

Перспективный метод оценки справедливой стоимости акций компаний при заданном периоде окупаемости инвестиций

© 2009 Д.С. Орлов

Статья посвящена тематике фундаментального анализа акций. Представлен новый перспективный метод экспресс-оценки компаний при минимальном количестве вводных данных и максимально коротком периоде прогноза развития фирмы с учетом взаимосвязи между ставками доходности долгового и фондового рынков.

Ключевые слова: фундаментальный анализ, оценка акций, справедливая стоимость, период окупаемости.

Метод оценки справедливой стоимости акций компаний через известный период окупаемости инвестиций

Классическая оценка акций заключается в составлении среднесрочного прогноза развития компании и расчета ее справедливой стоимости посредством дисконтирования ожидаемых денежных потоков (или экономической прибыли) в прогнозном и постпрогнозном периодах. В условиях стабильных рынков (как финансовых, так и рынков сбыта продукции компаний) составить аргументированный прогноз развития компании вполне возможно, однако при этом необходимо придерживаться определенных предпосылок - и чем длиннее будет горизонт прогноза, тем более субъективной будет становиться оценка. В противном случае, если прогнозный период оставить очень коротким, то за счет низкого фактора дисконтирования вес постпрогнозной стоимости в расчетной стоимости значительно вырастет. Соответственно результат нашей оценки в значительной степени будет зависеть от параметров оценки стоимости компании в постпрогнозном периоде, а именно, от выбора ставки требуемой доходности акционеров и темпа роста денежного потока в бесконечности (CAGR - Capital Asset Growth Rate) в соответствии с моделью оценки компаний с постоянным темпом роста дивидендов¹:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r - g}.$$

В реалиях сегодняшнего российского рынка расчет ставки дисконтирования по модели Шарпа также вызывает вопросы в отношении адекватности отображения реальной требуемой нормы доходности инвесторов в акции. Проблемы при расчете ставки дисконтирования создает период турбулентности в финансовой истории России, а именно, гиперинфляция 1998 г. и последовавший после нее период высоких процентных ставок. Таким образом, если оценивать ставку дис-

¹ Брейли С. Майерс. Принципы корпоративных финансов. М., 2007. С. 60.

конта по классической формуле Шарпа, получится значение, не совпадающее с используемыми российскими финансовыми институтами ставками. К примеру, проведем собственный альтернативный расчет премии за рыночный риск, которая учитывается во всех ставках дисконта при оценке акций. Если принять за безрисковую ставку по всем кредитам предприятиям и организациям и депозитам физических лиц в российских рублях сроком до 1 года, а за рыночную норму доходности взять рост индекса ММВБ год к году, получается следующая картина (табл. 1).

Ставка премии за рыночный риск при подобных вводных данных получается равной $50,89\% - 8,90\% = 41,99\%$. Рассчитаем, какой в таком случае получится ставка требуемой доходности акционеров для акции с коэффициентом β , равным 1.

В соответствии с формулой Шарпа

$$k_e = k_{rf} + \beta \cdot [E(rm) - k_{rf}].$$

Норма требуемой доходности акционеров для акции с коэффициентом β , равным 1, составит $8,90\% + 1 \cdot [50,89\% - 8,90\%] = 50,89\%$.

Ставки, выведенные по классической модели, практически не встречаются среди аналитических обзоров практиков оценки финансовых активов - ведущих инвестиционных банков, осуществляющих свою деятельность в России. К примеру, ведущие инвестиционные компании России приводят следующие оценки рыночной премии за риск в своих аналитических обзорах (табл. 2).

С учетом подобных премий за рыночный риск итоговые ставки дисконта, принимаемые для оценки российских акций, редко превышают 15%.

