An hourglass with a metallic, reflective surface. The top bulb is filled with numerous 100 US dollar bills, which appear to be falling into the narrow neck and are visible in the bottom bulb. The background is a plain, light color.

Майкл Кэхилл

**ИНВЕСТИЦИОННЫЙ**

**АНАЛИЗ**

**И ОЦЕНКА БИЗНЕСА**



**ИНВЕСТИЦИОННЫЙ АНАЛИЗ  
И ОЦЕНКА БИЗНЕСА**

Michael Cahill

**THE FINANCIAL TIMES GUIDE TO  
MAKING THE RIGHT INVESTMENT  
DECISIONS**

How to analyse companies  
and value shares

Second Edition

Майкл Кэхилл

**ИНВЕСТИЦИОННЫЙ АНАЛИЗ  
И ОЦЕНКА БИЗНЕСА**

*Учебное пособие*

Перевод 2-го английского издания



Москва  
«Дело и Сервис»  
2012

330.3(075.8)

УДК 330(075.8)

ББК 65.263я73

К98

**Кэхилл, Майкл.**

К98 Инвестиционный анализ и оценка бизнеса : учебное пособие : пер. 2-го англ. изд. / М. Кэхилл. — М. : Дело и Сервис, 2012. — 432 с. — Доп. тит. л. англ.

ISBN 978-5-8018-0556-6

Книга содержит системный и практический подход к анализу инвесторами финансовой стороны бизнеса компаний. Раскрываются также необходимые финансовые инструменты для собственников бизнеса, которые позволяют определить, как компания будет оцениваться в случае ее продажи.

Среди ключевых вопросов: генерация прибыли, роль рисков, влияние на биржевую стоимость акций компании, укрепление финансового состояния и раскрытие перспектив, алгоритм принятия организационных решений и др. Представлены практические ситуации, расчеты, контрольные вопросы.

Материал, базирующийся на МСФО, предназначен для студентов экономических специальностей, аспирантов и преподавателей, а, учитывая его практическую направленность, будет полезен руководителям, финансовым менеджерам и работникам экономических служб компаний различного профиля, аудиторам и консультантам.

УДК 330(075.8)

ББК 65.263я73

*Данный перевод книги «The Financial Times guide to making the right investment decisions: how to analyse companies and value shares» Michael Cahill, издание 2-е, вышел в свет с разрешения Pearson Education Limited.*

*Издательству переданы исключительные права на издание и распространение русского перевода книги во всех странах мира.*

*Полное или частичное воспроизведение или размножение каким-либо способом материалов, опубликованных в настоящем издании, допускается только с письменного разрешения издательства «Дело и Сервис».*

835970

ISBN 978-5-8018-0556-6

7500  
Каталожный номер

© Pearson Education Limited, 2010.  
All rights reserved.

Издание на русском языке, оформление.  
Издательство «Дело и Сервис», 2012

ОНТИ

Моему отцу,  
Питеру Джозефу Кэхиллу,  
1925–1984

С любовью...



## Содержание

Выражения признательности .....	11
Введение .....	13
<b>Глава 1</b>	
<b>Системный подход к оценке .....</b>	<b>19</b>
Почему при оценке эффективен системный подход:	
всесторонний анализ факторов, влияющих на стоимость .....	20
Рост, риск и качество – получение устойчивой прибыли .....	22
Рост.....	24
Риск .....	26
Качество.....	32
Биржевая стоимость акции: текущие разногласия.....	35
Биржевая стоимость акции: интуитивный подход .....	38
Стоимость займа.....	44
Стоимость акционерного капитала .....	44
Показатель бета .....	45
Ликвидность.....	47
Расчет стоимости акционерного капитала .....	48
Другие показатели .....	50
Увеличение биржевой стоимости акции: ключевые факторы .....	53
Итоги.....	55
<b>Глава 2</b>	
<b>Ситуация на рынке и в секторе .....</b>	<b>58</b>
Почему в первую очередь нужно	
смотреть на сектор .....	58
Что управляет прибылью в секторе .....	68
Каковы перспективы спроса .....	68
Каковы ценовые тенденции .....	72
Каковы перспективы затрат.....	78
Общие экономические факторы и факторы фондового рынка –	
как они влияют на сектор .....	80
Итоги.....	87

Глава 3	
<b>Управление и стратегия</b>	89
Почему управление и стратегия так важны	90
Каково положение компании на рынке	95
Какова стратегия компании	103
Каково качество управления	106
Внедряются ли передовые практические методы корпоративного управления	112
Необходимо ли сменить руководство и изменит ли это ситуацию	126
Вопросы стратегии – ликвидационные распродажи, слияния и поглощения: увеличивают ли они стоимость	129
Почему заключаются сделки	133
Типы заключаемых сделок	134
Оценка сделки: на что обратить внимание	135
Почему сделки не увеличивают стоимость для акционеров	149
Какова реакция рынка на сделку	151
Итоги	152
Глава 4	
<b>Результативность и прибыль</b>	154
Почему результативность и прибыль так важны	154
Динамика за последние пять лет	157
Продажи	158
Прибыль	160
Прибыль на акцию (EPS)	162
EBITDA	189
Ключевые коэффициенты результативности: рентабельность и прибыль	193
Коэффициент операционной маржи	194
Прибыль на задействованный капитал (ROCE)	201
Добавленная экономическая стоимость – превышение стоимости капитала	210
Итоги	213
Глава 5	
<b>Финансовое состояние компании</b>	216
Почему финансовое состояние компании так важно	216
Каково финансовое состояние компании	223

Рычаг – соотношение «заемные средства/акционерный капитал»	223
Дефицит бюджета пенсионного фонда компании/другие пассивы	226
Покрытие процентов и другие индикаторы финансовой устойчивости	234
Кредитный рейтинг	239
Условия банковского договора	241
Почему большой финансовый рычаг может повредить компании и цене ее акций	241
Сколько заемных средств должна иметь компания. Эффективный балансовый отчет	244
Свежие вливания капитала: выпуск прав	257
Денежный поток	261
Итоги	265

Глава 6	
<b>Перспективы компании</b>	268
Почему от перспектив зависит цена акций и их оценка	268
Каковы прибыль и доходы акционеров в будущем	271
Как руководство видит будущее	275
Операционный рычаг	285
Прогнозирование операционной маржи	288
Проверка достоверности	290
Итоги	291

Глава 7	
<b>Абсолютная оценка – дисконтированный денежный поток (DCF)</b>	295
Почему мы должны использовать DCF	295
Оценка по методике DCF	298
Преимущества DCF	310
Недостатки DCF	312
Итоги	317

Глава 8	
<b>Относительная оценка</b>	321
Зачем использовать относительные оценки	321
Коэффициент «цена/прибыль» (P/E)	325
P/E относительно рынка	334

Коэффициент рег.....	341
Дивиденды – инвестирование с целью получения постоянного дохода.....	342
Показатель EV (стоимость предприятия).....	350
EV/EBITDA.....	355
EV/операционный свободный денежный поток.....	358
EV/продажи.....	359
Коэффициент «цена/балансовая стоимость».....	367
Итоги.....	370
<b>Глава 9</b>	
<b>Инвестиционное решение – покупать или продавать?</b> .....	375
Почему так важны фундаментальные показатели но не все зависит только от них.....	375
Процесс принятия решений.....	378
Шаг 1. Соединяем перспективы и текущую стоимость акций.....	379
Шаг 2. Выбираем стиль инвестирования.....	381
Шаг 3. Смотрим на соотношение «риск/премия».....	395
Шаг 4. Рассматриваем временные рамки – спекулятивный подход в противовес инвестированию по всем правилам.....	397
Взвешиваем все «за» и «против».....	399
Ключевые проблемы сегодняшних рынков.....	400
Итоги.....	404
<b>Глоссарий</b> .....	408

## ВЫРАЖЕНИЯ ПРИЗНАТЕЛЬНОСТИ

Второе издание – результат 6-летнего опыта преподавания данного курса широкому кругу слушателей. Их интерес, вопросы и желание учиться стимулировали мое собственное развитие и помогли в размышлениях о том, как сделать подаваемую информацию еще более доступной. В итоге был выработан системный подход к оценке и сложилась структура книги. С их помощью удалось намного облегчить доступ аудитории к сложной сфере и создать удачную основу для организации и понимания информации, без которой немыслима оценка стоимости акций и компаний.

Возможностью проводить эти курсы я во многом обязан Миранде Лэйн, их организатору. Без ее веры в меня как преподавателя и наставника написание книги было бы невозможно, и я многому научился благодаря способности делать сложное простым и доступным.

Моя собственная тяга к совершенствованию преподавательского мастерства помогла мне не пройти мимо некоторых замечательных методик, применяемых замечательными людьми. Они позволили мне стать более эффективным наставником и сознательно или неосознанно определили подход к написанию этой книги. Это не только улучшило книгу, но и сделало сам процесс написания более интересным. Необходимо передать слова признательности моим идейным соавторам, Анне Мерч и Габи Портер, без которых работа не прошла бы так легко и четко.

Еще более я благодарен высококвалифицированным профессионалам, с которыми мне довелось работать, за отличное объяснение причин финансового кризиса, когда было необходимо дать ему всестороннюю оценку. Год за годом многие люди давали мне отличные советы и бесценную информацию, развивая мои способности аналитика.

Отдельно хочется упомянуть команду Варбурга, прошлую и нынешнюю, создавшую уникальную среду для обучения анализу. В частности, спасибо Филу Рэйперу за то, что стал моим наставником, и Марку Стокдэйлу, у которого я многому научился. Эндрю Роджерс помог своей верой в мои идеи в отношении преподавания бизнеса и поддерживал мой настрой во время написания книги. Он подарил мне немало отличных идей (пусть не все они были реализованы) и держал меня в курсе ситуации на рынке. Я также благодарен Киту Робинсону и Алексу Коб-

большую за их точку зрения на управление фондом инвестиций и очень полезную информацию по секторам и стоимости акций.

Отличный технический материал предоставил Майк Монктон. Его веру в идею, терпение в работе с первыми вариантами книги и всегда полезные предложения трудно переоценить.

Особую благодарность хочется выразить Мартину Ральфу за его постоянную поддержку и конструктивные комментарии по главным частям книги. Его мысли о компаниях, секторах и методологии оценки значительно помогли в улучшении конечного продукта. Очень важен был также его выбор терминологии.

Безусловно, вклад всех этих людей гарантировал качество и техническую состоятельность книги. Все ошибки и неправильные интерпретации можно отнести исключительно на мой счет.

Я также благодарен Ричарду Стэггу из издательства Pearson за веру в первоначальную идею и за его энтузиазм в подготовке второго издания книги.

Первое издание служило надежной основой, но оно было бы невозможным без огромного терпения и замечательной поддержки Шерил Страуд. Фундамент значительно усилили идеи и мудрость Патрисии Бишоп. Наша совместная работа помогла мне обрести веру в огромную ценность сотрудничества и прийти к окончательному выводу относительно факторов, определяющих долгосрочную стоимость акций.

Не меньше я признателен Кэйти Оукли за то, что она есть, верит в меня и помогает мне. Эти качества, как и многие другие, я ценю безмерно.

## ВВЕДЕНИЕ

Эта книга предлагает системный и доступный подход к выявлению и пониманию факторов, являющихся ключевыми при создании долгосрочных материальных благ и оценке бизнеса.

Для обычного человека инвестирование зачастую усложнено финансовыми терминами. Работая над этой книгой, я ставил себе целью передать важность основной идеи, как она действует и влияет на ваши инвестиционные решения. Ближе ознакомившись с главными факторами, от которых зависит стоимость компании, и с тем, как эти факторы коррелируются друг с другом, вы станете более информированным и уверенным в принятии тех или иных инвестиционных решений.

Крах многих известных компаний и различные кризисы, которые были отличительной чертой последних 18 месяцев, привлекли особое внимание к ценам на акции и финансовым характеристикам компаний. Если мы хотим лучше разобраться, какие именно факторы позволяют компаниям создавать материальные блага на более стабильной основе, нам действительно необходимо извлечь уроки из имевших место событий. Сейчас именно тот момент, когда более целостный и обоснованный взгляд на инвестирование «по всем правилам» на долгий срок крайне важен.

С точки зрения нашей нынешней ситуации стремление обеспечить рост прибыли любой ценой, доминирующая роль главных исполнительных директоров и «культ» заемных средств, необходимых для финансирования этого роста, сформировали своеобразный финансовый Бермудский треугольник. Корпоративные скандалы начала десятилетия — Enron, Parmalat, Worldcom и Global Crossing — были ясным предупреждением о предстоящих опасностях, тем не менее их проигнорировали. Рынками управляют жажда наживы и страх, и складывается впечатление, что коллективы управляющих также оказались подвержены этим эмоциям, таким пагубным для процесса принятия решений. Однако, в то время как принятие ежедневных, сиюминутных решений — отличительная черта рынка, в теории компании должны принимать решения для поддержания своих лидирующих позиций на гораздо более долговременной основе.

В частности, скандалы выявили следующее:

- губительный для материальных благ подход, заключающийся в гонке за ростом ради роста;
- как в основном путем слияний и поглощений создаются компании, которые аннулируют материальные блага и которыми нельзя управлять, а не компании, которые могут обеспечить рост;
- если компания выплачивает бонусы управляющим при достижении плановой нормы прибыли, то при снижении темпов роста развития бизнеса главную роль станет играть нечестная учетная политика, или даже мошенничество;
- как стремление обеспечить в первую очередь достижение плановой нормы прибыли препятствует нормальному принятию решений;
- что компании с доминирующими главными исполнительными директорами, если их амбиции выходят за рамки разумного, неминуемо аннулируют стоимость;
- что финансирование бизнеса заемными средствами станет причиной серьезных проблем во время экономического спада;
- если основная деятельность направлена на поддержание цены акций, а не на сам бизнес, в большинстве случаев бизнес прекращает свое существование.

Но все же те же самые ошибки повторились снова пять лет назад. Остается надеяться, что мы лучше поймем на примере текущего кризиса, что способствует созданию долгосрочных материальных ценностей, и, что важно, научимся управлять рисками. Мы также должны уметь определять характерные особенности компаний и управляющих, которые могут привести к уничтожению материальных благ.

## РОСТ И РИСК

Принимая все вышесказанное в расчет, мы поймем, насколько резко увеличивается риск, если управление сосредоточено исключительно на росте прибылей и для этого используются заемные средства. Направляя основные усилия на рост прибылей, компания часто поглощает другую

компанию, что редко приводит к приросту стоимости, зато значительно увеличивает риск (особенно если сделка финансируется заемными средствами). А риск, похоже, был одним из элементов, которые игнорировали на протяжении последнего десятилетия. И если риск все-таки принимали в расчет, то создавалась видимость адекватных мер, основанных на математических расчетах. Общеизвестно, что главной доктриной при инвестировании в акции является минимизация риска при получении прибыли, однако инвестиционные стратегии последнего десятилетия строились таким образом, что влекли за собой значительные риски.

Кроме того, увеличивались риски в бизнесе — например, при предоставлении людям кредитов в размере, не превышающем пятикратный размер месячной зарплаты, для переоцененных активов или тогда, когда люди могли сами подтверждать свои доходы.

Увеличение нестандартного кредитования — яркий пример роста, влекущего за собой значительные риски.

Риск состоит из риска, заложенного в бизнесе, и финансового риска. Хотя принято использовать математическое понятие риска, эта тенденция не принимает в расчет события реального мира, которые отрицательно сказываются на бизнесе и его доходности.

