, т.е. сопоставляют цены *прошлых*

сделок с *сегодняшней* ценой активов. Кризис показал, что делать этого нельзя, о чем я и писала еще в издании 2005 г.

Эти рассуждения еще раз подтверждают, что оценку по мультипликаторам нужно применять не механически, а творчески, и полномасштабной мыслительной работы не избежать. Что же, тем интереснее работа оценщика и аналитика.

14

ВМЕСТО ЗАКЛЮЧЕНИЯ

Итак, мы с вами добрались до конца книги. Надеюсь, что после ее прочтения работать с мультипликаторами вам станет легче. Теоретических знаний должно было прибавиться. Их лучше всего подкреплять практическим опытом. Собирайте собственную статистику по мультипликаторам. Необходимые для этого данные можно получить, во-первых, анализируя информацию по известным вам сделкам, во-вторых, используя ваши собственные расчеты. Например когда вы делаете оценку по денежным потокам и расчет мультипликаторов в прямую задачу не входит, определите основные мультипликаторы справочно, вам это пригодится.

Мои клиенты часто спрашивают, по какой цене они могут купить или продать тот или иной бизнес. Как правило, я отвечаю им именно в терминах мультипликаторов. Если бы ко мне, например, обратились по поводу разумной цены продажи или покупки стабильной компании из пищевой отрасли, занимающейся, допустим, производством печенья, мой ответ мог бы быть примерно таким:

«Большинство инвестиционных фондов пытается войти в хороший бизнес (купить долю в компании) в пищевой отрасли по $4 \times \text{EBITDA}$, но по этой цене почти никто ничего не продает. Другими словами, такие сделки «срастаются» редко, обычно это происходит, когда продавец крайне нуждается в деньгах на развитие компании или в управленческой компетенции специалистов фонда. По $5 \times \text{EBITDA}$ купить уже несколько легче, и такие сделки не редкость. В то же время, когда портфельный инвестор продает свою долю «стратегу», то он может начать торговаться и с уровня $10 \times \text{EBITDA}$, но по этой цене никто не покупает — слишком дорого. Мне известны случаи сделок по $8 \times \text{EBITDA}$, и я считаю их крайне удачными для продавца. Таким образом, наиболее реалистичный диапазон все же около $6-7 \times \text{EBITDA}$...»

В заключение читателя ждет интересный контрольный вопрос, на который нужно ответить, обобщив все, о чем говорится в нашей книге. Этот контрольный вопрос достаточно нетривиальный и был предметом дискуссии даже в профессиональных кругах.



Контрольный вопрос 19

Одним из мотивов для поглощений считается рост прибыли. Допустим, есть две компании — А и Б. Компания А — с хорошими перспективами, высокими ожидаемыми темпами роста, очень высоким мультипликатором Р/Е, который равен 20. Компания Б имеет не столь радужные перспективы, а ее Р/Е в два раза ниже и равен 10. Компания А собирается поглотить компанию Б. Компания А выкупит 100% акций компании Б и заплатит за них собственными акциями новой эмиссии по коэффициенту 1:2 (т.е. одна акция компании А за 2 акции компании Б). Финансовый аналитик мистер Х представил расчет финансовой позиции компании А после поглощения. Согласны ли вы с его расчетом? Из какого предположения он исходил? Каким был бы ваш расчет? Финансовые данные обеих компаний, а также объединенной компании представлены в табл. 27.

Таблица 27. Финансовые позиции компаний А и Б
(расчеты аналитика Х)

	Компания А перед слиянием	Компания Б перед слиянием	Компания А после поглощения компания Б
Прибыль на 1 акцию (Е), долл.	1	1	1,33
Цена одной акции (Р), долл.	20	10	27
Р/Е	20	10	20
Общее количество акций, шт.	100	100	150
Прибыль всего, долл.	100	100	200
Рыночная капитализация, долл.	2 000	1 000	4 000

Только не воспринимайте, пожалуйста, пример, приведенный выше, как истину в последней инстанции, как индикатор той цены, по которой вы должны совершить свою сделку. Во-первых, все зависит от ситуации в конкретной компании, а во-вторых, как мы с вами уже говорили, мультипликаторы меняются во времени,

и к тому дню, когда вы будете читать эту книгу, разумные диапазоны могут оказаться совсем другими. Если вы начнете практическую работу с мультипликаторами, то научитесь, как и я, думать в категориях этих показателей. Я сочла бы очень хорошим достижением, если бы моя книга помогла читателям развить в себе способность думать о цене практически любого бизнеса или акций как о формуле с применением мультипликаторов.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Примерные варианты контрольных работ по теме «мультипликаторы»

Вопросы 1–6: обведите правильный ответ.