Таким образом, можно сделать вывод, что в основном расчеты аналитиков российских инвестиционных компаний полагаются на субъективные значения премии за рыночный риск. Использование таких субъективных значений является сродни предпосылкам при прогнозировании (фиксированная рентабельность, плавный

Таблица 1. Расчет рыночной премии за риск для Российской Федерации*

Год	Средняя ставка по депозитам, %	Индекс ММВБ	Рост индекса ММВБ (год к году), %
1997	16,67	85,05	
1998	17,05	45,34	-46,69
1999	13,68	151,87	234,96
2000	6,51	144,39	-4,93
2001	4,90	237,63	64,58
2002	5	318,91	34,20
2003	10,90	514,41	61,30
2004	9,30	552,22	7,35
2005	8,70	1011,00	83,08
2006	7,90	1693,47	67,50
2007	5,08	1822,00	7,59
Среднее арифметическое	8,90		50,89

* Данные ММВБ (информация раздела “Индексы и индикаторы фондового рынка”) и ЦБ РФ (статистика в разделе “Ставки по кредитам нефинансовым организациям и депозитам населения в российских рублях”).

Таблица 2. Оценки рыночной премии за риск ведущими инвестиционными компаниями России

Дата последнего отчета	Инвестиционная компания	Значение рыночной премии за риск, %
07.11.2007 г.*	ФК "Открытие"	7,00
22.11.2007 г.**	ИК "Антанта Капитал"	6,50
27.09.2007 г.***	ФК "УНИКОМ Партнер"	6,50
26.03.2007 г.****	ИФК "Алемар"	6,00
09.10.2007 г.*****	ИК "Велес Капитал"	5,00
10.10.2007 г.*****	Банк Москвы	4,00

* ОАО “Аэрофлот” и ОАО “Авиакомпания ЮТэйр”. Аналитический обзор ООО ФК “Открытие”, 07.11.2007 г.

** Газпром: Рост тарифов и экспортных цен. Аналитический обзор ИК “Антанта Капитал”, 22.11.2007 г.

*** ОАО “ВолгаТелеком. Аналитический обзор “УНИКОМ Партнер”, 27.09.2007 г.

**** Норильский никель: Одна компания хорошо, а две - лучше. Аналитический обзор “Алемар”, 26.03.2007 г.

***** Евраз Групп. Аналитический обзор ИК “Велес Капитал”, 09.10.2007 г.

***** Газпром: Хорошие результаты 1-го квартала по МСФО. Обзор от Банка Москвы, 10.10.2007 г.

заданный рост, сохранение прежней фондоотдачи и т.д.) и делает модель оценки стоимости компании в еще большей степени экспертной, чем отражающей справедливую стоимость финансового актива для некоторого инвестора.

Справедливая цена финансового актива для каждого инвестора имеет свое значение в зависимости от доступных для данного лица альтернативных возможных инвестиций. Для ряда компаний и индивидуальных предпринимателей в принципе может быть нецелесообразно вкладывать средства в акции других компаний, если основной бизнес приносит им норму доходности, к примеру, на уровне 50% на собственный капитал. Для большинства же других инвесторов как ми-

нимум существуют альтернативы (векселя фирм, муниципальные, субфедеральные и корпоративные облигации, евробонды и ноты, а также вложения в валюту и депозиты), которые нужно также рассматривать как альтернативу вложения в акции и использовать соответствующие ставки по данным инструментам как ставку дисконта.

Рассмотрим пример финансового кризиса 2008-2009 гг. Вследствие ухудшения ситуации с ликвидностью за границей и падением цен на основные российские экспортные группы товаров, таких как нефть, газ и металлы, иностранные институты начали распродавать свои рублевые активы и переводить их в валюты, чтобы вывести средства за границу.

Как следствие, появилась альтернатива игры против рубля, а ставки привлечения рублей выросли очень значительно (приблизительно на те же уровни, что и доходности по приведенным выше форвардам). Гораздо более доходными стали и рублевые облигации российских эмитентов. Таким образом, на фоне кризиса у российских инвесторов появилась хорошая альтернатива инвестированию в акции компаний - инструменты с фиксированной доходностью и вложения в валюту. Падение рубля против доллара и евро также показало, что никто не готов вкладывать в проекты с доходностью, не превышающей ожидаемое значение снижения курса рубля (доходность по форвардам рубль/доллар).