Как достаточно красноречиво показала текущая финансовая обстановка, уровень задолженности компании является ключевым элементом риска. Один из главных уроков, извлеченных из кредитного кризиса: если задолженность не несет больших угроз при хорошем состоянии дел в экономике/бизнесе, при падении экономики она станет губительной для многих секторов. Финансирование бизнеса заемными средствами стало широко распространенным явлением во время экономического бума 2004—2007 гг. — взять кредит можно было дешево и легко. На практике преимущества использования заемных средств считались настолько очевидными, что зависящий от заемных средств сектор частного капитала значительно вырос, в то время как корпоративный сектор, часто находившийся под давлением со стороны частного капитала или акционеров, хотевших более результативных балансовых отчетов, стал активно скупать собственные акции на рынке с целью поддержания их рыночной цены. Многие инвесторы, включая банки, также брали займы, чтобы вложить средства в ценные бумаги, обеспеченные залогом, и другие «защищенные» ценные бумаги. Такой долг казался вполне нормальным способом инвестирования для всех компаний и всех типов инвестиций. Частный капитал, на-



пример, купил компанию Chrysler. Сочетание высокой задолженности компании и ее подверженности экономическим явлениям, к которым добавляются высокие постоянные затраты. — прямой путь к краху, как можно было наблюдать на наглядном примере автомобильного и авиатранспортного секторов, а также банков и строительных компаний. При использовании стратегии, сочетающей высокий финансовый риск и высокий риск в бизнесе — если экономические показатели бизнеса далеки от определенности, — кризис неизбежен.

В текущей экономической ситуации — а она, по всей вероятности, будет неизменной некоторое время — способность руководства компании определять и более эффективно управлять риском будет иметь первостепенное значение. Биржевая стоимость акции — сочетание доходности и риска, однако все же больше внимания уделяется доходной части этого соотношения.

## РОСТ И КАЧЕСТВО

Еще один элемент, который потеряли из виду, когда всех охватил культ роста, — это то, что качество прибылей так же важно, как и их рост. В дальнейшем этот вопрос мы рассмотрим более подробно, но суть заключается в четырех основных факторах качества прибыли:

- надежность и прозрачность прибылей компании;
- прибыль дает основной бизнес компании;
- прибыль эффективно конвертируется в наличные;
- компания применяет консервативный подход к бухучету, гарантирующий, что суммы прибыли являются действительным отражением положения дел в бизнесе.

## РОСТ И ПРИБЫЛЬ

Парадокс интереса к росту заключается в том, что часто он достигается ценой прибыли или качества EPS (прибыли обыкновенных акционеров из расчета на одну акцию). Другой ключевой элемент прибыли, разумеется, биржевая стоимость акции — компания может генерировать рост, но риски при этом велики. Как мы увидим, легко

увеличить EPS при использовании заемных средств. Такие заемные средства могут быть использованы, например, для финансирования поглощения, таким образом, мы можем наблюдать увеличение EPS за счет поглощения — но при значительном риске.

Все статистические данные предполагают, однако, что ключевым фактором изменения цены акции со временем является прибыль на задействованный капитал, а не рост показателей. В текущей обстановке компании, которые генерируют наличные деньги, находятся в гораздо более выигрышном положении — они в меньшей степени зависят от непрочной финансовой системы. Осознавая важность такого создания денежных средств, многие инвесторы предпочитают ориентироваться на прибыль на капитал за счет притока денежных средств. Важно, что, чем выше прибыль на капитал, тем больше денежных средств создает компания. Такие денежные средства позволяют компании финансировать ее стратегию и оставаться очень конкурентоспособной. Они также позволяют увеличивать сумму дивидендов — еще один ключевой фактор повышения цены акций. Высокие прибыли убеждают нас в том, что компания сможет повторно инвестировать свои мощные денежные потоки для роста и обеспечить устойчивость прибыли в долгосрочной перспективе.

## ИСПОЛЬЗОВАНИЕ СИСТЕМНОГО ПОДХОДА ДЛЯ ОЦЕНКИ — ОСНОВА ДЛЯ ВАШИХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ

Показатель роста дает лишь частичное представление о корпоративном успехе и, как правило, не учитывает влияние риска и прибыли — самих основ инвестирования. Чтобы дать более полное представление о положении компании и ее перспективах, был разработан системный подход при оценке, представляющий собой организационную структуру, обеспечивающую ясность и простоту при определении стоимости. Эта система позволяет нам решить, способна или нет компания создать долгосрочные материальные блага. На этой основе можно определить, является ли акция дешевой или дорогой. С таким системным подходом вы встретитесь в главе I и по мере прочтения книги сможете вновь обращаться к нему.

Мы определили рост, риск и качество как ключевые факторы при оценке потенциала создания компанией материальных благ. Сосредо-

точив внимание на всех трех, мы тем самым избежим ловушки, заключающейся в оценке по какому-нибудь одному показателю. Далее они обретают большую значимость при детальном рассмотрении управления и стратегии бизнеса, его финансового состояния, прибыли, которую он приносит, и его перспектив. Это даст вам в руки все основные показатели, от которых зависит оценка, и избавит вас от одностороннего подхода на основе роста, который доминировал на протяжении прошлого десятилетия.

Инвестирование — это покупка доли в долгосрочном конкурентоспособном бизнесе. Это означает, что руководству компании необходимо иметь четкую и убедительную стратегию развития способностей, которые позволят сформировать и поддержать конкурентоспособность. В долгосрочной перспективе эта конкурентоспособность обеспечит:

- высокую и постоянную прибыль на капитал;
- мощные поступления денежной наличности;
- прирост стоимости.

Это сочетание увеличит цену акций. Эти показатели благосостояния показывают, что вы вложили средства в бизнес с реальными преимуществами по сравнению с конкурентами. Важно, что эти же показатели определяют создание долгосрочных материальных благ и являются залогом успешного инвестирования.

Используя системный подход при оценке, вы сможете лучше понять конкурентоспособность любой компании, а на это следует обращать внимание при принятии решения, инвестировать или нет и стоит ли идти на риск. Процесс и выработанные навыки будут способствовать тому, чтобы вы принимали более взвешенные инвестиционные решения и вкладывали средства в те компании, которые принесут вам деньги. Это также неоценимый инструмент для собственников бизнеса, который позволит определить, как будут оценивать бизнес в случае его продажи и как лучше подготовить бизнес к доходной и правильно оцененной продаже для всех заинтересованных сторон.

## Глава 1

# СИСТЕМНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ

Темы, которые раскрываются в этой главе

- Почему при оценке эффективен системный подход: всесторонний анализ факторов, влияющих на стоимость
- Рост, риск и качество — получение устойчивой прибыли
- Рост
- Риск
- Качество
- Биржевая стоимость акции: текущие разногласия
- Биржевая стоимость акции: интуитивный подход
- Стоимость займа
- Стоимость акционерного капитала
- Показатель бета
- Ликвидность
- Расчет стоимости акционерного капитала
- Другие показатели
- Увеличение биржевой стоимости акции: ключевые факторы
- Итоги
- Контрольный перечень вопросов

# ПОЧЕМУ ПРИ ОЦЕНКЕ ЭФФЕКТИВЕН СИСТЕМНЫЙ ПОДХОД: ВСЕСТОРОННИЙ АНАЛИЗ ФАКТОРОВ, ВЛИЯЮЩИХ НА СТОИМОСТЬ

Системный подход при оценке был разработан как организационная структура, обеспечивающая ясность и простоту в ситуации, когда необходимо решить, что управляет ценами на акции и является ли та или иная акция дешевой или дорогой. Проанализировав семь аспектов, которые формируют системный подход при оценке (рис. 1.1), вы получите более всестороннее представление о компании, ключевых факторах, которые оказывают на нее воздействие, а также о ее тенденции с точки зрения получения прибыли. Такой подход доказал свою высокую эффективность в плане оценки: он позволяет наблюдать факторы в действии и их взаимосвязи. Рассмотрев эти аспекты конкурентоспособности компании, вы окажетесь в более выгодном положении для принятия обоснованного и взвешенного решения.

- рост;
- диск;
- качество.

Треугольник, образованный этими тремя факторами, позволяет более полно рассматривать компанию, ее перспективы и цену ее акций. Это означает, что мы оказываемся в более сильной позиции для выявления широкого спектра потенциальных проблем, которые определяют специфику бизнеса и цену его акций. Кроме того, это увлечет нас от одностороннего взгляда на деятельность компании, такого как **прибыль на акцию (EPS)**, который был широко распространен в последние десять лет. Мы увидим, что зачастую по этому показателю нельзя оценивать деятельность компании, а риски, которые имеют место при обеспечении роста, могут быть без преувеличения критическими.

Проведа эффективный анализ показателей роста, риска и качества компании, мы двинемся дальше и углубимся в детали:

- Управление и стратегия (гл. 3)
- Результативность компании и прибыль (гл. 4)
- Финансовое состояние компании (гл. 5)
- Перспективы компании (гл. 6)

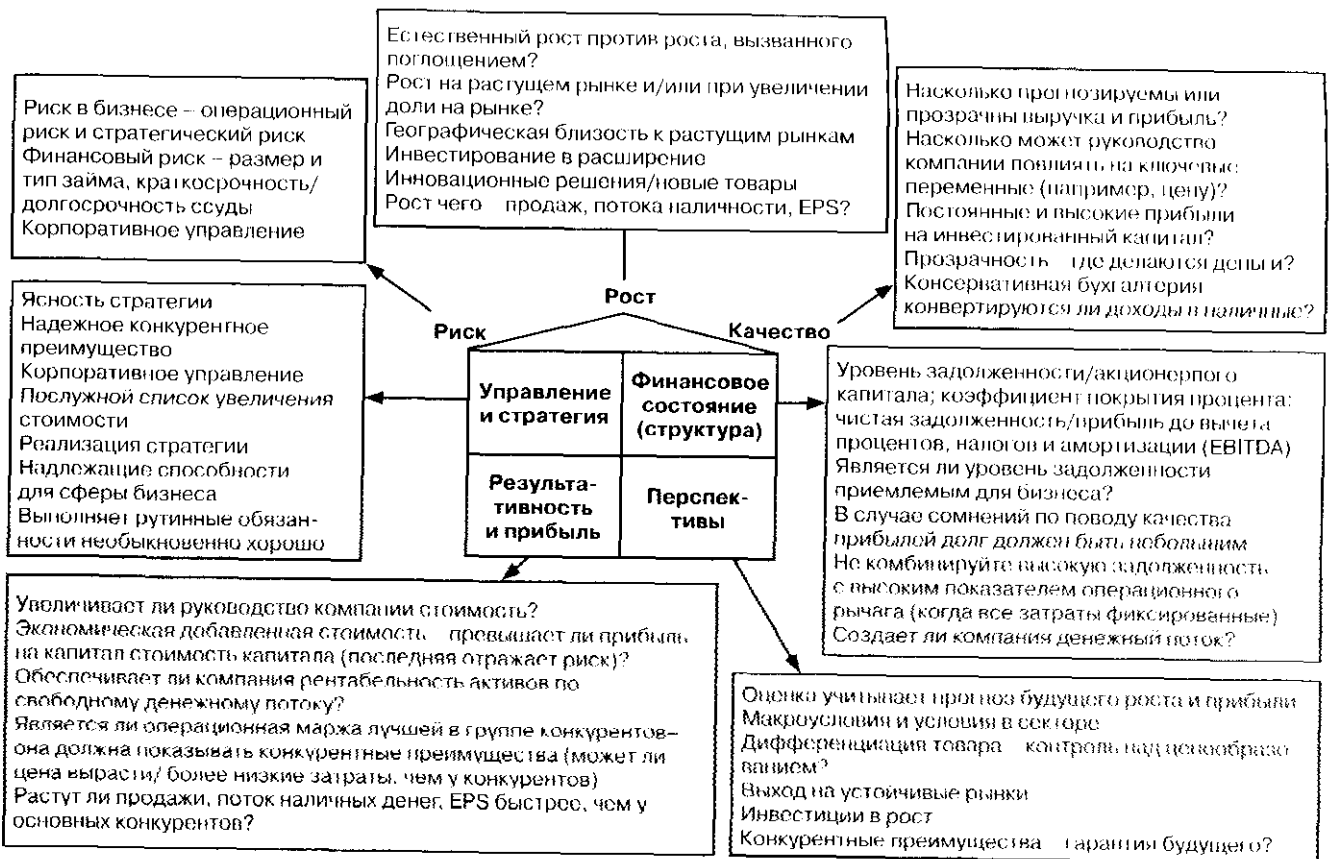


Рис. 1.1. Системный подход к оценке

Это главные направления исследования, являющиеся частью процесса оценки: от этих факторов зависит, заработаете или потеряете вы свои деньги.

Структура книги обусловлена именно этими главами, что позволяет ясно изложить важные вопросы, связанные с каждым компонентом. Поняв проблемы, оказывающие влияние на четыре главных фактора системного подхода, и рассмотрев перспективы, мы затем исследуем, как они воздействуют на оценку.

Здесь мы рассмотрим, как эти факторы влияют на поток наличных денег компании и структуру риска и как мы можем этим воспользоваться для оценки бизнеса («абсолютная оценка» — гл. 7). Затем мы снова вернемся к главе 1 «Системный подход к оценке», чтобы исследовать, как работает «относительная оценка» (гл. 8): где мы сравниваем две компании и как они были оценены. Хотя они могут быть исключительно похожи, их стоимость, полученная в результате оценки, может сильно различаться.

## РОСТ, РИСК И КАЧЕСТВО – ПОЛУЧЕНИЕ УСТОЙЧИВОЙ ПРИБЫЛИ

Анализируя основные события, имевшие место в последние несколько лет, можно заметить, что одним из ключевых элементов был способ, которым достигалось полное доминирование фактора роста. Специфические риски этих стратегий роста, равно как и их воздействие на качество **прибыли обыкновенных акционеров**, сейчас стали еще более заметны. Возникшее в результате отсутствие баланса — недостаточное внимание к риску и качеству — действительно хороший урок для всех нас. Также это самый убедительный довод в пользу того, что устойчивая прибыль от бизнеса с сильными конкурентными преимуществами, эффективно управляющего риском — главный путь к созданию материальных благ в долговременной перспективе. С точки зрения перспектив инвестирования, избегать катастроф — не менее важно (если не более), чем следить за успехами.

Ключевой риск, возникший во время фазы роста, разумеется, был связан с финансированием заемными средствами. Если дела идут хорошо, финансирование бизнеса заемными средствами имеет много преимуществ. Как показано в таблице 5.1 (стр. 219), прибыль на акцию (EPS), **прибыль на акционерный капитал** и биржевая стоимость акции

в равной мере будут расти при финансировании бизнеса заемными средствами, а не акционерным капиталом. Это осуществлялось независимо от того, был ли бизнес/сектор в состоянии справиться с этим долгом — бизнес мог быть очень чувствительным к экономическому циклу, мог применяться высокий показатель **операционного рычага** (см. стр. 26–27), или компания могла находиться в секторе с очень острой конкурентной борьбой, где нельзя маневрировать ценами. В результате соединялись вместе два риска — высокий риск в бизнесе и высокий финансовый риск. Все эти особенности показывают, что уровень риска должен быть умеренным. Тем не менее строительные подрядчики, автопроизводители (частный капитал купил компанию Chrysler, профинансировав ее заемными средствами!) и банки, среди прочих, занимали средства в больших объемах, что значительно повышало степень риска.

Рост также имел влияние на качество прибыли — произошел переход в области, где было намного сложнее осуществить инвестирование или где прибыль была намного более изменчивой и зависела от экономического цикла. Насколько надежна была прибыль от конверсии задолженности в ценные бумаги и продажи займов людям, у которых не было шансов их вернуть?

Слияния и поглощения (M&As) — часто финансируемые кредитами — были одним из основных элементов этого роста, пример — сделка инвестиционного банка RBS с ABN Amro (в соперничестве с Barclays). История говорит нам, что такого рода сделки редко приносят пользу акционерам поглощаемой компании — т.е. сделки не создают биржевой стоимости акции для акционеров поглощаемой компании. (Показатели различны, но согласно большинству оценок приблизительно 70% сделок не в состоянии **увеличить стоимость** компании.)

