

## Оценка инвестиционной привлекательности акций в сравнении с возможностями, предлагаемыми рынком долговых инструментов

© 2009 Д.С. Орлов

Московский государственный университет экономики,  
статистики и информатики (МЭСИ)

Данная статья посвящается тематике фундаментального анализа акций. В ней описывается перспективный метод оценки инвестиционной привлекательности вложений в акции компаний, основанный на наглядном сравнении подобных инвестиций с альтернативами, представленными на долговом рынке.

*Ключевые слова:* фундаментальный анализ, оценка акций, справедливая стоимость, норма доходности по альтернативным проектам, портрет рынка облигаций.

Обычно принято оценивать инвестиционную привлекательность вложений в акции, исходя из расчета их справедливых цен. Таким образом мы определяем фундаментальную стоимость актива, сравниваем ее с текущей рыночной ценой и принимаем решение об инвестировании или воздерживаемся от покупки, если цена предложения высока. Однако традиционный подход недостаточно отражает взаимосвязи между рынком акционерного капитала и рынком долговых инструментов, не позволяет проследить тенденции их взаимного влияния.

Предлагаем посмотреть на вложение в акции как на инвестиционный проект. Мы располагаем критерием оценки риска (ставка дисконтирования) и прогнозом денежных потоков (плановая проформа финансовой отчетности компании). Используя эти вводные данные и продискутировав прогнозные денежные потоки, мы получим фундаментальную цену.

Теперь абстрагируемся от использованной в расчетах ставки дисконтирования и найдем ее обратным путем, приведя прогнозные денежные потоки (или значения экономической прибыли в зависимости от используемого типа модели) и потоки в постпрогнозный период к текущей рыночной стоимости компании. По сути, мы вычислим IRR проекта, при котором его NPV будет равен "0". Нашими основными рисками при оценке в таком случае являются только недостоверный прогноз финансов компании (к сожалению, от подобной неточности не застрахован ни один финансовый аналитик) и субъективность темпа роста денежного потока (или экономической прибыли) в бесконечности при вычислении продленной стоимости компании.

В виде формул предлагаемую модель можно представить следующим образом:<sup>1</sup>

$$MCAP = NPV ,$$

$$NPV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{(1 + IRR_i)^i} + TV + ден. средства + NA ,$$

где  $TV = \frac{FCFE_n}{(1 + IRR_n)^n} \cdot \frac{1 + CAGR}{IRR_n - CAGR} ,$

$$FCFE_i = EAT_i + A_i + \Delta D - I_i ,$$

где  $FCFE_i$  - свободный денежный поток, приходящийся на долю акционеров компании;  
 $MCAP$  - рыночная капитализация компании;  
 $NPV$  - чистая приведенная стоимость будущих денежных потоков, приходящихся на долю акционеров анализируемой компании;  
 $IRR$  - внутренняя норма доходности вложений в проекте по инвестированию в акции компании;

$EAT_i$  - чистая прибыль;

$\Delta D$  - изменение процентного долга как разница между суммой краткосрочных и долгосрочных займов и кредитов на начало периода и на его конец;

- амортизация;

$I_i$  - валовые инвестиции (в основные средства и операционные оборотные активы);

$TV$  - продленная стоимость (в соответствии с моделью Гордона);

$CAGR$  - темп роста в постпрогнозный период;

<sup>1</sup> Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов. М., 2008. С. 482. Приведена видоизмененная формула для ставки дисконтирования в виде IRR.

*ден. средства* - в данном случае подразумевается сумма денежных средств и краткосрочных финансовых активов;

*НА* - неоперационные активы (долгосрочные фин. активы, прочие активы).