Вопросы 7–8: напишите 1–2 абзаца на заданную тему.

Вариант 1

1. Определите характер зависимости показателя P/E от нормы дисконта, требуемой инвесторами (r).

- 1) Чем выше r , тем выше P/E .
- 2) Чем выше r , тем ниже P/E .
- 3) Обратно пропорциональная.
- 4) Зависимости нет.

2. От какого из параметров показатель P/E не зависит напрямую?

- 1) Темп роста прибыли.
- 2) Структура себестоимости.
- 3) Доля реинвестируемой прибыли.
- 4) Доходность акционерного капитала.

3. Компанию какой из нижеперечисленных отраслей хуже всего оценивать по показателю « EV /объемы производства в натуральном выражении» (выберите один, лучший, на ваш взгляд, ответ)?

- 1) Добыча нефти.
- 2) Свиноводство.
- 3) Производство часов.
- 4) Производство валенок.

4. Расчет мультипликатора по среднему значению для двух аналогов подразумевает:

- 1) одинаковые веса мультипликаторов каждого из аналогов;
- 2) более высокий вес более высокого мультипликатора;
- 3) более низкий вес более высокого мультипликатора;
- 4) отсутствие проблемы взвешивания значений мультипликаторов как таковой.

5. Оценивая контрольный пакет закрытой компании по котировкам публичной компании, вы примените:

- 1) скидку за неликвидность;
- 2) премию за контрольный пакет;
- 3) скидку за неликвидность и премию за контрольный пакет одновременно;
- 4) не будете применять никаких скидок и премий.

6. Значение показателя Р/Е компании с темпом роста прибыли, равным 6% в год, требуемой доходностью инвесторов в акционерный капитал, равной 8%, и доходностью акционерного капитала 10% в год (все показатели являются стабильными во времени) в предположении о рациональности финансовых рынков будет равно:

- 1) 10;
- 2) 20;
- 3) 8;
- 4) не хватает данных для расчета.

7. Опишите плюсы и минусы использования показателя EV/мощность для оценки компаний? В каких отраслях (ситуациях) он наиболее применим?

8. Чем может объясняться отклонение мультипликатора Р/Е конкретной компании от среднеотраслевых значений? Дайте два типа объяснений — одно, базирующееся на предположении о рациональности финансовых рынков, и второе, базирующееся на обратном предположении.

Вариант 2

1. Какой из показателей заведомо сконструирован неверно?
 - 1) P/S .
 - 2) EV/S .
 - 3) P/E .
 - 4) $P/EBIT$.

2. Существуют разные методики расчета чистого долга. Какой из нижеприведенных показателей точно не может участвовать в данных расчетах ни по одной из используемых методик?
 - 1) Денежные средства на балансе.
 - 2) Денежные средства, необходимые для поддержания текущей ликвидности.
 - 3) Кредиторская задолженность.
 - 4) Часть долгосрочного долга, выплачиваемая в текущем году.

3. Какую из отраслей хуже всего оценивать по балансовой стоимости чистых активов (выберите один ответ)?
 - 1) Мобильного оператора.
 - 2) Компанию — производителя рекламных роликов.
 - 3) Авиакомпанию.
 - 4) Крупного дистрибьютора.

4. Что может означать Q Тобина ниже единицы?
 - 1) Бизнес неэффективно управляется.
 - 2) Процентные ставки находятся на пике.
 - 3) Такие активы выгоднее купить по рыночной цене, чем построить с нуля.
 - 4) Все вышеперечисленное.

5. Допустим, оцениваемая компаний является молодой и быстро растущей, а аналогом — более зрелая и медленно растущая компания. В этом случае применение для оценки мультипликатора вида P_t/E_{t+n} , где t — настоящее время:
 - 1) больше исказит стоимость (по сравнению с расчетом по денежным потокам), чем применение показателя вида P_t/E_t ;
 - 2) даст более высокий результат, чем применение показателя вида P_t/E_t ;

- 3) даст более низкий результат, чем применение показателя вида P_t/E_t ;
 - 4) даст такой же результат, как и применение показателя вида P_t/E_t ?
6. Значение показателя P/BV с темпом роста прибыли, равным 6% в год, требуемой доходностью инвесторов в акционерный капитал, равной 8%, и доходностью акционерного капитала 10% в год (все показатели являются стабильными во времени) в предположении о рациональности финансовых рынков будет равно:
- 1) 2;
 - 2) 1,5;
 - 3) 3;
 - 4) не хватает данных для расчета.
7. Опишите плюсы и минусы использования показателя $EV/\text{мощность}$ для оценки компаний? В каких отраслях (ситуациях) он наиболее применим?
8. Как можно проинтерпретировать существенное превышение оценки по мультипликаторам (в предположении о том, что они наилучшим образом подобраны и корректно рассчитаны) над оценкой по дисконтированным денежным потокам?