Поэтому слияния и поглощения определенно способствовали росту, но при этом сопровождалась рисками и потерей качества управления. Нам также необходимо иметь в виду, что огромный масштаб многих созданных компаний неизбежно поднимал вопрос о том, как можно управлять увеличившейся организацией. Риски интеграции всегда очень велики, не говоря уже об очевидном риске приобретения не в той точке цикла. Если рынок часто реагирует на «ослабление прибылей» при оценке сделки (это сам по себе несовершенный метод), то он часто не учитывает «ослабление управления», а это зачастую делает сделку катастрофой. В связи с этим необходим анализ способностей высшего руководства и запас его прочности в любой компании, осуществляющей приобретение.

Таким образом, от роста стали отказываться и гораздо большее внимание стали уделять риску и качеству. Инвесторы по своей природе хорошо реагируют на те компании, которые могут устранять риски из своей деятельности и, разумеется, из своей финансовой структуры. Похожим образом те компании, у которых прибыль высокого качества — предсказуемые потоки прибылей, высокая и постоянная прибыль на задействованный капитал (ROCE) и сильная власть над ценообразованием — являются привлекательными в текущей экономической обстановке.

Ясно, что максимально всесторонний анализ всех граней этих факторов оценки жизненно необходим и тем, кто управляет бизнесом, и инвесторам, принимающим решение, инвестировать или нет собственные средства. Поэтому рассмотрим три ключевых фактора более пристально.

## РОСТ

Рост — ключевой фактор стоимости — решающий показатель стоимости бизнеса при оценке через дисконтированный денежный поток и коэффициент цена/прибыль. Однако нам необходимо быть крайне осторожными при оценке роста компании.

### Рост чего?

Что необходимо прояснить — что именно мы имеем в виду, когда говорим о росте: потока денежной наличности, продаж или прибыли. Такие показатели, как соотношение цена/прибыль неизбежно заставляют рассматривать рост с точки зрения прибыли. Однако если этот показатель достигается урезанием затрат, то он намного менее устойчив (и более низкого качества), чем рост продаж. Проявив некоторую долю цинизма, можно увидеть, что если налицо ситуация, когда учетную политику интерпретируют с целью создать благоприятную видимость, значит, основной бизнес не дает требуемых результатов, поэтому модель бизнеса не такая, как мы ожидали.

Нам также необходимо различать естественный рост (т.е. рост от действующего бизнеса) и рост в результате поглощения: последний связан с гораздо большим риском. Естественный рост, обусловленный ростом доли на рынке и низкой базовой стоимостью в сочетании с но-

выми товарами на рынке, удовлетворяющими реальные потребности клиента, предполагает настоящий наступательный прорыв в бизнесе. Это также показывает, что коллектив управляющих готов выполнить взятые обязательства по здоровому росту бизнеса, сохраняя при этом все конкурентные преимущества компании.

Существует несколько способов (источников) роста:

- пребывание на растущем рынке;
- разработка нового товара или технологии;
- получение доли рынка;
- продвижение товаров/услуг на новые региональные/географические рынки;
- инвестирование в новые производственные мощности;
- поглощение конкурентов.

Рынок использует различные подходы к этим факторам роста, главным образом потому, что с ними могут быть связаны большие риски: например, риски при приобретении новой компании могут быть больше по сравнению с рисками существующего на рынке товара, который занимает долю на растущем рынке. Поэтому рынок оценит более подерживаемый в перспективе и менее рискованный рост более высоко, чем «одноразовый рост», которому сопутствуют высокие риски.

Часто поглощение может увеличить бизнес, но оно не улучшит его потенциал долговременного роста. Проблема, связанная с уменьшением издержек, снова приводит к тому, что такой рост будет «одноразовым». Поглощение увеличит прибыль в следующем году, но это необязательно будет продолжаться и далее.

В то время как рост является привлекательным с точки зрения получения денег в долгосрочной перспективе, имейте в виду, что:

- он привлекает много капитала, который негативно сказывается на прибыли (насколько уникален товар или услуга и каковы препятствия для входа?);
- он может потребовать много капитала на ранних стадиях и не создавать потока наличных денег;
- он может не приводить к созданию биржевой стоимости акции;



- Вы не знаете, когда он произойдет или как долго он продлится — рост может произойти некоторое время спустя и продолжаться намного меньше, чем предполагали;
- Цена акций резко понижается, если ожидания не оправдались.

## РИСК

В последние годы использовался подход к риску, при котором риск в значительной степени сводился к математическим числам и моделям: например, использование показателя бета. Однако, чтобы получить более основательную оценку рисков в бизнесе, нам потребуется реальное представление о том, что происходит. Используя подход, объединяющий рост, риск и качество, выделим главные составляющие риска:

- *Риск в бизнесе* — присущий этому роду деятельности риск, связанный с операционной прибылью и потоками наличных денег компании, а также с конкурентной стратегией, которой следует компания;
- *Финансовый риск* — это риск, связанный с типом финансирования, который используется для финансовой системы бизнеса, т.е. он зависит от структуры капитала. Финансирование бизнеса заемными средствами более рискованно. Это создает риск дефолта компании по ее обязательствам вернуть кредит.

Исследование, проводившееся Бюклером, Фриманом и Хульме<sup>1</sup> (ХБР, сентябрь 2008), предполагает, что большая часть рисков (до 90%) для потока наличных денег бизнеса определяется пятью ключевыми факторами: риском спроса, операционным риском, товарным риском, страновым риском и валютным риском. Они могут варьироваться в разных компаниях, но дают действительное представление о сложности риска в бизнесе и финансовом риске.

Если мы соединим высокий финансовый риск (высокий долг) и высокий риск в бизнесе, тогда станет совершенно ясно, что потенциально данная компания становится очень опасной. Рисунок 1.2 показывает потенциальную ловушку такого сочетания.

<sup>1</sup> Buehler, L., Freeman, A. and Hulme, R. (2008). «The New Arsenal of Risk Management», Harvard Business Review, September.



Рис. 1.2. Эффект операционного рычага — как он работает

На этом рисунке показано, что сочетание высокого показателя операционного рычага (т.е. когда фиксированные затраты велики по сравнению с переменными затратами) — когда небольшое изменение выручки приводит к огромному изменению доходов, поскольку затраты в основном фиксированные — и высокого долга (финансового рычага) приводит к сокрушительному удару по результатам.

Это очень легко понять, поэтому, наверное, может вызвать удивление, как много циклических компаний и компаний с высокими фиксированными затратами (компании в автомобильном, техническом, строительном и авиастроительном секторах) взяли большие суммы в долг во время экономического подъема. Сейчас им приходится расплачиваться за это.

На рисунке 1.2 ясно видно, насколько важно управление ценообразованием для отрасли или компании, так как любое снижение цены сразу же вычитается из суммы прибыли. Так, на нашем примере снижение цены в 5% — 150 млн фунтов прибыли — при фиксированных затратах приводит к такому же падению операционной прибыли и прибыли до вычета налогов — на 150 млн фунтов. Таким образом, операционная прибыль падает с 300 до 150 млн фунтов; 5%-ное снижение цены и выручки приводит к 50%-ному снижению прибыли. Результат действия рычага — соотношение 10 : 1.

(На практике всегда можно проследить взаимосвязь между изменениями оборота и соответствующим воздействием на операционную прибыль по отчетам компаний. Такой подход не всегда точен, так как валюта и другие связанные с затратами факторы также оказывают влияние, но всегда стоит проанализировать эту взаимозависимость.)

Важно заметить, что, поскольку выплаты по процентам высоки (в соответствии с высоким уровнем задолженности), прибыль до выплаты налогов упадет на 66%, а не на 50%. Фактически выплаты по процентам представляют собой еще одни фиксированные затраты.

Такое 5%-ное снижение цены обрушивает **отчет о прибылях и убытках**, тем самым оказывая крайне негативное влияние на важные и ключевые показатели. Таким образом, если мы углубимся в отчет о прибылях и убытках (P&L), то увидим, что такая в целом неплохая цена может привести к следующему:

- компания нарушает свои обязательства по договору с банком (после того как **покрытие по процентам** падает до опасных уровней);

- **дивиденды** урезаются (так как покрытие по дивидендам снижается до показателя менее 1x).

Поэтому из-за такой структуры затрат и уровней задолженности бизнеса 5%-ное снижение цены совершенно разорительно для компании. А как мы увидим, 10%-ное снижение цены и выручки приводит к тому, что операционная прибыль снижается до нуля, а компания фиксирует убыток до выплаты налогов, равный 75 млн (выплаты по процентам). Цена акций либо рухнет полностью, либо уже будет находиться на низких уровнях, когда инвесторы выразят обеспокоенность по поводу неизбежности такого исхода. Хотя это простой пример, он не так далек от реальной ситуации в General Motors, любой авиакомпании или другой крайне зависимой от экономического цикла отрасли с фиксированными затратами, где падение цен влечет за падающим спросом и/или из-за доведенной до максимума конкурентной борьбы происходит совершенно аналогично.

Исходя из того, насколько сильно воздействие такого падения цен на компанию, решающее значение для оценки перспектив и рисков компании будет иметь анализ динамики отрасли, конкурентной структуры и позиционирования продукции компании на рынке, от которого зависит ценообразование (к этой теме мы вернемся в следующей главе).

### Риск как экономические характеристики отрасли и корпоративное управление

Хотя до сих пор продолжают споры по поводу компенсации инвесторам за риск, в центре которых оказывается **стоимость капитала** (которая зависит от безрисковой ставки как альтернативной стоимости упущенной возможности от инвестирования в низкорисковые гос-облигации, премии за риск по акциям и бета-показателя компании), является ли она верным подходом к рискам инвестирования в бизнес в реальной ситуации?

Более обоснованной и крайне эффективной процедурой оценки является подход, предложенный Уорреном Баффетом. Риск в основном определяется экономическим состоянием бизнеса и качеством управления. В частности, его комментарии по поводу управления изложены с точки зрения хорошего **корпоративного управления**, предполагающего, что именно оно является ключевой составляющей риска — нечто, чем все более озабочены акционеры при имеющихся проблемах управления

в таких «голубых фишках», как Marks and Spencer и Shell. Подход Баффета к риску, подробно сформулированный в его письме к акционерам 1993 года, заключается в следующем:

- оценка долговременных экономических показателей бизнеса — насколько они определены;
- управление:
  - должным ли образом распоряжаются управляющие существующими активами;
  - должным ли образом используются ими потоки наличных денег (например, добавленная стоимость);
  - руководство работает на своих акционеров или на самих себя;
- инфляция и налоги — долговременное воздействие на покупательную способность;
- цена покупки.

Такой анализ интересен во многих аспектах. Он акцентирует тот факт, что реальный риск для акционеров связан с компанией, ее рынками и решениями руководства — нечто, что необязательно отражено в изменчивости фондового рынка или «уравнениях с греческими символами».

Первый пункт обращает наше внимание на необходимость ближе ознакомиться с **фундаментальными характеристиками сектора** и положением компании в нем. Рыночные доли, качество торговых марок, покупательная способность, снижение затрат и высокие барьеры у входа представляют собой ряд характеристик, имеющих решающее значение для экономической состоятельности бизнеса. Важно, что такой подход к оценке конкурентоспособности в долговременной перспективе (также лежащий в основе модели пяти основных сил, предложенной Портером) резко контрастирует с насыщающим рынок установками на краткосрочные прибыли. Фактически он намеренно заостряет внимание на качестве прибылей (т.е. их предсказуемости и стабильности), отходя в сторону от количественных показателей. Мы знаем, что, когда у компании слабое положение на рынке и она не в состоянии контролировать цены, итог может быть катастрофичен. Пример с операционным рычагом, изложенный выше, показывает опасность для бизнеса в связи с падением цен. Интересно, что Уоррен Баффет

всегда работал с компаниями со значительным потенциалом торговой марки. Принимая во внимание ситуацию на рисунке 1.2, он отпуская язвительные замечания по поводу своего членства в выдуманной им авиакомпании под названием «Анонимные авиалинии», после того как инвестирование в авиапромышленность стало совсем бесполезным делом. Если бы ему снова пришла неожиданная идея вложить средства в авиакомпанию, он позвонил бы другу, чтобы тот его отговорил.

Акцент, который Баффет делает на руководстве и его способностях хорошо управлять существующим бизнесом, говорит о том, что это также ключевой элемент риска. Если производитель умеет снизить затраты и выполняет рутинные обязанности исключительно эффективно — то это именно те качества, которые акционер вправе требовать от бизнеса. Такие характеристики имеют решающее значение для стоимости, особенно в экономической среде с низкой инфляцией. Компании, которые постоянно вынуждены заниматься реструктуризацией, обладают неэффективной базовой стоимостью с явными рисками для инвесторов. Интересный пример на эту тему — влияние «бюджетных» авиакомпаний (с низкими затратами) на так называемых традиционных или национальных авиаперевозчиков.

Ключевой результат хорошего управления существующим бизнесом зависит, теоретически, от мощного потока наличных денег. Использование такого потока наличности с целью достичь позитивного результата — способом, который приносит выгоду акционерам, — является решающим фактором. Это во многом отражает мнение акционеров, которые в наши дни стремятся инвестировать в компании с мощным потоком наличности, способные профинансировать рост бизнеса без обращения за помощью к переживающему не лучшие времена банковскому сектору, одновременно обеспечивая рост дивидендов, которые помогают приносить прибыль в долгосрочной перспективе.

Действует ли руководство компании исключительно в интересах акционеров или нет — это ключевая проблема корпоративного управления. Руководство должно действовать не в собственных интересах, а в интересах акционеров, это имеет решающее значение для акционеров. Компании (WorldCom, Enron, Ahold и Parmalat), которые наиболее известны аннулированием стоимости, — все они использовали стратегии быстрого роста, который достигался посредством агрессивной политики поглощений и гибких способов бухучета, позволявших добиться плановых прибылей, что, в свою очередь, обеспечивало руководству хорошие бонусы.

Такой агрессивный подход к росту и желание выставить напоказ благополучие компании при использовании гибкой бухгалтерии (если воздержаться от слова «мошенничество») целиком и полностью основывались на выгоде менеджеров, а не акционеров; а экономическую целесообразность сделок в самом лучшем случае можно назвать сомнительной. В связи с этим растущее активное желание инвесторов увидеть улучшенное корпоративное управление вряд ли кого-нибудь удивит.

Крах многих фирм финансового сектора также показал, что управление остается под самым пристальным вниманием инвесторов. Международная сеть корпоративного управления считает, что советы директоров «не в состоянии понять и управлять риском и положительно воспринимают пагубные инициативы»<sup>1</sup>, и, учитывая продолжающуюся дискуссию по поводу риска, она также требует, чтобы институциональные инвесторы «учитывали рискованый профиль модели бизнеса компании как части процесса по принятию своих инвестиционных решений»<sup>2</sup>.

Если оценка стоимости капитала важна при оценке рисков, с которыми сталкиваются инвесторы, она, самое большее, дает лишь частичное представление о потенциальных опасностях, которые их ожидают. Более всесторонний взгляд должен включать конкурентоспособность бизнеса, качество прибыли и, что является решающим фактором, качество управления. В частности, главным аспектом минимизации риска является преследование высшим руководством не собственных интересов, а интересов акционеров. В соответствии с этим хорошее корпоративное управление — когда высшее руководство действительно полагается на передовые практические методы и реализует их, — снижает риск и существенным образом снижает стоимость капитала.

## КАЧЕСТВО

Качество потока денежной наличности и прибыли является одним из существенных компонентов оценки любой компании. Хотя не существует ни одного определения качества, необходимо обращать внимание на следующие факторы:

- стабильность и прозрачность прибыли с точки зрения коммерческих перспектив, которые, в свою очередь, зависят от перспектив

<sup>1</sup> Skypala, P. (2008) «Time to reward good corporate governance», Financial Times, 16 November.