Получается, сложившаяся ситуация должна быть учтена и при определении ставки дисконта, используемой для оценки справедливой стоимости акций российских компаний. Действительно, рынок беспоставочных форвардов на рубль/доллар является достаточно ликвидным и есть возможность заключать контракты и на 3, и на 5 лет. Таким образом, рядовой инвестор может купить ноту у западного инвестиционного банка, по которой доходность будет несколько ниже, чем рыночная котировка NDF, однако она

На наш взгляд, можно оценивать акции компаний обратным путем - от известной ставки дисконта (как нормы доходности альтернативных инвестиционных возможностей) и периода окупаемости вложений по подобному рода ставкам. Приведем пример оценки стоимости акций ОАО "Газпром Нефть" в рамках данного подхода. В качестве альтернативы вложений возьмем облигации Московская область-8 (ISIN RU000A0JPTP1), торгующиеся с доходностью 31,21% годовых². Чтобы рассчитать период окупаемости вложений по данной ставке, применим формулу вычисления периода окупаемости:

$$PB = \log(1 + k_s)^2.$$

при ограничении

$$1 + k_s > 1,$$

где PB - дисконтированный период окупаемости;

k_s - уровень требуемой доходности акционеров.

Период окупаемости вложений при инвестициях в облигации Московской области 8-го выпуска составляет 2,55 года, что не сильно отличается от дюрации данных облигации при доходности в 31,21% - она составляет 2,22 года.

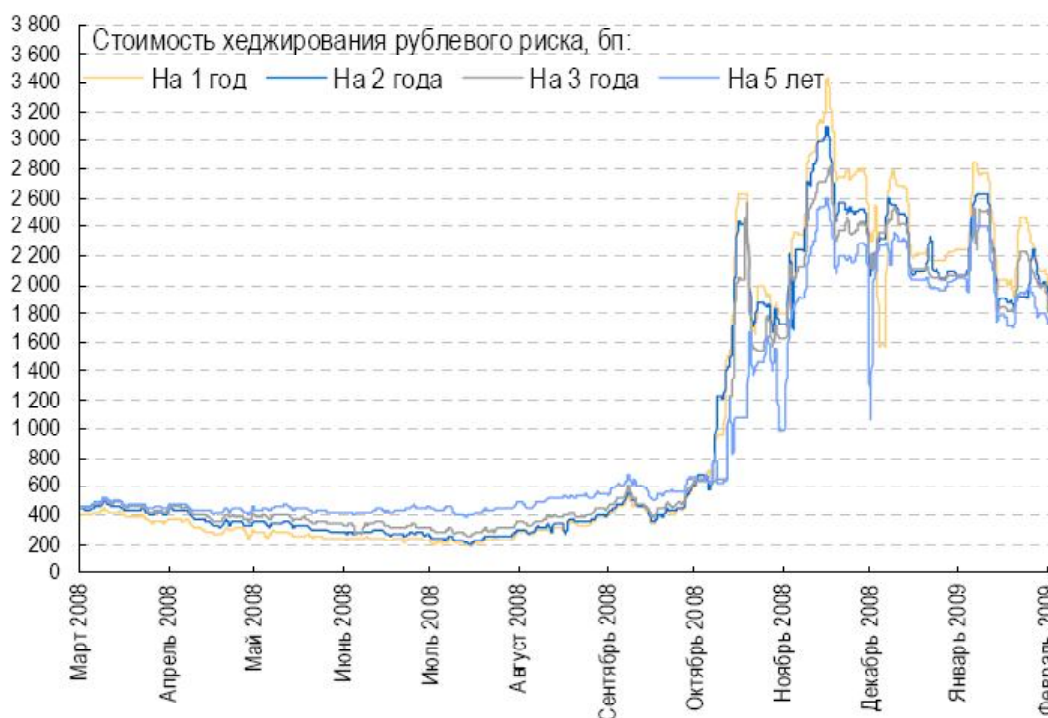


Рис. 1. История движения ставок внутренней доходности беспоставочных валютных форвардов рубль/доллар*

* Портрет рынка в цифрах. Аналитический обзор ОАО "МДМ-банк", 13.02.2009 г.