ОТВЕТЫ НА КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

Контрольный вопрос 1

Ответ приводится в тексте.

Контрольный вопрос 2

Ответ приводится в тексте.

Контрольный вопрос 3

- А. Оценка по мультипликатору завышена.
 - Б. Оценка по мультипликатору занижена.
 - В. Оценка по мультипликатору завышена.
 - Г. Оценка по мультипликатору завышена.
- См. также объяснения в тексте.

Контрольный вопрос 4

Ответ приводится в тексте.

Контрольный вопрос 5

Скидки и премии можно суммировать. Цена котируемой акции плюс премия за контрольный пакет минус дисконт за низкую ликвидность дают цену некотируемой акции в составе контрольного пакета.

Контрольный вопрос 6

- А. OpFCF (operating free cash flow) — это операционный чистый денежный поток, т.е. денежный поток компании от текущих операций, который остается после выплаты процентов, поэтому корректным показателем будет $P/OpFCF$.
- Б. Ответ приводится в тексте.

Контрольный вопрос 7

Второй подход считается более точным по сравнению с первым, так как позволяет учитывать в оценке рост компании. Если в течение того периода, за который выводилось среднее значение прибыли, компания росла, то среднее значение прибыли будет занижено, и наоборот. Между тем умножение средней доходности акционерного капитала на текущее значение чистых активов даст более точную оценку нормализованной «текущей» прибыли.

Контрольный вопрос 8

- А. Ограничения формул, расшифровывающих значения мультипликаторов P/E и P/BV , связаны с тем, что в ходе преобразований принимается, что доходность акционерного капитала (ROE) постоянна на протяжении всей жизни компании. Если она непостоянна, то уравнение не верно чисто математически.
- Б. Нет, не следует даже математически. Доходность акционерного капитала (ROE) у группы аналогов и у оцениваемого бизнеса может быть разной.

Контрольный вопрос 9

- А. Это вопрос из разряда «покупать или строить?» (buy vs. build или acquisition vs. greenfield). Ответ здесь не очевиден. Единственное, о чем говорит мультипликатор Q , который равен 0,75 ($0,5 \times 1,5$), — то, что покупать данные активы выгоднее, чем строить. Иными словами, если строить подобные новые мощности выгодно, то покупать их еще выгоднее. Однако ниоткуда не следует, что в период высоких процентных ставок выгодно строительство. А если оно невыгодно, то ответ неоднозначен. Существует масса примеров, когда компании

котируются по ценам, которые ниже цены замещения их чистых активов. Типичным примером могут быть нефтеперерабатывающие заводы в Западной Европе. В силу избытка мощности по региону в целом независимые НПЗ¹ котируются существенно ниже своих цен замещения.

Контрольный вопрос 10

В первом случае останется неизменной, во втором случае — упадет. Расчет простейший.

Контрольный вопрос 11

Ответ приводится в тексте.

Контрольный вопрос 12

Более низкий показатель $(P/E)/g$ имеют, при прочих равных, компании с более высокими темпами роста, более рискованные, с меньшей доходностью акционерного капитала и с более высокой долей реинвестируемой прибыли.

Контрольный вопрос 13

Ответ приводится в тексте.

Контрольный вопрос 14

Основная проблема здесь, по моему мнению, состоит в подборе коэффициента к EBITDA. Дело в том, что он, как мы уже говорили, зависит и от требуемой доходности инвестора, и от темпов роста в будущем, т.е. в будущем по отношению к дате, отстоящей от настоящего момента на 5 лет. В условиях России, к сожалению, трудно прогнозировать и то и другое.

Контрольный вопрос 15

- а) ниже;
- б) выше;
- в) ниже.

¹ У НПЗ в составе вертикально интегрированных компаний котировок нет.

Контрольный вопрос 16

Нужно посчитать корреляцию движения цен российских энергетических компаний с динамикой российского фондового рынка и с индексом мировых энергетических компаний и посмотреть, в каком случае она выше. Интуитивно, без проведения расчетов, мы бы выбрали российский индекс. Российская энергетика не интегрирована в мировую, динамика российского рынка в целом, на наш взгляд, должна оказывать большее влияние на изменение цен акций энергетических компаний, чем факторы, влияющие на иностранные компании.

Контрольный вопрос 17

Ответ приводится в тексте.

Контрольный вопрос 18

Ответ приводится в тексте.