<sup>2</sup> Там же.

объема, ценообразования и затрат: при высококачественных прибылях намного легче предсказать прибыль компании;

- значительная и постоянная прибыль на капитал/создание биржевой стоимости акций;
- что прибыль создается основным бизнесом, а не одноразовыми продажами подразделений или другими (некоммерческими) побочными выгодами;
- что должно контролировать руководство и на что оно может повлиять (есть ли у компании контроль над ценообразованием и может ли это сказаться на производственных издержках?);
- что прибыль полностью/эффективно поступает в поток наличных средств;
- использование очень простых и консервативных стратегий бухучета, что гарантирует достоверность суммы прибыли, которая должна соответствовать реальному состоянию дел в бизнесе, т.е. тому, как он реально приносит результат.

Чем больше компания вовлечена в манипулирование бухгалтерией с целью достичь плановых показателей прибылей, тем менее качественная у нее прибыль. Однако в тех случаях, когда прибыль выигрывает от манипуляции, ее результативность менее стабильна — на какой-то стадии процесс выйдет из-под контроля и реальность коммерческой среды обрушится на прибыль со всей силой. Например, компания, которая использовала резервы, чтобы достичь целевых показателей прибыли (снизив реальные затраты на бизнес), может оказаться в трудном положении, когда все резервы будут исчерпаны. Реальные затраты на бизнес после этого восстановят свои прежние значения. Этой особенностью характеризовались многие поглощения, вызвавшие рост акций в 1990-х годах.

Компании с агрессивными плановыми показателями прибыли должны использовать гибкие стратегии бухучета, чтобы достичь таких показателей, но в конечном счете коммерческая среда сведет такие стратегии на нет. Точно так же агрессивные поглощения часто могут скрывать то, что в действительности происходит в основном бизнесе, и прибыль выигрывает от поглощения только временно. Ключевым фактором здесь является конвертирование прибыли в денежные средства. Прибыль является предметом суждений (т.е. зависит от интерпретации

бухгалтерских стратегий), в то время как наличные деньги являются фактом. Манипулирование учетной политикой при определении прибыли или продаж может создать видимый плюс для прибыли, однако это не увеличит потока наличных денег.

Другая область, которую необходимо исследовать, — куда поступает солидная доля прибыли от связанных компаний. Основная компания инвестировала в другую компанию или предприятие. Первая может регистрировать в бухгалтерских отчетах свою справедливую долю прибыли, но она не обязательно будет соответствовать денежным средствам, поскольку поступающие денежные средства зависят от дивидендов, получаемых от таких инвестиций.

Пример с компанией IBM, связанный с ликвидационной распродажей и ее пенсионным фондом, дает яркую иллюстрацию проблемы **качества прибыли**. Причина для пристального изучения показателя результативности — необходимость оценки результативности основного (конкурентоспособного) бизнеса. Немаловажно то, что достижения плановых показателей прибыли или ожиданий посредством односторонней побочной выгоды, в то время как результативность основного бизнеса разочаровывает, в конечном счете станет явным и цена акций упадет. Все эти побочные выгоды для повышения прибыли выпадают из уравнения, так как рост прибыли зависит исключительно от результативности бизнеса. Если, например, выручка разочаровывает и компания теряет свою долю на рынке, это окажет влияние на оценку даже в том случае, если доход сохраняется на необходимом уровне. Инвесторам всегда следует быть осторожными при исследовании результатов компаний, которые уже использовали сомнительные стратегии бухучета с целью достичь плановых показателей прибыли. Оценка должна отражать такую озабоченность.

Другой важный аспект для качества прибыли — как руководство может повлиять на ситуацию. В товарно-сырьевых компаниях, например, прибыли из-за свойств сырья будут непостоянными. Компания, торгующая древесиной, будет подвержена скачкам цен и колебаниям валют, определяющим ее прибыль. И то и другое трудно предугадать, и руководство компании не в силах это контролировать. В такой ситуации нельзя сказать, что руководство не слишком хорошо справляется со своими обязанностями, но очевидно, что прибыли будут нестабильными. Если бизнес выигрывает от резких скачков цен, насколько этот рост результативности обусловлен хорошим управлением и контролем над бизнесом? Помимо того, что руководство

управляет такими высокими ценами, необходимо задуматься над их стабильностью. Напротив, компания с сильной позицией на рынке и известной торговой маркой сможет оказать влияние на цену, что обеспечит высококачественные прибыли.

### БИРЖЕВАЯ СТОИМОСТЬ АКЦИИ: ТЕКУЩИЕ РАЗНОГЛАСИЯ

Одним из ответов на недавний финансовый кризис стал пересмотр биржевой стоимости акции. Это показатель прибыли бизнеса, который позволяет эффективно оценить, получают ли акционеры вознаграждение за риск, на который они идут; использует ли руководство подотчетные активы на благо акционеров и обеспечит ли оно хорошую прибыль, используя эти активы. Все свидетельствует о том, что получение этой прибыли является решающим фактором, влияющим на цену акций в долгосрочной перспективе.

Джек Уэлч, бывший генеральный директор General Electric, заявил: «На первый взгляд, биржевая стоимость акции — это самая неясная идея в мире»<sup>1</sup>. Трудно с ним не согласиться, если взглянуть на сложившуюся ситуацию. Однако менеджеры неизменно стремятся обеспечить рост как способ увеличить цену акций, даже если это связано с большим риском. Во многих случаях коллективы управляющих жертвуют действиями, которые улучшат конкурентоспособность бизнеса, чтобы достичь плановых показателей прибыли. Фактически коллективы управляющих управляют ценой акций, а не бизнесом.

Исследование, проведенное в Университете Дьюка и Университете Вашингтона<sup>2</sup>, обнаружило, что 78% старших финансовых работников в США склонны пожертвовать биржевой стоимостью акции ради достижения плановых показателей прибыли. Примерно 55% заявили, что они отложат (прибыльный и добавляющий стоимость) проект по той же причине. Интересно, что в III квартале 2003 г. больший процент компаний превзошел с небольшим перевесом прогнозы Уолл-Стрит по сравнению с компаниями, не достигшими таких показателей, чем это было в 1999 г. Сочетание экспертизы и последующего роста прибыли предполагает степень манипулиро-

<sup>1</sup> Gurrera, F. (2009) «Welch condemns share price focus», Financial Times, 12 March.  
<sup>2</sup> Graham, J., Harvey, C. R. and Rajgopal, S. (2003-04) «The economic implications of Corporate Financial Reporting», Duke University/University of Washington.



вания бухгалтерией (не говоря уже о недавних финансовых скандалах) и нездоровое стремление сделать прибыль в краткосрочной перспективе — цель в виде сомнительного импорта, чтобы добиться за счет него плановых показателей прибыли, не имеет ничего общего с денежными средствами или экономической стоимостью. Руководство управляет целью (прибылью), но не бизнесом. Однако бизнесом необходимо управлять, чтобы получать количественные показатели на длительном отрезке времени.

Таким образом, стремление к достижению плановых показателей дезорганизует принятие решений. Примеры на эту тему — урезание научно-исследовательской деятельности или расходов на маркетинг, чтобы прибыль гарантированно отвечала ожиданиям. Инвесторы не будут в восторге, когда узнают, что при достижении плановых показателей прибыли были значительно сокращены расходы на маркетинг в связи с чем был нанесен ущерб франшизе бизнеса. Так в чем же конкретно заключается преимущество таких краткосрочных решений? Отчетливо проступают разочаровывающие проблемы в бизнесе (например, показатели были бы меньше ожиданий, если бы не сократили расходы на маркетинг), в то время как суждения управляющих вызывают недоумение.

Что более важно и гораздо более губительно — это намеренное манипулирование способами бухучета, чтобы прибыль гарантированно разочаровала. Как правило, такая ситуация наиболее вероятна в компаниях, где составляют агрессивные планы роста или где принцип оплаты или выплаты вознаграждений связаны с прибылью. В это заключаются разногласия по поводу корпоративного управления: принятие решений дезорганизуется в угоду политике, обеспечивающей рост (или иллюзию такового), но при этом аннулируется биржевая стоимость акции. Такой подход работает в первую очередь на руководство, обеспечивая должности и зарплату, но не на акционеров. Привязка зарплаты к краткосрочным и весьма спорным показателям результативности приводит к циничному отношению к делу. Что гораздо важнее, такой подход также отвлекает внимание от ключевых долговременных стратегических вопросов, которые в первую очередь определяют результативность компании и создание стоимости.

Если в последствии акционеры обнаружат, что руководство компании манипулировало ее счетами или принимало вредные для долговременных интересов компании решения, то репутация управляющих понесет непоправимый урон. Это может иметь намного более вредные

последствия, чем невозможность достичь плановых показателей — даже если стремление к ним обусловлено вескими причинами.

Должным образом реализованная биржевая стоимость акции охватывает три составляющие — рост, риск и качество, а не один показатель роста прибыли. Биржевая стоимость акции в итоге создается только в том случае, когда прибыль на инвестиции компенсирует акционеру его риск.

Существуют значительные разногласия по поводу того, служит ли биржевая стоимость акций удовлетворению интересов только одной, пусть и главной, группы (акционеров) за счет других участников бизнеса. Они строятся на допущении, что интересы одних всегда удовлетворяются за счет других, однако в реальной жизни варианты не обязательно исключают друг друга. Когда мы рассматриваем фундаментальные показатели бизнеса, то в первую очередь смотрим на конкурентоспособность бизнеса и его способность приносить стабильную прибыль с течением времени. Устойчивая способность к такому долговременному конкурентоспособному состоянию определяет количество созданных материальных благ. Пристальное внимание к успешности бизнеса (например, влияние и качество торговой марки для клиентского бизнеса и, таким образом, готовность удовлетворить потребности клиента в первую очередь) в конечном счете представляет собой намного более эффективный способ поднять биржевую стоимость акций, чем стремление к росту прибыли. Подобным образом и уважительное отношение к работникам, так чтобы они уважительно относились к клиентам, также является способом успешного слияния всех соперничающих интересов.

Таким образом, более всесторонний подход к биржевой стоимости акции и принятие точки зрения, что она означает результативность бизнеса с течением времени, автоматически учитывают интересы других участников бизнеса как неизбежность: каким еще способом можно создать биржевую стоимость акции?

### Ключевая концепция

С точки зрения инвесторов, биржевая стоимость акции — это просто эффективный способ гарантировать, что бизнес приносит прибыль, которая компенсирует им взятые на себя риски (раздел по анализу рисков). Это влечет денежные затраты на управление деньгами инвесторов. Сможет ли руководство создать прибыль на капитал (после

вычета налога), которая будет больше стоимости капитала, чтобы вы смогли получить положительную прибыль? Компания, которая приносит высокие постоянные прибыли, будет оценена выше и будет показывать лучшую динамику, чем компания, регулярно получающая плохую прибыль. Высокая прибыль — уверенный признак высокой оценки и способности приносить доход на протяжении долгого времени.

Одна из фундаментальных установок инвестирования в акции — представлять себе концепцию биржевой стоимости акции. Она дает нам следующее:

- отличный способ оценки результативности управляющих;
- способ соотнести прибыль с риском;
- средство для принятия решения о том, является ли бизнес (или подразделение) конкурентоспособным и хорошо ли он управляется;
- наиболее эффективный способ оценки эффективности слияний и поглощений.

Данная концепция также лежит в основе многих дискуссий по поводу корпоративного управления и корпоративной этики. Коллектив управляющих может прекрасно справиться с задачей роста и получить соответствующее вознаграждение. Однако, если рост достигается агрессивными займами (что создает большой риск), серией все более крупных поглощений (умножающих риск и редко увеличивающих стоимость) или за счет прибыли, вы, как инвестор, проигрываете.

## БИРЖЕВАЯ СТОИМОСТЬ АКЦИИ: ИНТУИТИВНЫЙ ПОДХОД

Если рассматривать различные категории активов, в которые мы можем вложить средства, целесообразно разделить их по принципам увеличения вероятных рисков и определить, какого рода прибыль мы хотим получить от их использования. Такой способ позволяет сравнить структуры риск/вознаграждение этих активов.

Как показывает рисунок 1.3, предположительно мы хотим получить 5%-ную прибыль от государственных облигаций. Теоретически облигации — относительно низкий риск; таким образом, прибыль, которую мы ожидаем за относительно невысокий риск, должна быть невысоко

(хотя необходимо учитывать риск инфляции и дополнительные эмиссии госбумаг в течение следующих нескольких лет, увеличивающие государственный долг). Такая ставка часто называется безрисковой ставкой. Она становится нашей основой, и остальные категории активов расцениваются с учетом данной информации — увеличение этой ставки зависит от альтернативных рисков. Эти пять процентов получают в виде купона, по которому правительством начисляются выплаты держателю облигации. Затем долг возмещается при погашении — если облигация выпущена по цене 100 фунтов, правительство возвращает вам назад 100 фунтов. Прибыль называют **доходом по облигации**.

Таким образом, инвестировав в долг компании с рейтингом AAA (очень надежная компания в безопасном секторе, например Nestle), мы все еще находимся в зоне небольшого риска. Соответственно, разница между безрисковой ставкой и ставкой прибыли от инвестирования в данную компанию может быть небольшой, а доход по этой корпоративной облигации может быть, например, 6% (хотя корпоративные облигации некоторых компаний могут быть в определенных условиях более безопасными, чем гособлигации).

Ясно, что для компании с гораздо более низким **кредитным рейтингом** (см. стр. 239), поскольку она работает со значительно большими суммами заемных средств и может находиться в секторе, более подверженном неблагоприятным явлениям экономики, чем сектор продуктов питания, мы хотим большую прибыль за взятый на себя риск. Насколько больше — это зависит от того, насколько слаба ее финансовая система и насколько нестабилен данный бизнес. На рисунке 1.3 мы предположили, что нам нужен доход в 8%.

Риски по **акциям** еще выше — акционеры в последнюю очередь получают долю от распродажи активов, если дела пошли по самому плохому сценарию, как можно было наблюдать в последнее время. На рисунке 1.3 мы указали значения при инвестировании в акции в целом (на самом деле риски различны у разных компаний). Очевидно, что они крайне субъективны, и у людей могут быть самые различные требования к прибыли, которую они хотят получить при инвестировании. Мы предположили, что требуемая прибыль — 10%. Из практики известно, что по акциям можно получить прибыль 8–10% (хотя при анализе видно, что в течение последнего десятилетия прибыль оказывалась намного меньше этого показателя).