Ввиду того, что акции не “погашаются” как облигации или векселя, можно предположить, что их “дюрация” (или чувствительность справедливой цены акции к изменению ставки дисконтирования) неопределенно длинна. Однако мы можем найти период окупаемости вложений в акции по ставке доходности, при которой фундаментальная цена будет равняться рыночной, и сравнить данный период окупаемости с альтернативными проектами. В нашем случае в качестве альтернативы рассматриваются кривые доходностей рынка облигаций. Таким образом, мы будем сравнивать период окупаемости вложений в акции рассматриваемой компании с дюрациями и доходностями облигационных выпусков (при предположении, что средства от погашения недостаточно длинных бондов для сравнения с оцениваемыми акциями будут реинвестироваться по тем же действующим на данный момент на долговом рынке ставкам). Конечно, подобное сравнение выглядит несколько субъективным в силу разной природы этих двух групп финансовых инструментов, однако оно может пролить свет на их взаимодействие и отметить общие закономерности влияния друг на друга.

Сравним расчетный IRR для вложений в акции компании с текущим рынком облигаций. На оси абсцисс расположены значения дюрации облигаций (или периода окупаемости вложений при инвестициях в акции), а на оси ординат - соответствующие значения доходности к погашению. Различные облигации в зависимости от их кредитного качества имеют то или иное значение спреда к кривой суверенного долга (для рублевых инструментов возьмем пример кривой ОФЗ).

В качестве примера рассмотрим расчеты фундаментальной стоимости акций ОАО “Газпромнефть” в сравнении с доходностями рынка субфедеральных, государственных и муниципальных займов. Необходимо сделать уточнение, почему берется именно данный сегмент долгового рынка.

За время сложного периода финансового кризиса, начавшегося в 2008 г., в России не было еще ни одного реального дефолта по субфедеральным или муниципальным облигациям (только технические дефолты, по которым позже были исполнены обязательства), тогда как по основной массе долговых инструментов два эшелона и даже по квазигосударственным выпускам (МОИТК, МОИА, ФЛК) были допущены реальные дефолты. В настоящее время рынок суб-

федеральных и муниципальных займов представляет интерес для рядовых инвесторов в силу ряда факторов: данные выпуски подтвердили свою надежность, подобные облигации предлагают более высокую доходность, чем бонды первого эшелона, или ставки по банковским депозитам в рублях. Это в том числе связано с тем, что есть ряд субфедеральных и муниципальных бумаг, не включенных в ломбардный список ЦБ. Таким образом, данные облигации почти не представляют интереса для коммерческих банков в качестве инструмента управления ликвидностью, и в их доходность закладывается невозможность залога позиции в Центральном банке в рамках операций репо. Это безусловно выгодно для той категории инвесторов, которые не планируют на базе данных облигаций строить пирамиды репо, и подобные инструменты представляют собой хорошую альтернативу размещению средств во вклады в банках. Также в качестве альтернатив вложений в акции компании мы будем рассматривать отзывные депозиты банков из числа ТОП-25, обеспеченных гарантиями АСВ. Это сравнительно новый для России продукт, который позволяет конкурировать с инструментами облигационного рынка, так как клиент банка имеет возможность в случае необходимости получить ликвидность, пусть и по более низкой ставке, чем предлагается по срочному безотзывному депозиту.

В приведенном ниже примере мы сравним доходности рынка выбранной нами категории долговых инструментов и ставку дисконта по оцененным инвестиционной компанией “ВЕЛЕС Капитал” акциям публичной компании, при которой их справедливая стоимость равна текущей рыночной стоимости (табл. 1, рис. 1).

На момент выхода данного аналитического обзора рыночная стоимость акций Газпромнефти составляла 3,4 долл. Таким образом, при увеличении ставки дисконтирования приблизительно на 3 процентных пункта справедливая стоимость акций данной компании, исходя из параметров вышеназванной модели, будет соответствовать их рыночной цене. Теперь нам необходимо найти значение требуемой доходности акционеров, так как выясненное значение IRR соответствует значению ставки WACC, а данная ставка учитывает проценты, причитающиеся кредиторам фирмы (табл. 2). Процентный долг Газпромнефти имеет очень низкое значение, поэтому потребуются минимальные корректировки.

