ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ УПРАВЛЕНИЯ



А.Н. Лопатников

Оценка и управление активами компании

Глоссарий

ДЛЯ СЛУШАТЕЛЕЙ ИНСТИТУТА ДЕЛОВОГО АДМИНИСТРИРОВАНИЯ И БИЗНЕСА

MOCKBA 2021





Оценка + Корпфин 101



СОДЕРЖАНИЕ

- Зачем нужны оценка и корпоративные финансы
- Оценка и Корпфин два в одном
- Как мы оцениваем
- Предметная область и использование оценки бизнеса
- Активы и капитал бизнеса
- Бизнес и его стоимость (IVS2020)
- Отраслевая структура активов и капитала
- Нематериальные активы
- Финансовые инструменты
- Особенности компаний финансовой отрасли
- «Жизненный цикл» компаний и отраслей
- Доходность инвестирования
- Структура дохода во времени
- Что может увеличить стоимость капитала акционеров?
- Как менеджмент может распорядиться деньгами
- Цена Затраты Стоимость
- Рыночная стоимость
- Уровни стоимости
- Единица измерения стоимости
- Источники капитала для компаний
- Инвестиционные предпочтения
- Диверсификация и портфели активов
- Разные взгляды на риски, разные требования к оценке
- Рациональные инвесторы
- Реальные инвесторы
- Инвестиционные решения на практике-«запас прочности»
- Парадоксы рынка

- Экономические метрики стоимости
- Метрики и критерии выбора инвестиционных проектов
- Доходы, имеющие ценность
- Пример расчет стоимости облигации
- Стоимость функция доходности и риска
- Риск в финансах и доходность разных классов активов
- Ожидаемая доходность
- Стоимость капитала
- Средневзвешенная стоимость капитала
- Ожидаемая доходность разных источников капитала
- WACC и WARRA
- CAPM
- Доходность безрискового актива
- Стоимость капитала и инфляция
- Цикличность рынков, волатильность и ожидаемая доходность
- Стоимость капитала для непубличных компаний
- Мультипликаторы стоимости
- Надежность и значимость финансовых метрик
- Сложности интерпретации мультипликаторов
- Затраты на замещение в оценке бизнеса
- Оценка, измерение и их надежность
- Что почитать по теме

Некоторые термины



Аббревиатура	Значение по-английски	Значение по-русски
P	Price	Рыночная цена обыкновенной акции
MV	Market Value	Рыночная стоимость
BV	Book Value	Балансовая стоимость
MCAP	Market Capitalization	Рыночная капитализация
EV	Enterprise Value	Стоимость бизнеса/предприятия
AUM	Assets Under Management	Активы под управлением
EBITDA	Earnings before I,T,D and A	Прибыль до учета амортизации, процентов и налогов
ROE	Return on Equity	Доходность на акционерный капитал
ROIC	Return on Invested Capital	Доходность на весь инвестированный капитал

ЗАЧЕМ НУЖНЫ ОЦЕНКА И КОРПФИН?

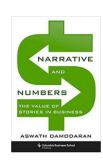


- «Два ключевых вопроса корпоративных финансов (корпфин):
 - вопрос финансирования, т.е. выбор оптимальных решений относительно структуры капитала;
 - Вопрос о дивидендах и принципах распределения остаточного дохода акционерам.».
- Еще один, третий вопрос, непрямую не рассматриваемый финансовый теорией как распределять ограниченные ресурсы между инвестиционными альтернативами».



Aswath Damodaran





«Каждое принятое в компании решение имеет финансовые последствия, а значит относится к корпоративным финансам.

В широком смысле все, что делают компании, относится к области корпоративных финансов»

«Ключевой вопрос корпоративных финансов — какой проект выбрать и как его финансировать.»

Аналитический инструментарий корпоративных финансов включает различные методы оценки стоимости, выбора инвестиций и распределения финансовых ресурсов.

ОЦЕНКА И КОРПФИН – ДВА В ОДНОМ



Инвестор (оценка)



- Оценка (независимая) взгляд на компанию или актив «снаружи»
- **Корпфин** совокупность принципов и методов создания стоимости взгляд «изнутри»



КАК МЫ ОЦЕНИВАЕМ

- Оценка любого параметра, объекта или актива вопрос сопоставления и выбора.
- В корпоративных финансах сопоставление может быть в виде прямого или косвенного сравнения с известным аналогичным объектом, расчета выгод от владения или затрат на замещение. Отсюда три, ставшие стандартными, подхода к оценке сравнительный, доходный и затратный.
- Инструментарий оценки включает принципы выбора аналогов, методы расчетов, источники исходных данных, и конечно способы проверки обоснованности сделанного вывода.
- Еще один важный фактор, который пока редко обсуждается в корпфине и оценке мы должны иметь представление о надежности наших выводов и размере неопределенности или погрешности нашего сопоставления.

ПРЕДМЕТНАЯ ОБЛАСТЬ И ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА



Что изучает и оценивает	Где используется
 Долевые финансовые инструменты акции, доли, паи Долговые инструменты Деривативные финансовые инструменты 	 Инвестиции (выбор, новые проекты, анализ эффективности) Сделки (М&А, займы, ІРО, реструктуризации) Регулирование и налогообложение Финансовая отчетность Планирование Споры

АКТИВЫ И КАПИТАЛ БИЗНЕСА



За счет чего компании зарабатывают выручку и получают прибыль

Кому компания должна заплатить за пользование капиталом

Оборотные активы (Нетто)

Основные средства

Нематериальные активы

Финансовые активы

Заемный капитал

Доля меньшинства

Капитал акционеров

БИЗНЕС И ЕГО СТОИМОСТЬ (IVS2020)



- Cmouмость инвестированного капитала (IC Invested Capital): Сумма средств вложенных в бизнес, во всех формах, часто стоимость всех активов минус текущие обязательства и денежные средства.
- Cmoumocmь операционного бизнеса (Operating Value/EV Enterprise Value): Стоимость всех операционных подразделений бизнеса, за вычетом стоимости неоперационных активов и неоперационных обязательств.
- Стоимость акционерного капитала: стоимость бизнеса для владельцев всех его акций.