Если мы используем показатель 10%, это означает, что мы хотим прибыль в 10% в виде компенсации за риск при инвестировании в ак-

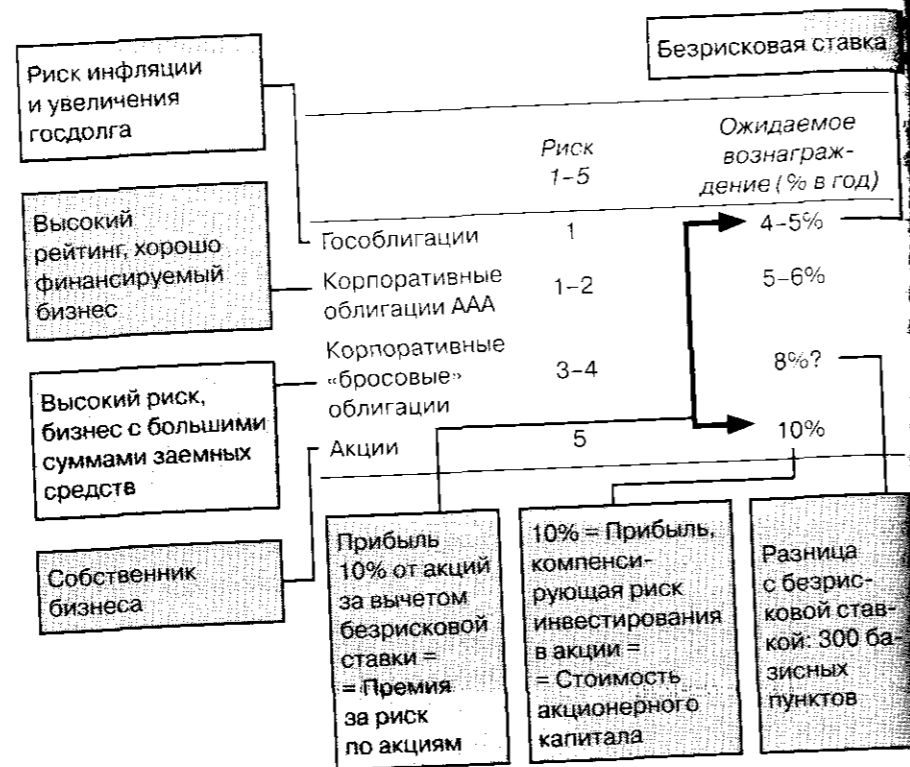


Рис. 1.3. Предполагаемая структура риск/вознаграждение по некоторым активам и секторам

шии. Мы знаем, что можем получить 5% при отсутствии риска, поэтому нам нужны дополнительные 5% при инвестировании в акции. Их называют премией за риск по акциям. Обычно она находится в диапазоне 3-6%.

Однако в отличие от облигации эти 10% не обязательно приносят купон или дивиденд. Вероятно, что проценты станут результатом повышения стоимости капитала (когда акции поднимаются в цене) и дохода по акциям, когда компания выплачивает дивиденды. Точное соотношение зависит от того, идет ли речь об акциях растущей компании, которая использует потоки наличности для инвестирования в собственное будущее, — увеличение капитала будет составлять основную часть прибыли. Напротив, компания с низким показателем роста, давно действующая на рынке и создающая мощный денежный поток может позволить себе выплачивать дивиденды акционерам. Большая

часть прибыли в этом случае будет в виде дохода от дивидендов. Такое сочетание увеличения капитала и дохода называют полной прибылью по акциям. В действительности она является стоимостью акционерного капитала — вам необходима прибыль 10% (в среднем) от инвестирования в акции.

Если управляющие компании не в состоянии обеспечить такую прибыль от тех денег, которые вы вкладываете, вам лучше воспользоваться инвестициями в другие активы или получить 5% прибыли за очень невысокий риск. Фактически вы берете 10% с руководства компании за использование ваших денег. Менеджеры должны потратить их в своем бизнесе так, чтобы заработать больше этой суммы, в противном случае для компании эти инвестированные деньги не принесут выгоды.

Для того чтобы определить прибыль, получаемую от денег в бизнесе, посмотрим на прибыль на капитал после вычета налогов. Это получаемая операционная прибыль, поделенная на активы, необходимые для получения этой прибыли. Эти активы также называют **прибылью на задействованный капитал**. Итак,

$$\text{Прибыль на задействованный капитал} = \frac{\text{Операционная прибыль после вычета налогов}}{\text{Средства акционеров} + \text{Чистая задолженность}}$$

Когда речь идет о конкретных акциях, нам необходимо понять, какие риски с ними связаны, а также с их бизнес-моделью. Финансовыми структурами (как рассматривалось на стр. 26) и секторами, в которых находится бизнес. Рисунок 1.4 показывает уровни прибыли, которые можно получить от вложения средств в различные сектора.

Как видно из этого рисунка, мы шли таким же путем, как на рисунке 1.3. Ясно, что в стабильном секторе, таком как коммунальные услуги, где (экономические) риски относительно невелики, мы ожидаем относительно невысоких прибылей. Таким образом, мы ожидаем, что эта прибыль придет в виде дохода. Напротив, прибыль компании биотехнического сектора крайне трудно предсказать, и ее можно будет получить очень не скоро, такая прибыль придет в форме увеличения капитала.

Как и в первом случае, я полагаюсь на свою интуицию, следовательно, вы можете иметь собственный взгляд на показатели. Рисунок 1.5 предлагает диапазон показателей риска по секторам и потенциальной прибыли. Фактически речь идет о стоимости акционерного капитала

по данным секторам: пока вы не получите прибыль в 8% или больше вы не станете инвестировать в компанию по производству спиртного а решение инвестировать в биотехническую компанию вы примите если прибыль по ней выше 25%.

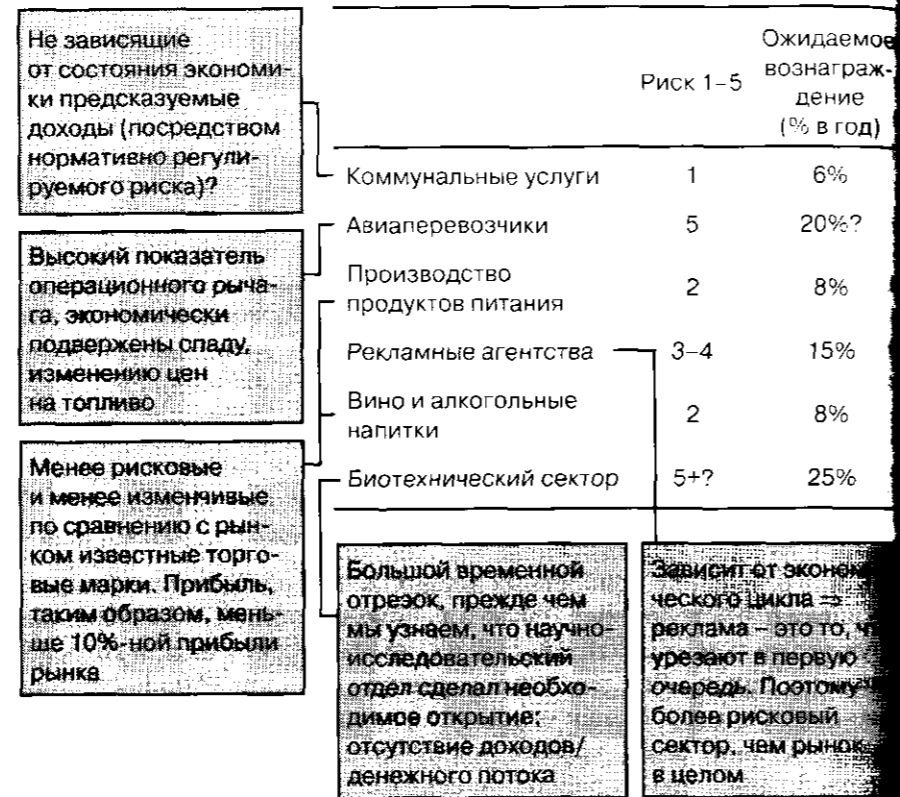


Рис. 1.4. Сектора — профиль риск/вознаграждение

Так как данные примеры дают информацию в целом, для большей точности нам потребуется воспользоваться моделью оценки основных средств (CAPM). Она даст результат, но имейте в виду, что в протяжении всей книги я обращаю внимание на то, что множество реальных рисков заложены в моделях бизнеса и зависят от событий, которые трудно предсказать. Разделение риска, показанное на стр. 20, предлагает более всестороннюю оценку. Одним из ключевых недо-

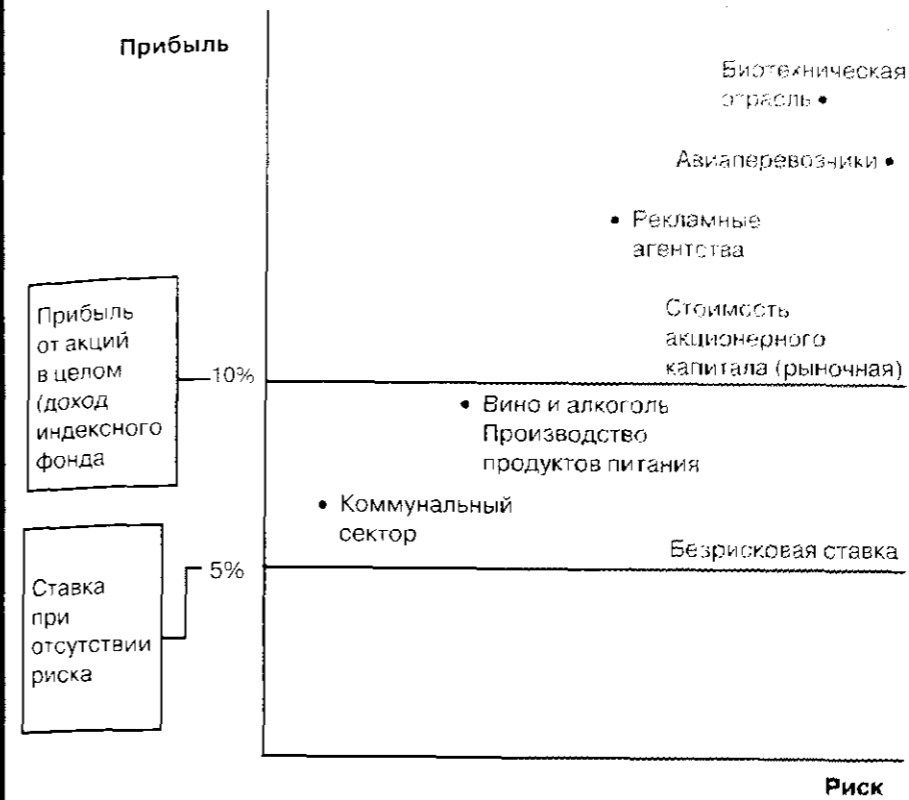


Рис. 1.5. Взаимозависимость между риском и прибылью

статков (возможно, одним из многих) модели CAPM является то, что показатель бета — это во многом показатель изменчивости, а не риска; и хотя он отражает риск в бизнесе и финансовый риск, все же он не выполняет эту функцию в должной мере.

Стоимость капитала определяется структурой финансирования компании — балансом между задолженностью и акционерным капиталом. Он зависит от:

- сочетания долга и акционерного капитала;
- долга, который дешевле акционерного капитала;
- налогообложения долга.

Эти взаимосвязанные элементы рассмотрены ниже.

## СТОИМОСТЬ ЗАЙМА

Стоимость займа просто оценить и подсчитать. Если компания может брать кредит в банке или на кредитном рынке под (приблизительно) 8%, это говорит вам о затратах на обслуживание долга компании. Важно, что выплаты процентов облагаются налогом, что делает долг даже более дешевым относительно акционерного капитала. В этом случае **стоимость долга** будет  $8\% \times 0,7$ , или 5,6% (например, после вычета 30%-ного налога).

Стоимость долга компании всегда зависит от ее финансового состояния, как описано на стр. 216–265. Кредитный рейтинг будет иметь решающее значение для стоимости долга. Обычно он определяется агентством по кредитным рейтингам и обозначен буквами: самый высокий – AAA. Чем ниже рейтинг, тем больше стоимость долга. Кроме того, когда агентство понижает кредитный рейтинг, не только увеличивается стоимость долга, но и существенно падает цена на акции компании.

## СТОИМОСТЬ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА

Как мы видим из примеров выше, можно интуитивно определить прибыль, которую мы хотим извлечь из конкретных секторов и акций. Что наиболее важно, **стоимость акционерного капитала** должна отражать процент прибыли, который требуется инвестору в виде компенсации за риски, связанные с акциями в целом и с конкретной компанией (которая может быть более рискованной, чем фондовый рынок в целом).

Принимая все это к сведению, стоимость акционерного капитала следует рассчитывать с учетом:

- безрисковой ставки заимствования;
- премии за риск по акциям, учитывающей риски, связанные с инвестированием в акции;
- изменчивости отдельной акции, которая измеряется по показателю бета.

Безрисковая ставка заимствования обычно основана на процентах по долгосрочной гособлигации и отражает альтернативную стоимость инвестирования в акции: прибыль, которую вы можете получить без

риска. Использование долгосрочной гособлигации также предполагает, что заранее принимаются в расчет (дисконтируются) предполагаемые показатели денежного потока.

Премия за риск по акциям — это прибыль, необходимая инвесторам в акции сверх прибыли по безрисковым гособлигациям, чтобы компенсировать дополнительные риски, связанные с инвестированием в акции. Обычно она рассчитывается путем анализа истории прибыли по акциям в сравнении с прибылью по гособлигациям, разница которых рассматривается как премия за риск при инвестировании в акции.

Однако использование исторических данных для определения премии за риск по акциям создает проблему, так как инвестирование в акции по своей природе деятельность, ориентированная на будущее. В целом премия за риск по акциям расценивается в диапазоне между 3 и 6%. В последние несколько лет возникли разногласия, какой именно должна быть премия за риск. Медвежий рынок последних лет привел к значительному росту премии за риск, так как инвесторы очень хорошо представляют риски от вложения в акции. На сильных рынках конца 1990-х многие говорили о незначительной премии за риск — риск по акциям отсутствовал.

Показатель бета измеряет степень изменчивости, которой подвержена акция по сравнению с рынком в целом. Учитывая, насколько значительно влияние этого показателя на стоимость акционерного капитала, имеет смысл подробнее остановиться на нем и на факторах, определяющих его высокие или низкие значения. Также стоит обсудить, является ли показатель бета на самом деле разумным подходом к риску.

## ПОКАЗАТЕЛЬ БЕТА

### Что именно он показывает?

Показатель бета показывает, насколько изменчива конкретная акция по отношению ко всему рынку. Если рынок в целом растет на 10%, а акция увеличивается в цене на 12%, показатель бета равен 1,2. Напротив, на выросшем на 10% рынке акция показывает рост в 8%, показатель бета будет равен 0,8. На падающем рынке ситуация может вернуться в противоположную сторону, при этом акция с показателем бета 0,8 упадет на 8% при общем падении рынка на 10%.



Для получения показателя бета регистрируется прирост по акциям на месячной основе, как правило, в течение пятилетнего периода. Это может стать причиной проблем для новых акций на рынке, но, принимая в расчет сопоставимую компанию на рынке или оценивая характеристики новой компании, можно определить данный показатель. В теории показатель бета служит основой для прогнозирования, т.е. он характеризует будущую динамику и с течением времени стремится к единице (т.е. акция полностью повторяет динамику изменения рынка). Это не простая методика — различные подходы и различные агентства, вырабатывающие статистические данные, могут определять различные показатели бета, которые существенно меняют стоимость капитала.

Снова прибегая к жаргону, «специальный риск по акциям» не учитывается в таком определении потому, что этот риск может быть диверсифицирован посредством портфеля акций. Риск фондового рынка (изменчивость по отношению к рынку) — эти два фактора используются для определения стоимости капитала.

#### Что определяет показатель бета

Показатель бета варьируется в зависимости от акций и сектора. Как правило, чем более циклический сектор, тем выше должен быть показатель бета. Это связано с тем, что отдельные акции более изменчивы, чем рынок в целом. На рисунке 1.2 мы наблюдали воздействие на прибыль небольшого снижения оборота. Напротив, чем более защищены отрасли экономики, например сектор коммунальных услуг и сектор продуктов питания, тем меньше они будут зависеть от движений индексов фондового рынка (см. рисунок 1.4, где показано, как меняется ситуация в различных секторах, когда на экономику оказывает воздействие изменение процентных ставок). Таким образом, «защищенные» акции будут иметь низкий показатель бета, в то время как более циклические ценные бумаги — более высокий.

Таблица 1.

Показатель бета по различным секторам

Сектор	Ценные бумаги	Бета
Защищенный	Unilever	0,4
Циклический	BA	1,5
Растущий	Logica	1,1

Ясно, что на рынках, переживающих «нервные» времена, защищенность и низкий риск международной компании по производству пищевых продуктов Unilever будут означать своего рода «тихую гавань». Тем не менее, когда настроения на фондовом рынке более позитивные, такие бумаги могут стать невыгодными.