Ставка требуемой доходности акционеров, при которой справедливая стоимость акций Газпромнефти будет равна текущей рыночной стоимости акций данной компании, составит при-

**Таблица 1. Чувствительность значений справедливой стоимости акций ОАО “Газпромнефть” к изменению ставки дисконта и темпа роста CAGR\***

Темпы роста в бесконечности, %	3,00
Ставка дисконтирования, %	13,10
Стоимость дисконтированного денежного потока, млн.долл.	11 001
Продленная стоимость, млн.долл.	34 289
Дисконтированная продленная стоимость, млн.долл.	12 808
Стоимость компании, млн.долл.	23 809
Стоимость чистого долга, млн.долл.	1 948
Миноритарная доля, млн.долл.	158
Стоимость акционерного капитала, млн.долл.	21 703
Количество акций, шт.	4 741 299 639
<b>Фундаментальная стоимость 1 акции, долл.</b>	<b>4,60</b>
<b>Потенциал роста (падения), %</b>	<b>35,29</b>

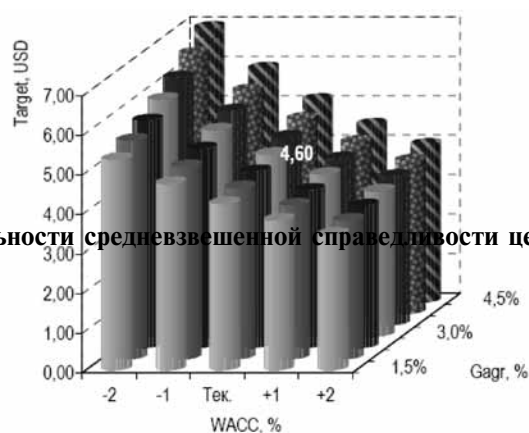
Источник. Данные компании: Оценка. Велес Капитал

\* Газпромнефть: финансовые итоги I квартала 2009 г.: Обзор ИК “ВЕЛЕС Капитал” от 22 июня 2009 г. С. 8.

Темп роста в пострепрогнозный период, %

	WACC, %				
	-2	-1	Тек.	+1	+2
1,5%	5,34	4,72	4,21	3,79	3,43
2,0%	5,53	4,87	4,33	3,88	3,50
2,5%	5,75	5,04	4,46	3,98	3,59
3,0%	5,99	5,22	4,60	4,09	3,67
3,5%	6,27	5,42	4,76	4,21	3,77
4,0%	6,59	5,65	4,93	4,35	3,87
4,5%	6,95	5,91	5,12	4,49	3,98

**Рис. 1. Анализ чувствительности средневзвешенной справедливости цены акции**



Оценка: Велес Капитал

на долговом рынке (субфедеральные и муниципальные облигации, а также отзывные депозиты) (рис. 2).

В результате проведенного анализа можно сделать вывод, что при внутренней норме доходности в 16,05% годовых и окупаемости вложений за период в 4,65 года акции Газпромнефти по состоянию на 22 июня 2009 г. являлись далеко не самым интересным инструментом вложения средств, если сравнивать их с менее рискованным рынком субфедеральных и муниципальных облигаций. Менее доходными при сопоставимой дюрации могут оказаться только вложе-

лики Чувашии (выпуск 7) и массы других облигаций. Отзывные депозиты в нашем случае проигрывают облигациям по доходности - они предлагают всего 14% годовых на срок до двух лет<sup>2</sup>, что является одной из самых высоких ставок по данной категории инструментов. Одновременно с этим нельзя забывать, что акции являются более сложным инструментом в оценке, поэтому потенциальные отклонения прогнозируемых денежных потоков фирмы должны быть еще одним поводом для повышенной нормы дисконта.

<sup>2</sup> Данные АКБ “Абсолют Банк” по состоянию на 22 июня 2009 г.

ки Коми, Ленинвременно с олее короткий и, если приоб- ли (выпуск 7), 003), Респуб-

**Таблица 2. Расчет ставки WACC для оценки акций компании "Газпромнефть"\***

Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC), %

\* Газпромнефть: финансовые итоги I квартала 2009 г. С. 8.