Неоперационные активы

Денежные средства

Собственный капитал

Доля меньшиинства

Операционные необоротные активы

Заемный капитал

Бизнес (или действующее предприятие)

- •коммерческая, производственная, инвестиционная или сервисная компания, осуществляющая экономическую деятельность.
- совокупность всех существующих и идентифицируемых материальных (имущество, машины и оборудование, а также чистый оборотный капитал) и нематериальных активов действующего предприятия.

ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА АКТИВОВ И КАПИТАЛА

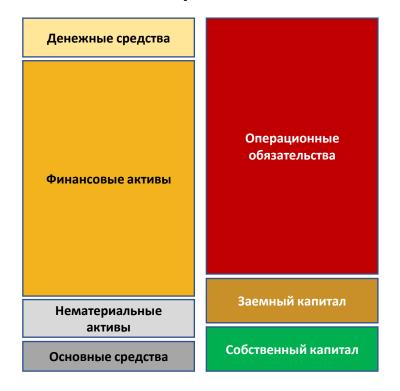


Подобно эволюции и естественному отбору, рынки, экономическое окружение и соотношения риска и доходности активов компании формируют структуру ее активов и инвестированного капитала

Производственная компания

Денежные средства Операционные обязательства Финансовые активы Нематериальные Собственный капитал активы Основные средства Заемный капитал

Финансовая компания/организация



НЕМАТЕРИАЛЬНЫЕ АКТИВЫ



Нематериальный актив - идентифицируемый немонетарный актив, не имеющий физической формы. [МСФО38]

(нематериальные активы)...Все что составляет действующий бизнес, кроме денежных средств и основных средств. Они основа бизнеса и часто главный источник его доходности. Их стоимость зависит о существующих или ожидаемых доходов. [Smith G.V., Parr R.L., Intellectual Property. Valuation, Exploitation, and Infringement Damages]

Нематериальные активы делятся на связанные с

- маркетингом и продажами
- клиентами
- искусством и творчеством
- контрактными отношениями
- технологиями

- Права (Договоры, франшизы ...)
- Отношения (Внутренние и внешние)
- Интеллектуальная собственность (Патенты, товарные знаки, торговые секреты и ноу-хау, программное обеспечение)
- «Неидентифицируемые» нематериальные активы (Гудвилл, стоимость действующего предприятия),

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ



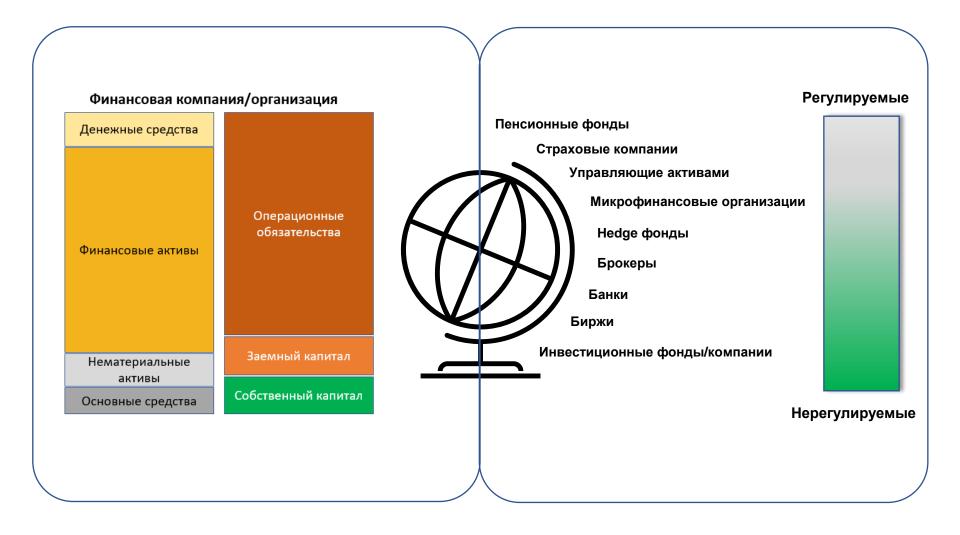
Финансовый инструмент — (МСФО 32) любой договор, в результате которого одновременно возникает финансовый актив у одной компании и финансовое обязательство или долевой инструмент - у другой.

Понятие базируется на двух других понятиях: финансовые активы и финансовые обязательства. Финансовый актив - это любой актив, представленный:

- денежными средствами;
- договорным правом требования денежных средств (или других финансовых активов) от другой компании;
- договорным правом на обмен финансовых инструментов с другой компанией на потенциально выгодных условиях;
- **долевым инструментом** другой компании (т.е. правом на долю активов другой компании, остающуюся после вычета всех ее обязательств).