#### Высокий показатель операционного рычага против низкого показателя операционного рычага (уязвимость прибыли)

Снова посмотрим на стр. 26. Высокий показатель операционного рычага, скорее всего, приведет к большей изменчивости, что, соответственно, отразится на показателе бета (он будет более высоким). В данных условиях любые изменения выручки приведут к гораздо большим изменениям операционной прибыли.

#### Большой финансовый рычаг против малого финансового рычага (изменчивость прибыли)

Точно таким же образом компания, которая сильно отягощена заемными средствами — большой финансовый рычаг, — будет более рискованной, и прибыль такой компании будет увеличиваться (падать) более значительно при значительном росте (снижении) процентных ставок.

#### ЛИКВИДНОСТЬ

В той же мере, в какой для нас важны изменчивость конкретной акции по отношению к рынку и другие факторы, описанные выше, необходимо учитывать ликвидность акций, которая воздействует на показатель бета. Ликвидными считаются акции, если их можно покупать и продавать в больших количествах без последствий для цены акции. Напротив, акции, которые можно продавать и покупать только в небольших количествах (это приводит к значительному изменению цены акции), считаются неликвидными. Очевидно, что, когда мы говорим об изменчивости акций по отношению к рынку, ликвидность или неликвидность играет здесь свою роль.

### Что измеряет бета – изменчивость или риск?

Можно утверждать, что бета, как показатель риска, не является надежным мерилom. Он измеряет изменчивость, которая может соответствовать но может и не соответствовать риску. С точки зрения фундаментальных характеристик известная надежная компания с хорошей стоимостью может иметь более высокий показатель бета, чем компания с более слабой позицией на рынке и более скромными перспективами. Точно так же акции могут значительно изменяться в цене, потому что они неликвидны, но финансовый риск и риск в бизнесе при этом ограничены и хорошо контролируются. Другая проблема при использовании показателя бета в том, что это установленный на основе практики показатель взаимосвязи акций и фондового рынка – он может быть полезным, а может и не представлять важности при определении будущей динамики.

Разумеется, акционерам одной из потухших звезд Уолл-Стри (Enron, WorldCom, Global Crossing и т.д.) нет дела до показателя бета этих акций. Экономические характеристики бизнеса, качество и честность руководства – фундаментальные факторы при оценке структурных рисков.

Тех, у кого нет особых математических способностей, можно успокоить следующим высказыванием Уоррена Баффета:

«Читайте Бена Грэма и Фила Фишера, читайте ежегодные отчеты, но не решайте уравнения с греческими символами!»<sup>1</sup>.

### РАСЧЕТ СТОИМОСТИ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА

Используя следующие три компонента: безрисковую ставку, премию за риск по акциям и показатель бета, получим равенство:

$$\text{Прибыль по акциям} = \text{Безрисковая ставка} + \text{Бета} \times \text{Премия за риск по акциям}.$$

Или, если использовать греческие символы:

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f),$$

где  $R_e$  – это прибыль на акционерный капитал: требуемый доход по акциям, компенсирующий вам риски владения акциями;

<sup>1</sup> Lowe, J.C. (1997) Warren Buffett Speaks, New York: Wiley.

$R_f$  – это безрисковая ставка: прибыль, которую вы смогли бы получить без риска при инвестировании, например, в 10-летние государственные облигации;

$R_m$  – это прибыль, которую вы ожидаете получить от инвестирования в фондовый рынок в целом;

$R_m - R_f$  – это прибыль на рынке в целом ( $R_m$ ) за вычетом безрисковой ставки ( $R_f$ ) прибыли.

Данное равенство называют «премией за риск по акциям» – т.е. речь идет о прибыли, требуемой сверх безрисковой ставки для покрытия вашего риска при инвестировании в акции как в вид активов.

Таким образом, если вам необходимо получить 10% при инвестировании в акции, они и будут стоимостью акционерного капитала для акций в целом. Тогда премия за риск по акциям будет: 10% – 5% (безрисковая ставка) = 5%: это сверхприбыль, которую вы хотите получить в виде компенсации за риски владения акциями.

ERP (премия за риск по акциям) часто измеряется на протяжении длительных периодов и является средним приростом, на величину которого акции превосходят облигации. Исторически она находится в диапазоне между 3 и 6%. В качестве рабочей установки, таким образом, можно считать: стоимость акционерного капитала между 8 и 10% – это хорошо проверенное на практике правило.

Чтобы определить стоимость инвестирования в различные акции, нам необходимо принять во внимание риск/изменчивость этой конкретной акции. Мы сделаем это, используя показатель бета данной акции. Таким образом, компания с очень изменчивой стоимостью на рынке будет иметь высокий показатель бета, а компания, стоимость которой на рынке меняется незначительно, – низкий.

Если безрисковая ставка – 5%, а премия за риск по акциям – 4%, ценная бумага с бетой 1,2 будет иметь стоимость акционерного капитала

$$5 + 1,2(4) = 9,8\%.$$

Защищенная ценная бумага, например компания, занимающаяся розничной торговлей продуктами питания, или крупный производитель пищевых продуктов, может иметь бету, равную примерно 0,5. Это означает, что стоимость акционерного капитала будет

$$5 + 0,5(4) = 7\%.$$

Очень изменчивая ценная бумага, например авиакомпания с высоким показателем операционного рычага и большим долгом, будет иметь

бету, равную примерно 3. Соответственно, стоимость акционерного капитала будет

$$5 + 3(4) = 17\%$$

Таким образом, инвесторы в розничную торговлю продуктами питания могут хотеть прибыль больше 7% для покрытия рисков при инвестировании, в то время как инвестор в авиакомпанию хочет получить как минимум 17% прибыли, компенсирующей дополнительный риск.

Заметим, что в таблице прибыли по различным секторам мы указали 8% для сектора розничной торговли продуктами питания, поскольку интуитивно предположили, что этот сектор менее рискован, чем рынок в целом, по которому мы хотели получить прибыль в 10%. Следовательно, стоимость акционерного капитала действительно соответствует диапазону 7–8%, а для авиакомпании мы указали 20%.

Из вышесказанного мы можем увидеть, насколько зависит стоимость акционерного капитала от допущений относительно премии за риск, акциям, и значительную разницу в стоимости акционерного капитала компании с низкой бетой по сравнению с компанией с высокой бетой.

Большая часть этой дискуссии на тему стоимости капитала может показаться излишне подробной и неясной. Однако интуитивное решение о том, какие сектора или компании более рискованные, так играет очень значительную роль и позволяет успешно определить необходимую прибыль без сложных расчетов (или мнимой точности).

Подход Баффета представляется весьма обоснованным и обращает основное внимание на конкурентоспособность компании и качество руководства. Так или иначе, понятие стоимости капитала играет решающую роль, и вполне понятен принцип, который гласит, что вы как инвестору, необходимо получить компенсацию за риск, связанную с вложением ваших средств. Важно, что это та сумма, которую вы хотели бы получить от компании (и от ее руководства) за использование ваших средств, — и от этого зависит оценка работы руководства.

## ДРУГИЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Вы всегда можете выработать свой собственный практический подход при оценке рисков в бизнесе по Баффету, как и при оценке факторов, влияющих на показатель бета (например, определять его на основе сочетания операционного и финансового рычагов). Если существу-

ряд рисков, вы, возможно, предпочтете использовать стоимость акционерного капитала, равную примерно 15%, т.е. эту прибыль вы захотите получить по акциям. Для менее рискованных и менее изменчивых акций вы (предположим) решите, что 10% стоимости капитала — более разумная сумма: если речь идет о новых компаниях, прибыль в 20% — это то, что вам надо, чтобы скомпенсировать большие риски, на которые вы идете, и т.д.

В связи с этим возникают денежные затраты на управление по использованию ваших денег. Смогут ли они принести достаточную прибыль, которая будет больше стоимости капитала, чтобы вы, как инвестор, выиграли? Эта основная проблема инвестирования в акции. Еще раз заметим: если вы чувствуете, что жаргон заслоняет смысл, важно разобраться в самой концепции.

## Стоимость капитала — формула WACC

Выработав метод определения стоимости долга и стоимости акционерного капитала, мы можем подсчитать средневзвешенную стоимость капитала (WACC).

$$WACC = \left( \frac{\text{Рыночная капитализация}}{\text{Рыночная капитализация} + \text{Долг}} \right) \times \text{Стоимость акционерного капитала} + \left( \frac{\text{Долг}}{\text{Рыночная капитализация} + \text{Долг}} \right) \times \text{Стоимость долга за вычетом налогов}$$

Рисунок 1.6 показывает, что WACC может варьироваться от 14%, если бизнес профинансирован на 100% акционерным капиталом, до 9,8%, если финансирование осуществлено наполовину акциями, наполовину заемными средствами. Это значительная разница. Если WACC снижена до минимального значения, это называется «эффективный балансовый отчет компании». Мы смогли бы подсчитать, что при критическом 75%-ном финансировании с помощью кредитов WACC могла бы быть снижена до 7,8% (в действительности долг представляет настолько большой финансовый риск, что показатель бета резко увеличится).

Таким образом, очевидно, что гораздо проще «увеличивать стоимость», если бизнес получает значительную подпитку в виде кредитов. Вот почему так много сделок в период 2000–2008 гг. были профинансированы заемными средствами.

Стоимость акционерного капитала =	Безрисковая ставка + Бета (премия за риск по акциям) = 5% + 1,5(6%) = 14%
Стоимость долга =	До вычета налога 8%; после вычета налога = 70% от 8% = 5,6%
Рыночная капитализация =	1000 млн ф. ст.
Долг =	0
Финансирование =	На 100% акционерным капиталом при стоимости 14%
Отсюда WACC =	14%
Рыночная капитализация =	750 млн ф. ст.
Долг =	250 млн ф. ст.
Финансирование =	75% акционерным капиталом при стоимости 14% = 10,5% и 25% заемными средствами при стоимости 5,6% = 1,4%, отсюда
WACC =	10,5% + 1,4% = 11,9%
Рыночная капитализация =	500 млн ф. ст.
Долг =	500 млн ф. ст.
Финансирование =	50% акционерным капиталом = 7% и 50% долгом = 2,8%
WACC =	7% + 2,8% = 9,8%

Рис. 1.6. Средневзвешенная стоимость капитала (WACC)

Это также объясняет, почему в компаниях и среди инвесторов были столь популярны **скупки корпорациями собственных акций для поддержания их рыночного курса**. Частному капиталу, разумеется, легче создать стоимость, профинансировав бизнес главным образом кредитами. Мы снова вернемся к структурам финансирования, преимуществам и рискам финансирования заемными средствами и эффективному балансовым отчетам в главе 5.

## УВЕЛИЧЕНИЕ БИРЖЕВОЙ СТОИМОСТИ АКЦИИ: КЛЮЧЕВЫЕ ФАКТОРЫ

Проанализировав стоимость капитала как элемент биржевой стоимости акций, мы заметим, что при возрастании суммы долга мы можем повысить биржевую стоимость акций, пусть и с гораздо большим финансовым риском. Биржевая стоимость акций может быть повышена и с меньшим риском, если обеспечить необходимый показатель валовой выручки, т.е. создать сильный конкурентный бизнес с низкими затратами и контролем над ценообразованием, позволяющими приносить значительный доход на задействованный капитал. Увеличение биржевой стоимости акций таким способом, особенно с усилением конкурентоспособности бизнеса, — это та задача, которая стоит перед руководством компании.

Если

$$\text{Цена} \times \text{Объем} - \text{Затраты} = \text{Операционная прибыль},$$

то для увеличения биржевой стоимости акции руководство может:

- поднять цены на продукцию;
- увеличить объемы производства;
- снизить затраты.

Многие компании стремятся в первую очередь снизить затраты. Хотя это разумно, следует быть осторожными, так как снижение затрат не освобождает от необходимости разрабатывать новые, лучшие товары (или услуги), которые могут вырасти в цене и занять значительную долю рынка. Точно таким же образом стратегия снижения затрат может создать настрой в компании, при котором не используются появляющиеся возможности, поскольку каждый думает только о том, как уменьшить численность персонала. Поэтому снижение затрат может подорвать конкурентоспособность бизнеса.

Рисунок 1.7 показывает ключевые факторы биржевой стоимости акций. Мы видим, что главные области — это баланс цены, объема и затрат, который должна определить компания. Отсюда определяется сумма активов, необходимых для обеспечения этой операционной прибыли. Мы увидели, насколько сокрушительным ударом для прибыли может быть снижение цены, поэтому важно найти компании с конкурентными преимуществами, которые способны обеспечить долю на рынке благодаря низкой базовой стоимости и повлиять на цену. Такое влияние на ценообразование и доля на рынке могут быть резуль-

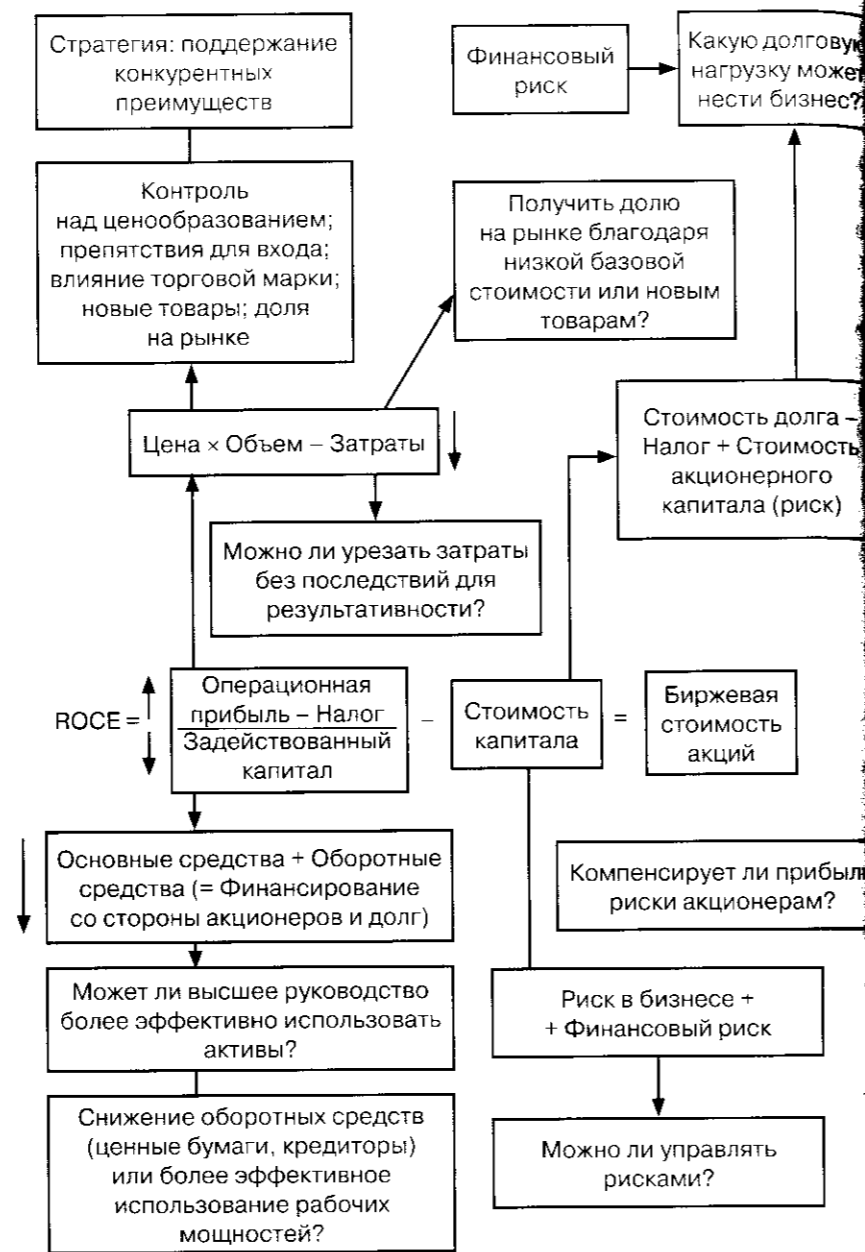


Рис. 1.7. Способы повысить биржевую стоимость акций

татом хорошей «раскрутки» торговой марки, новых инновационных стратегий, которые помогут компании завоевать часть рынка сбыта и помешают конкурентам вести ценовые войны.