все равно будет находиться на очень высоком уровне, потому что западные банки испытывают проблемы с привлечением рублевых ресурсов.

² По цене сделки 64% от номинала - результаты закрытия торговой сессии от 13 февраля 2008 г. (данные Московской межбанковской валютной биржи).

В таком случае некоторая категория инвесторов, анализирующая возможность инвестиций в фонды Московской области, будет рассматривать другие инвестиционные проекты, только если они будут более доходными, чем данные облигации, и иметь более быстрый срок окупаемости. Проведем оценку стоимости акций ОАО “Газпром Нефть”, используя известный нам срок окупаемости вложений 2,55 года.

Прогноз чистой прибыли “Газпром Нефти” на ближайшие 3 года представлен в табл. 3.

Предлагаемая формула оценки справедливой стоимости акций при известной ставке дисконта и периоде окупаемости вложений выглядит следующим образом:

$$P = \sum_{t=1}^{PB} T_t FCFE_t,$$

где t - порядковый номер года в прогнозном периоде;

Таблица 3. Прогноз чистой прибыли ОАО “Газпром Нефть”, млн. долл.*

Инвестиционная компания	Годы		
	2009	2010	2011
Велес Капитал	7891	7042	6807
АнтантаПиоглобал	5102	5812	6362
Среднее значение	6497	6427	6585

* По данным аналитических обзоров “Газпром Нефть” смотрит в будущее” от 30.04.2008 г. от ИК “АнтантаПиоглобал” и “Газпром Нефть - жизнь в условиях кризиса” от 07.10.2008 г. от ИК “Велес Капитал”.