ОСОБЕННОСТИ КОМПАНИЙ ФИНАНСОВОЙ ОТРАСЛИ

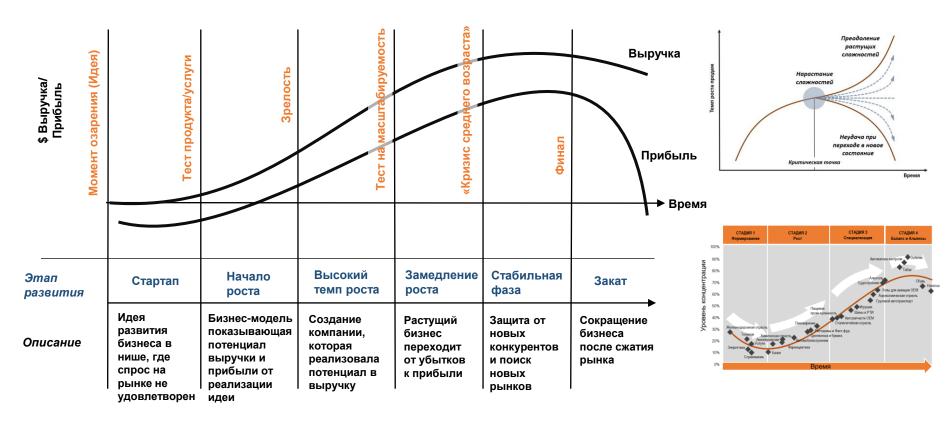




«ЖИЗНЕННЫЙ ЦИКЛ» КОМПАНИЙ И ОТРАСЛЕЙ



Жизненный цикл компаний



ДОХОДНОСТЬ ИНВЕСТИРОВАНИЯ



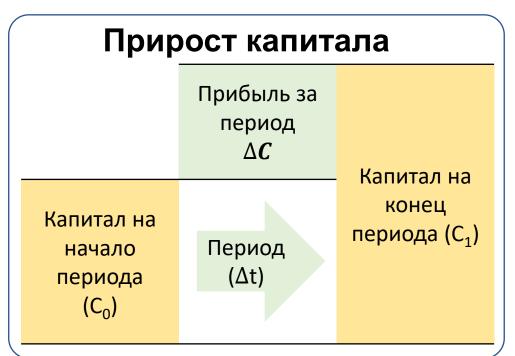
$$C_1 = C_0 \times (1+r)$$

$$C_t = C_0 \times e^{rt}$$

С_х – капитал

r – ставка доходности

$$r = \frac{(C_1 - C_0)}{C_0} = \frac{\Delta C}{C_0}$$



Компоненты доходности инвестора (%):





Рост активов компании



Изменение мультипликатора прибыли на рынке

Выплаченные дивиденды

ЧТО МОЖЕТ УВЕЛИЧИТЬ СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА АКЦИОНЕРОВ?





- Прирост стоимости активов
 - Прирост числа активов
 - Увеличение доходности актива
 - Изменение спроса-предложения
 - Снижение рисков актива
- Повышение эффективности использования активов
 - Отдельных активов
 - Портфеля активов
- Снижение стоимости обязательств
- Снижение стоимости капитала

КАК МЕНЕДЖМЕНТ МОЖЕТ РАСПОРЯДИТЬСЯ ДЕНЬГАМИ КОМПАНИИ



- Деньги, привлеченные компанией или заработанные в процессе операционной деятельность могут быть использованы одним из следующих способов.
 - Выплата дивидендов
 - Выкуп акций с рынка
 - Реализация новых проектов
 - M&A

Оставляет деньги акционеров под управлением менеджмента

- Выбор зависит от предпочтений акционеров, стратегии компании и ситуации на рынке.
- Агентская проблема (несоответствие интересов акционеров и топ-менеджмента) часто приводит к выбору неоптимального решения
- Появление класса «акционеров-активистов» и private equity (Carl Icahn Apple, eBay/PayPal, AIG, Bill Ackman Valeant)

ЦЕНА — ЗАТРАТЫ - СТОИМОСТЬ



Стоимость - <u>не является</u> фактом, это мнение

относительно:

- а) Наиболее вероятной цены в сделке с активом *или*
- b) Экономической выгоды от владения активом

Три связанных понятия, которые иногда используются взаимозаменяемо, но в общем случае имеют существенные различия

Цена – сумма запрашиваемая, предлагаемая или уплачиваемая за актив.

Вследствие финансовых обстоятельств, мотивации или особой заинтересованности конкретного покупателя или продавца цена, уплаченная в конкретной сделке, может отличаться от стоимости актива, для других покупателей и продавцов.

Затраты – сумма, необходимая для приобретения или создания актива.

После того как актив приобретен или создан, затраты становятся фактическими. Цена связана с затратами, поскольку цена, уплаченная за актив, становится затратами покупателя.

РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ



Рыночная стоимость (amount) цена расчетная обязательства, актива или которую типичной на (an arm's length сделке transaction) на дату оценки должны были бы согласиться ней заинтересованные покупатель и продавец после надлежащего маркетинга, условии, что каждая при действует сторона без осмотрительно принуждения.

под «рыночной стоимостью» объекта оценки понимается наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, то есть когда:

- одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;
- стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;
- объект оценки представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов оценки;
- цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было;
- платеж за объект оценки выражен в денежной форме

УРОВНИ СТОИМОСТИ





ЕДИНИЦА ИЗМЕРЕНИЯ СТОИМОСТИ





Деньги (СЕГОДНЯ!!!)





Какие именно?