Оценить факторы, которые влияют на цену, объемы продукции и затраты – вот то, что необходимо сделать в первую очередь, чтобы получить представление о перспективах компании, ее конкурентных преимуществах и способности приносить хорошую прибыль. К этим темам мы будем постоянно возвращаться на протяжении всей книги.

Проанализировав системный подход при оценке и основные факторы роста, риска и качества и установив, из чего состоит биржевая стоимость акции, мы можем более подробно рассмотреть остальные элементы такого системного подхода. Прежде чем приступить к этому, необходимо получить представление об обстановке, в которой осуществляет свою деятельность компания. Для этого посмотрим на экономические условия и ситуацию в секторе, которые определяют ценообразование, объем и затраты, – все это влияет на результативность.

## ИТОГИ

Системный подход к оценке – очень эффективная основа для определения ее ключевых факторов. Рассматривая рост, риск и качество, вы получите гораздо более широкое представление о компании, в которую инвестируете. Распространенный в последнее время подход, выделявший в качестве основного фактор роста без учета остальных двух – так что многие коллективы управляющих были чрезмерно увлечены ростом, – привел к драматичной ситуации и показал опасности излишнего внимания только к одному из факторов, учитываемых при системном подходе. Риски, которые связаны с обеспечением такого роста, стали сегодня еще более заметными.

Инвестирование – это баланс между риском и прибылью, так что оценка существующих рисков – это главная тема. Ключевые области, которые необходимо проанализировать:

- *риск в бизнесе* – риск, который присущ системе бизнеса и связан с операционной прибылью и денежными потоками компании, а также с конкурентной стратегией, которой следует руководство;
- *финансовый риск* – риск, связанный с типом финансирования бизнеса, т.е. с его структурой капитала: это риск дефолта компании по долговым обязательствам.

Таким образом, главный вопрос роста — определить, компенсирует ли прибыль в результате такого роста риски, которые вы берете на себя, инвестируя свои деньги. Это краеугольный камень биржевой стоимости акции — компенсирует ли прибыль возникающие при этом риски. Управляющие создают биржевую стоимость акций (или увеличивают стоимость) только тогда, когда прибыль (на капитал) превосходит риски (стоимость капитала).

Хотя часто основной акцент делают на росте *количества* прибыли, не менее значимым компонентом оценки является *качество* прибыли.

Фактически качество прибыли означает степень прогнозируемости и надежности прибыли и денежного потока для данного бизнеса. Разумные способы бухучета и конвертирование прибыли в наличные также являются ключевыми элементами качества прибыли.

Чтобы более подробно проанализировать рост, риск и качество, необходимо оценить управление и стратегию бизнеса, его финансовое состояние, прибыли, которые он приносит, и перспективы доходов и денежных потоков компании. Все это вместе поможет вам более точно определить, принесут ли акции прибыль, и оценить те риски, которые вы принимаете на себя.

#### КОНТРОЛЬНЫЙ ПЕРЕЧЕНЬ ВОПРОСОВ

##### Рост

Рост можно обеспечить несколькими способами. Определите, благодаря чему обеспечивает компания рост:

- тому, что она находится на растущем рынке;
- разрабатывает новую продукцию или технологию;
- увеличивает долю на рынке;
- поставляет продукцию/услуги на новые региональные/географические рынки;
- инвестирует в новые мощности;
- поглощает соперников.

##### Риск

Кроме риска в бизнесе и финансового риска необходимо также рассмотреть элементы модели риска по Баффету, которая значительно акцентирует экономические показатели отрасли и вопросы корпоративного управления:

- оценка долгосрочных экономических характеристик бизнеса — насколько они определены;

##### ■ руководство компании:

- должным ли образом оно распоряжается существующими активами;
- способно ли оно правильно использовать денежные потоки (т.е. создавать добавочную стоимость);
- в чьих интересах оно действует — в собственных или в интересах акционеров.

##### Качество

Экономические характеристики отрасли, качество денежного потока и прибыль — одни из главных компонентов при оценке любой компании. Обратите внимание на следующее:

- Насколько легко спрогнозировать прибыль компании?
- Имеет ли компания высокую и постоянную прибыль от продаж и на капитал?
- Прибыль приносит основной бизнес или она поступает при одновременной ликвидационной распродаже или в результате других некоммерческих выгод (выплат)?
- На что может повлиять руководство — есть ли, в частности, у компании контроль над ценообразованием?
- Поступает ли прибыль в денежный поток полностью, увеличивая при этом результативность бизнеса?
- Является ли показатель прибыли истинным индикатором того, что действительно происходит в бизнесе — насколько консервативна учетная политика?

##### Биржевая стоимость акции

Основой инвестирования является соотношение риск/прибыль — как акционер вы должны получить вознаграждение за риски, которые принимаете на себя.

- С какими рисками в бизнесе и финансовыми рисками сталкивается компания?
- Хотя долг снижает стоимость капитала (он дешевле, чем акционерный капитал, и имеет ряд преимуществ), какой уровень долга будет правильным для данного бизнеса?
- Какие прибыли вы хотите получить с такими рисками?
- Имеет ли руководство предыдущий опыт в создании биржевой стоимости акции?
- Политика корпоративного управления служит для защиты инвесторов?

## Глава 2

### СИТУАЦИЯ НА РЫНКЕ И В СЕКТОРЕ

Темы, которые раскрываются в этой главе

- Почему в первую очередь нужно смотреть на сектор
- Что управляет прибылью в секторе
- Каковы перспективы спроса
- Каковы ценовые тенденции
- Каковы перспективы затрат
- Общие экономические факторы и факторы фондового рынка как они влияют на сектор
- Итоги
- Контрольный перечень вопросов

#### ПОЧЕМУ В ПЕРВУЮ ОЧЕРЕДЬ НУЖНО СМОТРЕТЬ НА СЕКТОР

Стоит сначала взглянуть на сектор, чтобы получить общее представление о том, насколько он труден или легок для компании с точки зрения извлечения прибыли. По устоявшейся практике, если ситуация такова, что в секторе трудно заработать деньги и принести хорошую прибыль, мы должны установить причины этого. Можно сразу же сэкономить огромное количество времени, отказавшись от сектора представляющего трудности для получения денежного дохода, или если, что важно, риски для вас слишком велики.

Каковы экономические характеристики сектора? Какими характеристиками должна обладать компания, чтобы быть успешной в подобной обстановке? Можно преодолеть трудные экономические условия отрасли, но для этого требуется специальная компания со специальными характеристиками, что бывает достаточно редко. Сектор может быть ареной ценовых войн, он может быть циклическим, или в нем

могут инвестировать в огромные производственные мощности, когда наступает экономический спад.

Если вы нашли ценную бумагу, по вашему мнению представляющую интерес, в том секторе, который исторически не приносил прибыли, вам нужен исключительный момент для инвестирования: что именно должно измениться для компании, чтобы она смогла добиться успеха?

Ряд секторов исторически не приносят дохода акционерам на протяжении длительного времени. Сталелитейная промышленность, химическая, бумажная, упаковочная отрасли, автопром и авиаперевозчики приходят на ум в первую очередь как отрасли, теряющие деньги инвесторов в долгосрочной перспективе. Такая ситуация может отражать сочетание взаимосвязанных характеристик отрасли, которые значительно влияют на способность сектора создавать материальные блага. Например:

- *излишние производственные мощности.* Они приводят к плохому ценообразованию и жесткой конкуренции за долю на рынке. Теоретически если нет прибыли, то данную производственную мощность необходимо ликвидировать. В действительности ситуация складывается таким образом, что появляются «барьеры для выхода». Может быть так, что сокращение мощности окажется дороже, чем ее сохранение, или возникает искушение подождать, пока дела пойдут на лад. Когда спрос все-таки набирает ход, оказывается слишком много производственных мощностей (и/или слишком много конкурентов), стремящихся достичь больших объемов производства. Это давит на цены и будет препятствовать восстановлению прибыли;
- *высокая капиталоемкость.* Высокие фиксированные затраты, являющиеся отличительной чертой отраслей с высокой капиталоемкостью, означают, что в отрасли существует тенденция увеличения объемов. Это опять приводит к давлению на цены. Большие суммы задействованного капитала в сочетании со слабым ценообразованием приводят к очень плохим прибылям на этот капитал;
- *товары.* Неспособность выпускать на рынок различные товары означает, что конкурентная борьба будет происходить главным образом вокруг цены. Это может также означать, что будут отсутствовать барьеры для входа. Цены, вероятнее всего, будут сильно колебаться; влияние на ситуацию руководства будет незначительно;
- *отсутствие контроля над ценообразованием.* Это характерная черта структуры рынка, и на нее оказывают влияние факторы.

указанные выше. Также оно может иметь место, когда покупатель ищет более выгодную цену и имеет возможность ее сбивать. Интернет сделал цены невероятно прозрачными, тем самым значительно облегчив торговлю:

- *рынки с международной конкуренцией.* Это также усиливает конкурентную борьбу;
- *цикличность.* Графики спроса, который значительно колеблется, означают, что в отрасли за благоприятным периодом следуют неблагоприятные годы. В таких условиях будет сложно создавать материальные блага в долгосрочной перспективе.

Эти факторы не взаимоисключающие. Скорее, они взаимосвязаны. Самое главное, что все они подрывают цену. Плохое ценообразование и акции хуже рынка — ключевая взаимосвязь, к которой мы будем постоянно обращаться на протяжении всей книги.

Чтобы проиллюстрировать некоторые из этих вопросов, мы рассмотрим два сектора, где исторически результативность была высокой, — автомобильную и авиатранспортную отрасли. Сделанные замечания просты и носят общий характер, но описывают некоторые ключевые факторы, влияющие на неспособность отрасли делать деньги. Мы также рассмотрим характеристики компании, которая сумела получить прибыль в каждом секторе.

### Автомобильный сектор: факторы, влияющие на плохую прибыль

На рисунках 2.1 и 2.2 (европейские и американские автопроизводители) показана история долгосрочной слабой результативности по отношению к соответствующим производственным секторам. Вы потеряли много денег по сравнению с покупкой, скажем, индексного фонда, который отражает рынок в целом. Тренд цены на акции так и показывает высокую изменчивость, которая предполагает возможные коммерческие возможности, но вы можете не обладать способностями, чтобы успешно ими воспользоваться.

Автомобильная отрасль — классический пример рынка с международной конкуренцией. Развивающиеся страны стимулировали рост местного автопрома (часто основанный на экспорте), рассматривая его как неотъемлемую часть улучшения жизненных стандартов. В разв

вающихся странах промышленность политически значима — это способ создания новых рабочих мест — и местная компания часто считается национальным символом.



Источник: Thomson Reuters DataStream.

**Рис. 2.1.** Динамика европейского автомобильного сектора по отношению к европейскому фондовому рынку в целом (Евротоп 300) с 1987 г.

(Здесь и далее, на рисунках 2.2–2.7, по горизонтальной оси — год и соответствующий квартал (обозначается Q). — Прим. пер.)



Источник: Thomson Reuters DataStream.

**Рис. 2.2.** Динамика автомобильного сектора США по отношению к американскому фондовому рынку с 1983 г.



Государственные субсидии или займы имели важное значение в развитии отрасли на протяжении всей ее истории, что помогало сохранить производственные мощности, так как политически и экономически невыгодным закрывать мощност в развитых экономиках, в то время как в развивающихся странах запускали новые мощности. Эта новая мощност оказывается более эффективной, чем старые предприятия и затраты на рабочую силу тут часто значительно ниже. Возможно, перспективы увеличения объема и неутизирующие надежды восстановить отрасль приводят к тому, что участники стараются поддерживать мощност. Закрывание мощности также было бы очень дорогим решением — этим объясняется нежелание ее ликвидировать.

Строительство заводов и развитие новой продукции связано с высокими затратами (часто их называют «мертвыми» затратами). Значительная часть производственных затрат является фиксированной. Кроме того, затраты будут расти по мере того, как производимые автомобили обрастают все большим количеством сложных характеристик, в то время как реальная цена автомобилей продолжает падать.

Этими факторами объясняются некоторые сложности в данной отрасли. Отрасль испытывает тенденцию к постоянному избытку производственных мощностей, что приводит к значительной конкуренции как на внутреннем, так и на международном рынке, а это, в свою очередь, давит на цены и маржу. Объемы американского автопрома всегда были велики, но скидки для клиентов и беспроцентные кредиты урезали маржу до минимальных значений. Клиенты имеют больше возможностей влиять на цены и, благодаря Интернету, очень хорошо разбираются в них. Это дает им возможность обоснованно оспаривать цену. Слабое ценообразование приводит к слабой марже, которая, в свою очередь, будет оказывать давление на денежный поток, — это основная проблема капиталоемкой отрасли с высокими затратами и необходимостью развивать новые товары.

Таким образом, сочетание структуры высоких затрат и очень конкурентного рынка создает сложные условия для деятельности. Это приводит к плохому ценообразованию, высоким затратам, небольшим маржам и низким прибылям на задействованный капитал.

### Опережающая динамика Porsche

Для сложившейся ситуации в данном секторе опережающая динамика акций Porsche на европейском фондовом рынке — явное исключение (рис. 2.3). С учетом отрасли впечатляет также динамика

прибыли на капитал (рис. 2.4). Качественные характеристики и сильные стороны данной компании интересным образом контрастируют с проблемами в секторе, описанными выше. Porsche ясно позиционировала себя как товар из категории роскоши и не опорожила свою репутацию, упав вместе с рынком. Это сохранило стоимость торговой марки.

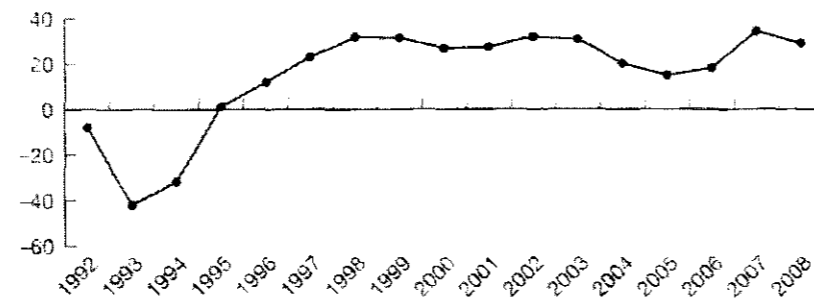
Пережив трудности в середине 1980-х, компания была радикально реструктурирована и уменьшила производственные мощности. Вместо того чтобы увеличивать производство, компания довольствовалась производством продукции на заказ и имела списки ожидания на свою продукцию — это позволило контролировать производственные мощности, снизить затраты и устранить риск падения спроса или производства слишком большого количества автомобилей, что привело бы к утере их высокого статуса.



Источник: Thomson Reuters DataStream.

Рис. 2.3. Динамика цены на акции Porsche по отношению к европейскому рынку

Таким образом, удерживая мощности под надежным контролем и действуя в различном сегменте рынка, где давление конкурентов намного меньше, компания сделала соотношение риск/прибыль выгодным для акционеров. Однако поддержание исключительности торговой марки является решающим условием для сохранения продаж и маржи.