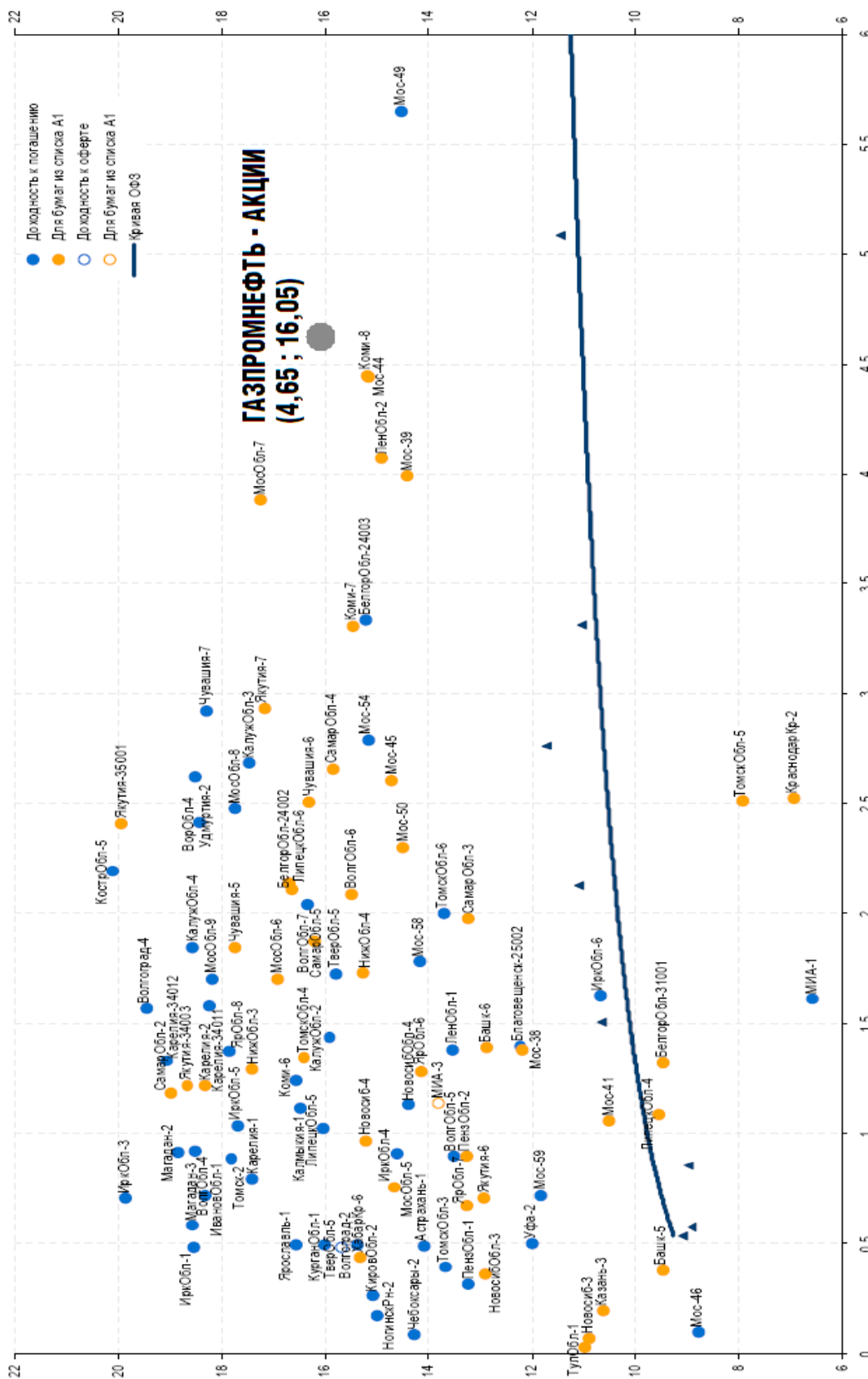


Рис. 2. Рынок субфедерального и муниципального долга по состоянию на 30 апреля 2009 г. Источник. Портрет рынка в цифрах от ОАО МДМ-Банк от 22 июня 2009 г. С. 10.

Таким образом, по итогам проведенного анализа с использованием предложенного метода оценки можно сделать вывод, что для инвесто-

ров в акции Газпромнефти предпочтительнее было бы подождать более низких цен на данные бумаги, находясь в качественных облигациях.

Поступила в редакцию 02.11.2009 г.