ИСТОЧНИКИ КАПИТАЛА ДЛЯ КОМПАНИЙ

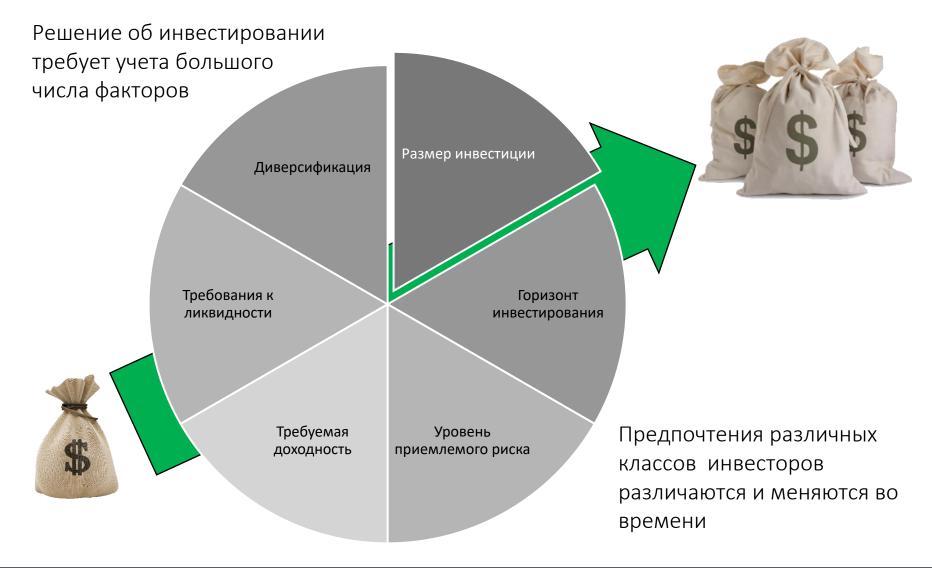


Рынок капитала глобальный, но доступность и стоимость капитала различаются для разных стран и разных отраслей.



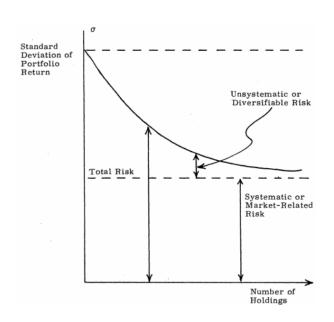
ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПРЕДПОЧТЕНИЯ





ДИВЕРСИФИКАЦИЯ И ПОРТФЕЛИ АКТИВОВ





AN INTRODUCTION TO RISK AND RETURN – CONCEPTS AND EVIDENCE by Franco Modigliani and Gerald A. Pogue 646-73 March 1973

Все современные теории стоимости капитальных активов – портфельные

- Количество акций в портфеле достаточные для диверсификации невелико – 20-30
- Владелец контроля в крупном предприятии не может так же легко диверсифицировать свой портфель
- Диверсификации в недвижимости достичь сложнее относительно высокой входной стоимости инвестирования

РАЗНЫЕ ВЗГЛЯДЫ НА РИСКИ, РАЗНЫЕ ТРЕБОВАНИЯ К ОЦЕНКЕ



Разные классы бизнес-партнеров компании (stakeholders) по разному смотрят на компанию в целом, ее активы и обязательства, их риски и форму участия в ее деятельности.

- Принимают высокие риски
- Рассчитывают на рост доходности и стоимости
- Требуют раскрытия данных и методов оценки



M&A

Пруденциальная стоимость

Финансирование

Регулирование / Листинг

- Избегают риска, ищут защиты от него
- Рассчитывают на достаточность доходности и сохранение стоимости
- Требуют «точности» вывода о стоимости

Акционер

Банк

РАЦИОНАЛЬНЫЕ ИНВЕСТОРЫ



- Рациональным, считается действие, основанное на последовательном применении определенной логики.
- Выбор (в теории) делается в зависимости от ответа на четыре базовых вопроса:

Альтернативы

• Какие действия возможны?

Ожидания

- Какие последствия могут быть у каждой из альтернатив?
- Насколько вероятно каждое из последствий, в случае выбора определенной альтернативы?

Предпочтения

• Насколько ценны (для принимающего решение) последствия каждой из альтернатив?

Правило принятия решения

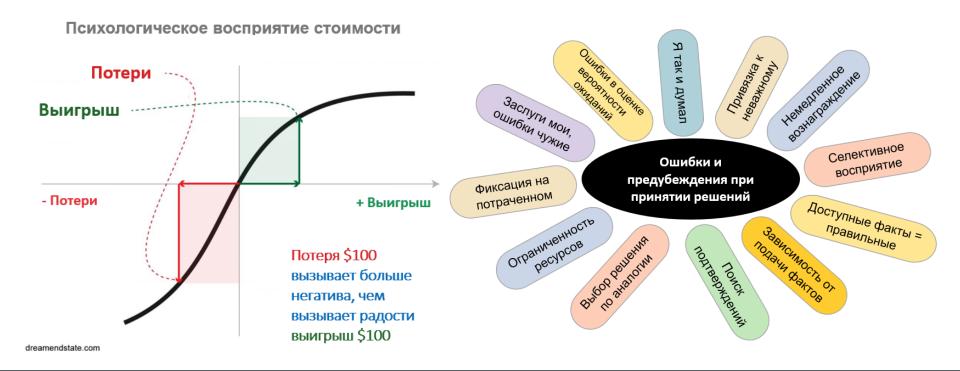
• Каким образом должен быть сделан выбор между альтернативами с учетом ценности каждого возможного последствия.