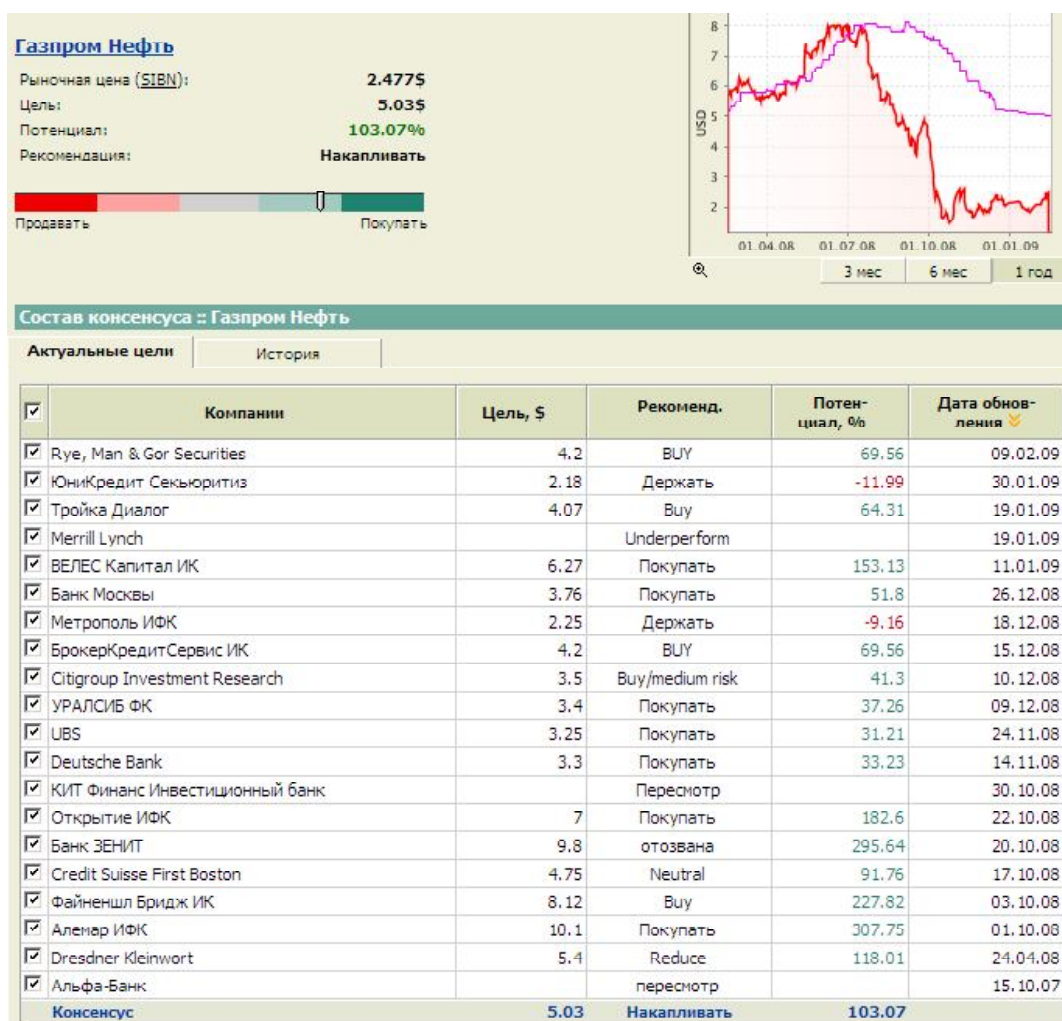


Рис. 2. Оценка справедливой стоимости акций ОАО “Газпром Нефть”

* Данные информационного портала quote.ru.

FCFE - размер свободного денежного потока, доступного акционерам компании;

$T = 1$, если $PB - \Delta t \geq 1$ и $T = PB - \Delta t$, если $PB - \Delta t < 1$ при ограничении $T > 0$.

Итак, если считать значение показателя за 2011 прогнозный год с весом 0,55, получается, что инвестор готов заплатить за акции "Газпром Нефти" $6497 + 6427 + 0,55 \cdot 6585 = 16\,545,75$ млн. долл. Количество обыкновенных акций компании, по данным ежеквартального отчета эмитента ОАО "Газпром Нефть" за 4-й квартал 2008 г., составляет 4 741 299 639, что подразумевает оценку одной бумаги в рамках приведенного выше метода на уровне 3,49 долл. По данным ММВБ, последняя сделка по акциям "Газпром Нефти" за 16 февраля 2009 г. была совершена на уровне 82,84 руб. за акцию, что составляет 2,38 долл. США по курсу ЦБ на 17 февраля 2009 г. на уровне 34,7797. Таким образом, у акций компании налицо потенциал роста в 47%, после чего они будут оценены справедливо против альтернатив покупки рублевых долговых инструментов. При рыночной цене в 2,38 долл. за акцию компания фактически оценивается в 1,75 своих

годовых чистых прибылей (если полагаться на данные прогнозов аналитиков), а это подразумевает рентабельность инвестированного капитала на уровне 48% годовых в течение ближайших двух лет.

Расчетные справедливые цены по акциям ОАО "Газпром Нефть" по состоянию на 16 февраля 2009 г. представлены на рис. 2.

При цене в 5,03 долл. за акцию альтернативная ставка доходности инвестированного капитала составит 21% годовых на срок в 3,61 года. В настоящее время рынок облигаций предлагает более высокие доходности при данной дюрации - на уровне 30% годовых. Таким образом, справедливая цена акций "Газпром Нефти" находится около рассчитанного нами уровня в 3,48 долл. за акцию. Более высокие цены не представляют для нас интереса, так как имеется альтернатива - покупка облигаций Московской области с пониженным уровнем риска и заранее известным уровнем денежного потока.

Таким образом, предложенный метод позволил в краткий срок оценить справедливую стоимость акций компании при использовании минимального числа субъективных предпосылок.

Поступила в редакцию 04.04.2009 г.