Контрольный вопрос 19

Согласно расчетам финансового аналитика, цена одной акции компании А после поглощения компании Б возросла, т.е. прирост взялся как бы «ниоткуда». На самом деле аналитик в своих расчетах исходил из того предположения, что рынок применит мультипликатор Р/Е поглощаемой компании к мультипликатору Р/Е объеди-

Таблица 28. Финансовые показатели компаний А и Б
(корректный расчет)

	Компания А перед слиянием	Компания Б перед слиянием	Компания А после поглощения компания Б
Прибыль на 1 акцию (Е), долл.	1	1	1,33
Цена одной акции (Р), долл.	20	10	20
Р/Е	20	10	15
Общее количество акций, шт.	100	100	200
Прибыль всего, долл.	100	100	200
Рыночная капитализация, долл.	2 000	1 000	3 000

ненной компании, т.е. рынок нерационален. Такой эффект возможен лишь в краткосрочной перспективе. В долгосрочной перспективе рынок должен разобраться в том, что в связи с поглощением медленно растущей компании темпы роста компании А должны замедлиться и ее мультипликатор Р/Е должен упасть. Здесь будет корректным предположить, что суммарная капитализация после поглощения не изменится, а уже после этого рассчитывать новый Р/Е. Тогда и выигрыша, взявшегося «ниоткуда», не будет. Новый Р/Е стал равен 15 (табл. 28).

**СПИСОК
ИСПОЛЬЗУЕМЫХ АББРЕВИАТУР**

Английская аббревиатура	Английский термин	Русский термин
1 – b	Payout ratio	Доля чистой прибыли, выплачиваемой в виде дивидендов
b	Retention ratio	Доля реинвестированной (нераспределенной) прибыли
BV	Book value	Балансовая стоимость
BVA	Book value of assets	Балансовая стоимость активов
BVD	Book value of debt	Балансовая стоимость долга
BE	Book value of equity	Балансовая стоимость акционерного капитала
CE	Cash earnings	Денежная прибыль
CAGR	Compounded average growth rate	Темпы роста с учетом сложных процентов
CAPM	Capital asset pricing model	Модель оценки финансовых активов
CF	Cash flow	Денежный поток
D	Debt	Долг
DIV	Dividends	Дивиденды
E	Earnings	Чистая прибыль
E	Equity	Акционерный капитал
EBIAT	Earnings before interest and after tax	Прибыль до выплаты процентов и после уплаты налогов
EBIT	Earnings before interest and tax	Прибыль до уплаты процентов и налогов

Окончание табл.

Английская аббревиатура	Английский термин	Русский термин
EBITDA	Earnings before interest, tax and depreciation	Прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации
EPS	Earnings per share	Чистая прибыль на 1 акцию
EV	Enterprise value	Стоимость компании = Стои- мость бизнеса
FA	Fixed assets	Основные средства
FCF	Free cash flow	Чистый денежный поток
FCFE	Free cash flow to equity	Чистый денежный поток акцио- неров
FCFF	Free cash flow to the firm	Чистый денежный поток компании
FOCF	Free operating cash flow	Чистый денежный поток от операционной деятельности
G (или g)	Growth rate	Темпы роста
MC	Market capitalization	Рыночная капитализация
NI	Net income	Чистая прибыль
NOPLAT	Net operating profit after tax	Чистая операционная прибыль за вычетом скорректированных налогов
OP	Operating income	Операционная прибыль
P	Price	Цена (акции)
PP&E	Property, plant and equipment	Земля, здания и сооружения и оборудование
Q (или q)	P/net assets replacement cost	Цена акции/стоимость заме- щения чистых активов на одну акцию
r	Discount rate	Норма дисконта
ROE	Return on equity	Доходность акционерного ка- питала
ROIC	Return on invested capital	Доходность инвестированного капитала
S	Sales	Продажи (выручка)
UFCF	Unlevered free cash flow	Чистый денежный поток без учета кредитов
WACC	Weighted average cost of capital	Средневзвешенная стоимость капитала

Чиркова Елена Владимировна

**КАК ОЦЕНИТЬ
БИЗНЕС ПО АНАЛОГИИ**

**Пособие
по использованию сравнительных
рыночных коэффициентов**

Руководитель проекта *А. Деркач*
Технический редактор *Н. Лисицына*
Корректор *Е. Чудинова*
Компьютерная верстка *А. Фоминов*
Художник обложки *С. Прокофьева*

Подписано в печать 05.12.2008. Формат 60 × 90 ¹/₁₆.

Бумага офсетная № 1. Печать офсетная.

Объем 14,5 печ. л. Тираж 1500 экз. Заказ №

Альпина Бизнес Букс
123060 Москва, а/я 28
Тел. (495) 980-53-54
www.alpina.ru
e-mail: info@alpina.ru