РЕАЛЬНЫЕ ИНВЕСТОРЫ



Финансовые теории, нормативные в своей основе, предписывают логику выбора на рынке рациональных, нейтральных к риску инвесторов.

Prospect theory (Amos Tversky и Daniel Kahneman), основанная на эмпирических данных, показывает, что индивидуумы склонны избегать потерь больше, чем они ценят прибыли.



ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕШЕНИЯ НА ПРАКТИКЕ - «ЗАПАС ПРОЧНОСТИ»



Поскольку реальные **инвесторы**, принимая решения, не обладают ни способностями, ни ресурсами для определения оптимальных решений, они ищут **не оптимальные, а приемлемые решения**.

- ✓ Нехватка времени
- ✓ Ограниченный опыт
- Организационные ограничения
- Большое число участников вовлеченных в принятие решения

- ✓ Высокие ставки
- ✓ Динамичная среда
- **✓** Неопределенность
- ✓ Неясные цели

«Что такое запас прочности? Это значит не пытайся проехать на грузовике весом 9.8 тонны по мосту, на котором написано «Вес не более 10 тонн». Поезжай дальше и найди мост, где написано «Вес не более 15 тонн»

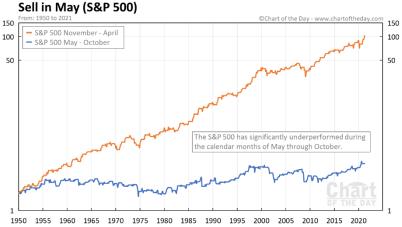
Warren Buffett, 1996 Berkshire Hathaway Annual Meeting

ПАРАДОКСЫ РЫНКА



Не только индивидуальные инвесторы, но и рынки в целом временами переживают периоды иррациональности







ЭКОНОМИЧЕСКИЕ МЕТРИКИ СТОИМОСТИ



Прибыль является показателем наиболее часто используемым для анализа хозяйственной деятельности компаний. Однако это только один из элементов, определяющих прирост или снижение капитала акционеров в результате деятельности предприятия.

Прибыль = Выручка
$$\times$$
 Рентабельность
Прибыль = $RoC \times$ Капитал $_{t-1}$

Добавленная стоимость = Прибыль
$$_t$$
 — $WACC imes$ Капитал $_{t-1}$ Добавленная стоимость = ($RoC - WACC$) $imes$ Капитал $_{t-1}$

RoC – Доходность капитала (Return on Capital) отношение прибыли к капиталу задействованному компанией для ее получения

МЕТРИКИ И КРИТЕРИИ ВЫБОРА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ



• Net present value (NPV) — Чистая приведенная стоимость

$$NPV = \sum_{n=1}^{N} \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

- Internal rate of return (IRR) Внутренняя ставка доходности
- Payback period Период окупаемости
- Profitability index (PI) Индекс прибыльности $PI = \frac{PV(\text{сумма }CF)}{\text{Начальные инвестиции}}$
- Real options analysis Анализ реальных опционов

ДОХОДЫ, ИМЕЮЩИЕ ЦЕННОСТЬ



- ✓ Для акционера ценность имеют только те доходы, которые могут быть распределены и выплачены в виде дивидендов или как возврат части уставного капитала.
- ✓ Метрика дохода (потенциально) доступного для выплаты инвесторам – свободные денежные потоки (Free Cash Flow)
- ✓ Стоимость актива текущая приведенная стоимость будущих свободных денежных потоков ожидаемых от его продажи или использования:

Стоимость актива =
$$\sum_{n=1}^{N} \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

Если денежные потоки CF изменяются с постоянным темпом g, то формула упрощается (так называемая формула Гордона)

Стоимость актива
$$= \frac{CF_{n+1}}{r-g}$$

ПРИМЕР - РАСЧЕТ СТОИМОСТИ ОБЛИГАЦИИ

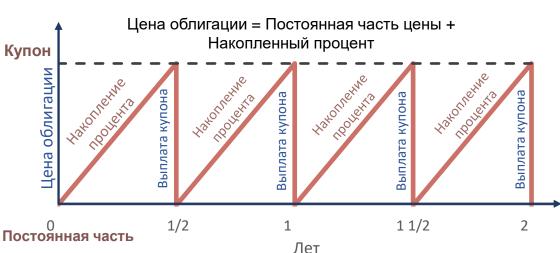


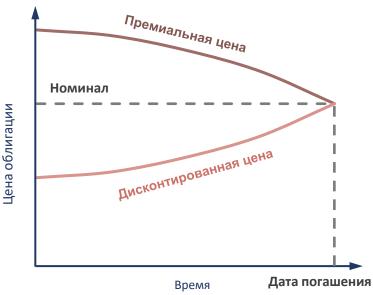
Цена облигации: Сумма текущей стоимости купонных выплат и номинальной стоимости выплаченной в день погашения.

Цена облигации
$$=\sum_{t=1}^{T} rac{ ext{Купон}_t}{(1+r)^t} + rac{ ext{Номинал}}{(1+r)^T}$$

Доходность к погашению (YTM):

Внутренняя ставка доходности, для инвестора, купившего облигацию по рыночной цене, рассчитывающего держать ее до погашения.



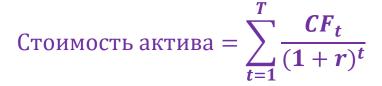


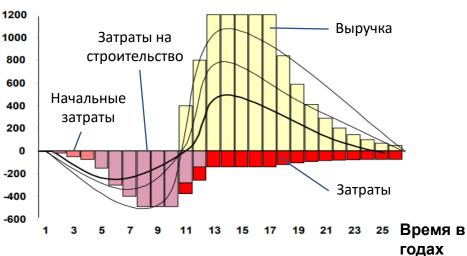
Если YTM ниже ставки купона, рыночная стоимость облигации выше номинала, если выше, облигация торгуется с дисконтом к номиналу.

CTOИМОСТЬ = f(ДОХОДНОСТЬ, РИСК)



ДЕНЬГИ ЗАВТРА = ДЕНЬГИ СЕГОДНЯ + () + РИСК





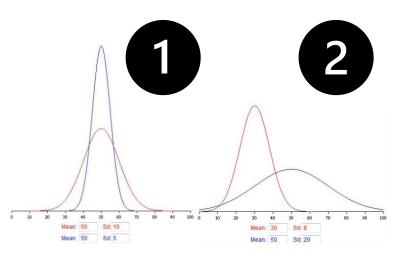
Чем выше риск проекта, тем меньше приведенная стоимость денежных потоков. При прочих равных.

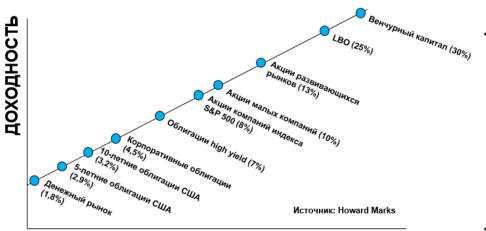


РИСК В ФИНАНСАХ И ДОХОДНОСТЬ РАЗНЫХ КЛАССОВ АКТИВОВ



- В финансовой литературе термин «риск» описывает неопределенность (uncertainty) будущих доходов инвестора, а не вероятность получить или не получить доход.
- В расчетах риска используют историческую волатильность доходности, измеряемую как стандартное отклонение такой доходности по конкретной инвестиции





Доходность разных классов активов в истории

среднеарифметическая реальная годовая доходность						
Период	S&P 500 (включая дивиденды)	3-мес. T. Bill (реальная)	10-летние T. Bonds	Корпоративные облигации Ваа		
1928-2020	8.50%	0.42%	2.25%	4.27%		
1971-2020	8.08%	0.58%	3.33%	5.55%		
2011-2020	12.36%	-1.24%	2.80%	5.55%		

РИСК

ОЖИДАЕМАЯ ДОХОДНОСТЬ



Инвесторы рассчитывают получить доходность вкладывая деньги в безрисковые активы (государственный облигации) или рисковые активы (все остальное).

Принимая риск инвестирования они требуют премию (дополнительную доходность) для компенсации этого риска, учитывающую следующее:

- (1) Доходность инвестирования в безрисковые активы, включая
 - уровень доходности в реальном выражении при инвестировании в безрисковые активы (real risk-free rate).
 - ожидаемая инфляция снижение стоимости денег во времени.
 - риск, связанный с длительностью инвестирования (maturity risk или investment rate risk), и возможного изменения уровня ставок доходности на рынке за период инвестирования.
- (2) Премию за риски инвестирования в конкретные активы неопределенность относительно времени получения и размера будущей прибыли.

Доходность безрискового актива



Премия за риск инвестирования в рисковый актив

СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА



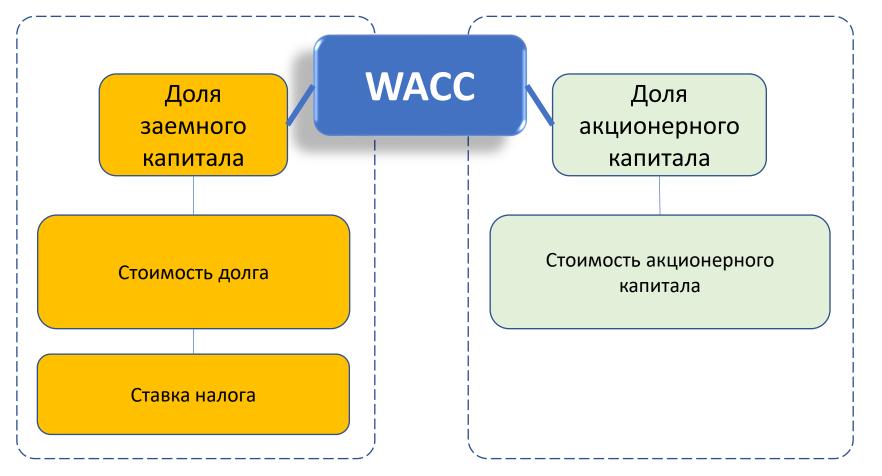
- Экономический смысл стоимости капитала доходность альтернативной инвестиции.
- Исходя из принципа замещения инвестор не будет инвестировать в актив, если ему доступны более привлекательные альтернативы.
- «Рынок» это совокупность всех инвесторов, которые могли бы предоставить капитал для конкретного актива.

Ставка дисконтирования = стоимости капитала

- Стоимость капитала обычно рассчитывают в процентах
- Стоимость капитала функция инвестиции, а не инвестора
- Стоимость капитала определяют ожидания (Forward-Looking)

СРЕДНЕВЗВЕШЕННАЯ СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА WACC



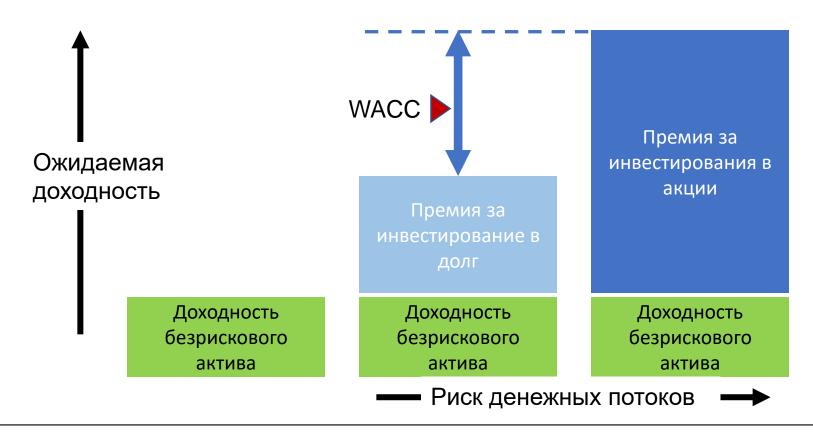


$$WACC = \frac{\textit{MV Debt}}{\textit{(MV Debt+MV Equity)}} \times r_{D} \times (1 - Tax \ Rate) + \frac{\textit{MV Equity}}{\textit{(MV Debt+MV Equity)}} \times r_{E}$$

ОЖИДАЕМАЯ ДОХОДНОСТЬ РАЗНЫХ ИСТОЧНИКОВ КАПИТАЛА



- Стоимость акционерного капитала (WACC) выше стоимости капитала заемного.
- WACC не меньше, чем стоимость долгового капитала, но не больше, чем стоимость акционерного капитала. Зависит от структуры капитала.



ОЖИДАЕМАЯ ДОХОДНОСТЬ КАПИТАЛА WACC И ДОХОДНОСТЬ АКТИВОВ WARA



- Структура капитала и структура активов компаний связаны и определяются особенностями отрасли, страновыми и некоторыми другими факторами.
- Ожидаемая доходность всего капитала (WACC) и доходность всех активов (WARRA или WARA) равны друг другу.



WARA = WACC

CAPM (Capital Asset Pricing Model)



 $\mathbf{E}(\mathbf{r}_i)$ - Ожидаемая доходность на акционерный капитал для актива і



Основные предположения САРМ

- все инвесторы рациональны и избегают риска
- максимизируют экономическую полезность
- одинаковые ожидания и информация,

- возможность диверсификации,
- отсутствие транзакционных и налоговых издержек
- могут неограниченно занимать и давать в долг по безрисковой ставке

Относительно чего измерять beta? $cov(r, r_m)$

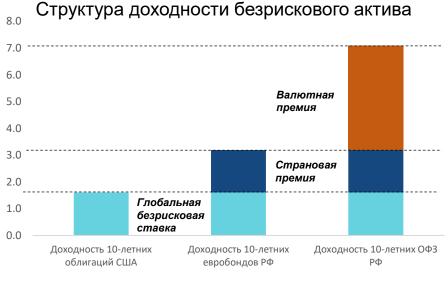
$$\beta_i = \frac{1}{var(r_M)}$$

$$\frac{\partial v(r_M) - \partial v(r_M)}{\partial v(r_M)} = \frac{\partial v(r_M)}{\partial v(r_$$

$$cov(r_i, r_M) = \rho_{i,M} \times \sigma_i \times \sigma_M$$

ДОХОДНОСТЬ БЕЗРИСКОВОГО АКТИВА - Rf

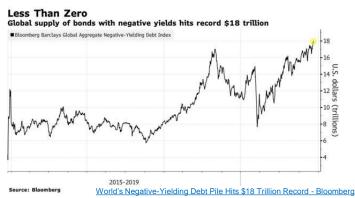








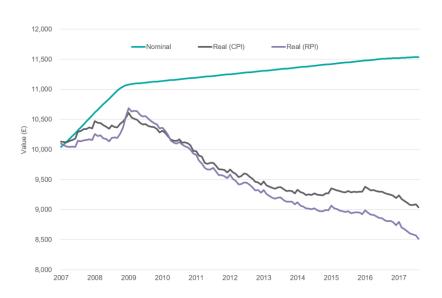
«27% долговых бумаг инвестиционного уровня имеют отрицательную доходность к погашению» [на конец 2020]



СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА И ИНФЛЯЦИЯ



£10,000 размещенные на банковском депозите в конце 2006



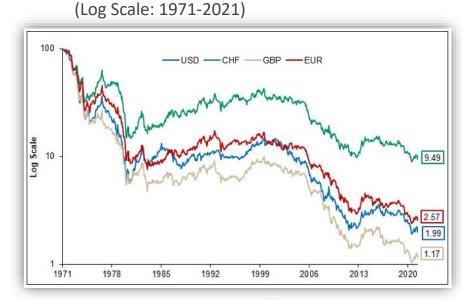
$(1 + i) = (1 + r) \times (1 + \pi)$

і – номинальная доходность

r – реальная доходность

π – инфляция

Покупательная способность основных валют выраженная через цену золота



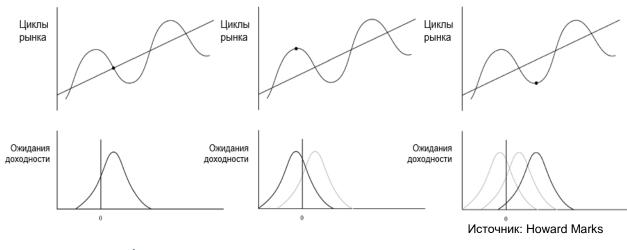
Источник: www.sprot.com

Разница в ожидаемой инфляции определяет отличия стоимости капитала в разных валютах

$$CoE_2 = (1 + CoE_1) \times \frac{(1 + \pi_2)}{(1 + \pi_1)} - 1$$

ЦИКЛИЧНОСТЬ РЫНКОВ, ВОЛАТИЛЬНОСТЬ И ОЖИДАЕМАЯ ДОХОДНОСТЬ





При прочих равных, ожидаемая доходность на пике рынка минимальная, в низшей фазе рынка - максимальна

Волатильность доходности снижается при увеличении периода инвестирования



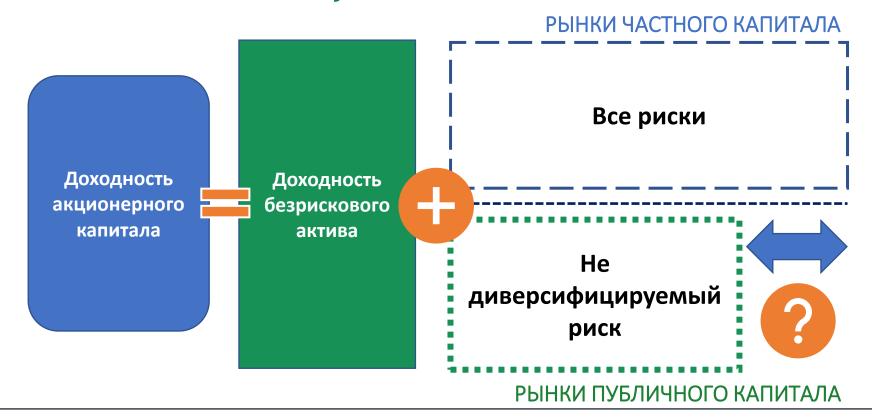


СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА ДЛЯ НЕПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ



Различия в оценке рисков публичных и частных компаний остаются наименее изученной и наиболее спорной частью в практике корпоративных финансов

$$R_i = R_f + beta \times ERP$$



МУЛЬТИПЛИКАТОР СТОИМОСТИ





НАДЕЖНОСТЬ И ЗНАЧИМОСТЬ ФИНАНСОВЫХ МЕТРИК



НАДЕЖНОСТЬ

Выручка-EBITDA-EBIT-NOPAT-CFO

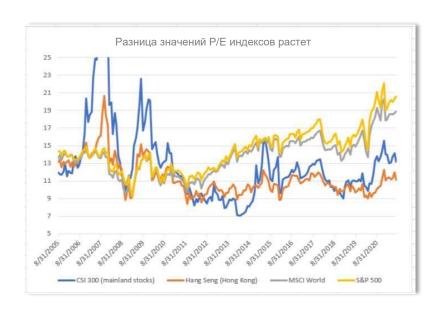
ЗНАЧИМОСТЬ

Чем лучше выбранная финансовая метрика отражает денежные потоки предприятия, тем она более волатильная, тем сильнее она подвержена разовым эффектам, манипуляциям и влиянию специфики бухгалтерского учета

ЕВІТОА — Прибыль до учета процентов, налога и амортизации ЕВІТ — Прибыль до учета процентов и налога NOPAT — Чистая операционная прибыль после уплаты налога СFO — денежные потоки от операционной деятельности

СЛОЖНОСТИ ИНТЕРПРЕТАЦИИ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ









Измерение любого сложного явления, включая оценку стоимости, с помощью единственного параметра всегда связано с необходимостью интерпретации и редко может быть надежным способом сделать однозначный вывод

ЗАТРАТЫ НА ЗАМЕЩЕНИЕ В ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА



- Затраты на замещение могут быть индикатором рыночной стоимости для
 - Компаний в начальной стадии (включая проекты с высоким риском пока он может быть оценен)
 - Холдинговых/неоперационных компаний
 - Отдельных активов основных средств, незавершенного строительства или нематериальных активов
- Требует дополнительного анализа
 - Надежности оценки отдельных инвестиций или затра
 - Компенсации предпринимательских рисков, времени на создание и динамики спроса/предложения на рынке.
 - Факторов устаревания или обесценения.
- Может приводить как к существенному завышению, так и к существенному занижению стоимость актива или компании. Требует проверки разумности расчетного значения.

ОЦЕНКА, ИЗМЕРЕНИЕ И ИХ НАДЕЖНОСТЬ



МСФО13 предписывает *измерять* стоимость, стандарты оценки – *оценивать* ее. Ни те, ни другие не обсуждают детально ни *надежность* оценки или измерения, ни связанную с этим неопределенность. И это, определенно, проблема.



«Лучше быть правым приблизительно, чем точно ошибаться»

авторство Carveth Read часто, но ошибочно приписывается John Maynard Keynes

ЧТО ПРОЧИТАТЬ ПО ТЕМЕ



- «Прикладные корпоративные финансы» Асват Дамодаран
- **«Корпоративные финансы»** Стивен А. Росс, Рэндольф В. Вестерфилд, Джеффри Ф. Джаффе
- «Оценка компаний: анализ и прогнозирование с использованием отчетности по МСФО Ник Антилл, Кеннет Ли
- «Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов» Асват Дамодаран
- «Стоимость компаний: оценка и управление» Коупленд, Коллер, Муррин
- «Стоимость капитала: Расчет и применение» Шеннон Пратт
- «Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями» Уоррен Баффетт
- «Правила лучших СЕО. История и принципы работы восьми руководителей успешных компаний» Уильям Торндайк

Вопросы и комментарии alopatnikov@aarcapital.com arumyantsev@aarcapital.com