Источник: Thomson Reuters DataStream.

**Рис. 2.4.** Динамика прибыли на задействованный капитал Porsche с 1992 г.

#### Авиатранспортный сектор: факторы, влияющие на результативность

Рисунки 2.5 и 2.6 показывают, что как для мирового авиатранспортного сектора, так и для аналогичного сектора в США была характерна отчетливая долгосрочная сравнительно низкая результативность по отношению к соответствующим аналогам. Что характерно в данном секторе — это изменчивый график данных по прибыли. Таким образом сектор терял деньги с течением времени, но также показывал изменчивую динамику. Это может соответствовать, а может не соответствовать вашей структуре рисков (к этому вопросу мы будем часто возвращаться). Если вы чувствуете, что у вас полноценные знания сектора, вы, возможно, сумеете успешно покупать и продавать акции. Однако необходимо представлять риски — возможно, вам потребуется короткая временная шкала или вы будете покупать и продавать на основе пиковых значений (стратегия инвестирования, которую мы рассмотрим позже).

Авиатранспортная отрасль также подвержена проблемам избытка производственных мощностей. Политика и осознание факта, что авиаотрасль является предметом национальной гордости, приводят к государственным субсидиям и нормативно-правовым льготам. Как и в автомобильной промышленности, здесь нелегко закрыть мощностные Затраты являются фиксированными в том смысле, что для каждого рейса затраты одни и те же, независимо от того, полный самолет или пустой. Поэтому незначительное изменение количества пассажиров может привести к резким изменениям прибыли. Выплаты за посадку

ные полосы и другие сборы операторам аэропортов также могут не зависеть от плотности рейсов. Стоимость горючего фиксированная, и, разумеется, изменения цен на топливо могут вызвать самые значительные изменения в прибыли сектора. Этим может частично объясняться изменчивость в секторе. Суммы задействованного капитала очень высоки, хотя иногда воздушное судно можно арендовать, не покупая его в собственность (если это финансовый лизинг, разницы тут нет).



Источник: Thomson Reuters DataStream.

**Рис. 2.5.** Динамика авиатранспортного сектора США в сравнении с американским фондовым рынком с 1983 г.



Источник: Thomson Reuters DataStream.

**Рис. 2.6.** Динамика мирового авиатранспортного сектора в сравнении с мировым фондовым рынком с 1983 г.

Спрос является циклическим — на него оказывает влияние экономическая деятельность, равно как и глобальная мировая стабильность. Сокращение расходов компаний с 2000 г. повлияло на поездки деловых клиентов с высокой маржой. Однако наблюдался значительный спрос на недорогостоящих (бюджетных) операторов. Это показывает, что барьеры для входа были преодолены компаниями с другими моделями бизнеса. Такие операторы и прозрачность, достигнутая с помощью Интернета, стали давить на цены, в результате чего пассажиры могли сэкономить значительные суммы при выборе цены.

Таким образом, высокая капиталоемкость, высокие фиксированные затраты, избыточные мощности и давление на цены и в этом случае подтверждают, что данный сектор — плохое убежище для долгосрочных сбережений. Такие прибыли разочаровывают, принимая во внимание существующие риски.

#### Компания Southwest Airlines — лидер отрасли

В секторе, известном своей крайне циклической природой и большой разницей в прибыли, компания Southwest Airlines была прибыльной каждый год начиная с 1973 г., несмотря на самую низкую цену на авиабилеты в отрасли. Она показывает впечатляющий рост прибыли и постоянных доходов на инвестированный и собственный капитал. В то время как график на рисунке 2.6 демонстрирует историю убытков данной авиакомпании, преодолев все трудности отрасли, перечисленные выше, оказалась лидером отрасли относительно американского фондового рынка в целом, не говоря о самом убыточном секторе (рис. 2.7). Она была основана в 1971 г. и стала образцово-показательной для остальных бюджетных авиакомпаний, возникших с начала 1990-х. Приверженность компании низким затратам подтверждается тем фактом, что она имеет самое низкое соотношение стоимости места/миля среди всех американских авиакомпаний. Это достигается с помощью рейсов «без излишеств» только на Боингах-737, чтобы сэкономить на поставках и техническом обслуживании, благодаря отказу от узловых аэропортов и доведению до максимума срока службы воздушного судна.

Компания также добилась высокого уровня обслуживания пассажиров и имеет отличный опыт в обеспечении безопасности полетов. Как это видно из рисунка 2.7, что она нашла простую и эффективную формулу, которая служит как пассажирам, так и акционерам. Прода

и прибыль значительно выросли с 1970 г., и компания приносит отличные прибыли на акционерный капитал. Исторически эти прибыли были на уровне 18–20% до падения до 13,7% в год после 11 сентября.

Успех компании Southwest Airlines показывает, что делается неправильно во многих других компаниях отрасли. Приверженность низким затратам и клиентскому обслуживанию создала большую сумму стоимости для акционеров. Компания также обдуманно выбирает те сегменты рынка и маршруты, которые считает перспективными с точки зрения принесения прибыли.



Источник: Thomson Reuters DataStream.

Рис. 2.7. Динамика компании Southwest Airlines в сравнении с фондовым рынком США с 1980 г.

#### Анализ сверху вниз или снизу вверх?

Такой процесс анализа перспектив и проблем, стоящих перед сектором, часто именуют подходом «сверху вниз». Многие инвестиционные стратегии оспаривают этот подход на основании того, что мы покупаем ценные бумаги, а не сектора. Но знание сектора — хорошая отправная точка для понимания ключевых факторов, которые будут оказывать влияние на динамику акции. Если по исторической результативности сектора и его экономическим характеристикам становится ясно, что он редко приносит прибыль, вы просто сэкономите деньги и время, перейдя в другой сектор с более убедительными характеристиками по прибыли. В качестве альтернативы, если

в секторе вы нашли определенные тренды и темы, которые кажутся вам привлекательными, можете выбрать те акции, на которых можно эффективно использовать данные тренды для биржевой игры. Важно, чтобы вы представляли себе риски при инвестировании в данный сектор. Porsche и Southwest Airlines — наглядный пример того, как можно зарабатывать деньги в убыточных секторах. Однако компания должна иметь специальные характеристики и отличный от других подход в данном секторе.

Если вы поняли, какие факторы являются основополагающими в секторе, то можете прибегнуть к подходу «снизу вверх», который использует экономические показатели и сильные стороны конкретной компании. Глава 4 посвящена анализу отдельной компании.

### ЧТО УПРАВЛЯЕТ ПРИБЫЛЬЮ В СЕКТОРЕ

Установив, что стоит поближе ознакомиться с ситуацией в секторе прежде чем подробно заняться отдельной компанией, следует проанализировать факторы, влияющие на прибыль в секторе. Вам необходимо задать себе следующие вопросы:

- Каковы перспективы спроса?
- Каковы перспективы цен?
- Каковы перспективы затрат?

### КАКОВЫ ПЕРСПЕКТИВЫ СПРОСА

При анализе перспектив отрасли или сектора вам, разумеется, необходимо учитывать общие экономические перспективы. Они включают перспективы процентных ставок, уверенность в клиентах и бизнесе. Все вместе даст вам представление о том, в какой точке экономического цикла вы находитесь в настоящее время. Вам также придется спрогнозировать главные демографические тренды: например, предстоит ли всплеск рождаемости или старение населения, и все прочие социальные тенденции, способные изменить манеру населения тратить деньги. Агентства, занимающиеся исследованиями или экспертизой и выдающие хорошо обоснованный прогноз на будущее, будут ш-

роко цитироваться в деловой прессе, потому что они дают именно ту информацию, которую хотят знать все инвесторы, чтобы оценить перспективы одного сектора или компании в сравнении с другими.

При оценке спроса задайте себе вопрос, что именно вас интересует — цикличная, зрелая или растущая отрасль. Ответ на этот вопрос немедленно даст вам информацию по перспективам спроса в отношении вашей целевой компании. Цикличная отрасль известна своими благополучными фазами, за которыми следуют периоды, не приносящие или приносящие незначительную прибыль; как правило, они повторяют экономический цикл или цикл процентных ставок, которые могут быть взаимосвязаны. Например, строительная отрасль в основном процветает во времена экономического подъема или низких процентных ставок, но ее инвесторы и управляющие ожидают меньших успехов, когда наступает рецессия или когда растут процентные ставки. Это может означать, что, даже если экономика устойчива, если есть ожидание роста процентных ставок, акции строительного сектора не покажут такой же положительной динамики, какую можно ожидать на основе результативности самого бизнеса.

### Что управляет спросом

Если сектор цикличен, важно выделить те факторы, которые управляют циклом. В общих чертах это попытка установить, являются ли расходы компании, людей или правительства тем, что определяет уровень спроса в целом.

В этой связи стоит выделить экономические трудности после 2000 г. Трудности, переживаемые корпоративным сектором, и его крайняя задолженность заставили компании резко сокращать все произвольные расходы. Это сильно повлияло на все сектора, занимавшиеся поставками в корпоративный сектор, независимо от того, была ли это реклама или капитальное оборудование. Напротив, простые потребители оказались удивительно гибкими, так как они использовали ссуды и растущие цены активов для финансирования потребления. В результате на акции циклических потребительских компаний возник относительно неплохой спрос. Так, в Великобритании наблюдались крупные расходы на социальные нужды, что поддерживало те компании, которые занимались поставками социальных проектов (или социально-частных при финансировании по данной схеме).

Однако когда имеет место ужесточение требований к предоставлению кредитов, займы становятся проблемой и в индивидуальном и в корпоративном, и в государственном секторах. При сильной задолженности корпоративного сектора и финансовых проблемах банков, которые им необходимо решать, расходы могут быть сильно урезаны в некоторое время. Такая ситуация, скорее всего, скажется на авиаперевозчиках, осуществляющих высокоприбыльные рейсы бизнес-классом, отелях, закупках капитальных товаров и оборудования, средствах массовой информации (связанных с рекламой), а также на информационных технологиях и программном обеспечении — т.е. на всем, что зависит от корпоративных расходов.

Другой фактор, который определяет, насколько цикличным может быть спрос, — дорогостоящим ли предметом является товар или нет, т.е. высокими или низкими будут расходы на данный товар. Главным предметом капитальных затрат будет являться дорогостоящий товар, что, скорее всего, заставит отказаться от его покупки в сложных условиях — особенно, если увеличение финансирования невозможно. Для потребителя автомобиль или кухня может быть дорогостоящим товаром, в то время как покупка пищи — товаром с низкой стоимостью. В тяжелых экономических условиях можно ожидать, что спрос на дорогостоящие товары будет особенно изменчивым.

#### **В какой точке цикла мы находимся**

Если вы собираетесь инвестировать в цикличную отрасль, вам необходимо знать, в какой точке цикла в настоящее время пребывает отрасль. Это позволит хорошо определить перспективы спроса. Как это можно определить? Если операционные прибыли по сектору очень низкие, а в течение нескольких лет перед этим прибыли падали, цены снижены, а спрос невысок, то вероятнее всего, что сектор находится близко от своего «дна». Напротив, если операционные прибыли высокие, а доход (или прибыль) быстро растет, то вероятнее всего, что отрасль находится либо в высшей точке цикла, либо приближается к ней.

Точно определить момент, когда происходит смена тренда, на сегодняшний день является самой сложной частью анализа, как для профессионалов, так и для начинающих инвесторов. Чтение цикла — не однозначный процесс. Кроме всего прочего, сектор может иметь структурные проблемы. Они включают избыточные мощности, и

быточные поставки на рынок, влияние новых, недавно пришедших на рынок компаний и проблемы с клиентской базой. Все эти факторы могут означать, что цена, спрос или прибыль не восстанавливаются при восстановлении экономики или общего спроса, и цена на акции продолжает разочаровывать. Проблемы цикличности продолжают действовать.

Текущая ситуация особенно трудна, не прекращаются споры о том, когда и насколько устойчиво будет экономическое выздоровление, учитывая огромные долги в экономике. Это усложнено финансовым состоянием банковской системы, которое ставит под сомнение увеличение банковских кредитов в экономику, имеющую проблемы, связанные с высоким показателем операционного рычага, и в которой наблюдается растущий тренд дефолтов. Может потребоваться некоторое время, чтобы избавиться от этого долга — чтобы на смену пришел процесс «устранения финансовых рычагов» — тогда экономика вернется к более нормальным условиям.

*Зрелая* отрасль — отрасль, где инвесторы ожидают постоянный спрос (на ее товары или услуги) на всех стадиях экономического цикла, но где возможности для мощного роста на рынке в целом маловероятны. Отрасль будет, скорее всего, расти в соответствии с **валовым внутренним продуктом (ВВП)** или немного уступая ему.

Примеры зрелых отраслей в Великобритании — производство продуктов питания или табачная отрасль. Стабильные или незначительно увеличивающиеся доходы во время всего экономического цикла могут быть очень полезны, особенно во время рецессии. Зрелые отрасли часто являются хорошими источниками наличных денег, что означает постоянные дивиденды. Стратегическое распоряжение этим денежным потоком — главный вопрос с точки зрения акций.

*Растущая* отрасль — та, которая испытывает значительный рост спроса на свою продукцию. Рост отрасли значительно превосходит рост ВВП. Часто это молодые отрасли, предлагающие новые услуги или товары, например отрасль мобильной связи в 1990-х. Также важно иметь в виду, что иногда растущие сектора оказываются крайне цикличными при замедлении экономики. За последнее время это с уверенностью можно сказать о многих технологичных акциях.

Растущие отрасли сразу же привлекают внимание инвестора и создают большой резонанс в прессе и на ТВ. Но будьте осторожны: высокий потенциал роста часто привлекает в сектор много новых компаний, которые инвестируют огромные суммы. Такой уровень конкуренции

и высокие капиталовложения создают трудности с получением прибыли того размера, на который надеялись.

Если сектора можно разделить на цикличные, зрелые и растущие, сам сектор может иметь все эти составляющие. Например, сектор телекоммуникаций состоит из зрелых обычных операторов наземных линий связи и растущих операторов мобильной связи.

### КАКОВЫ ЦЕНОВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

Цены для инвестора имеют решающее значение. Падающие цены — действенный метод уничтожения материальных благ. При падении цен ручки снижение цен сразу же вычитается из прибыли, поскольку затраты относительно фиксированные. Возьмем компанию, делающую операционную прибыль в 10 млн фунтов при обороте в 100 млн фунтов. Если цена падает на 10%, доходы снижаются до 90 млн фунтов — при неизменных затратах, прибыль аннулируется. Таким образом, важно понять ключевые факторы, влияющие на ценообразование в секторе.

Мы уже касались факторов спроса — ключевых элементов при определении перспективы цен. Теперь нам необходимо посмотреть на другие вопросы, связанные со стороной предложения и конкурентной структурой отрасли, которая влияет на цену.

#### Пять сил Портера

Действительно полезную модель для понимания конкурентоспособности сектора компании предложил Майкл Портер в 1978 г. Речь идет о его модели пяти сил. Это отличная основа для оценки конкурентных характеристик конкретной компании и ее способности управлять ценообразованием.

Мы наблюдаем, что в основе модели лежит конкурентное соперничество в секторе — ключевой фактор ценообразования.

#### Конкурентное соперничество: структура отрасли или рынка

Конкурентное соперничество главным образом определяет цену. Если отрасль разделена на фрагменты, т.е. в ней присутствует множество мелких игроков, то конкурентная борьба велика и цены будут на низ-

ком уровне. С точки зрения Портера, интенсивность соперничества высока. По мере того как отрасль переходит в зрелую стадию, она будет переживать периоды «консолидации». Компании сливаются или покупают друг друга, надеясь, что это поможет им поддерживать цены на высоком уровне и затруднит для новых компаний, предлагающих такую же продукцию, вход в рынок.

Консолидация не всегда приводит к более высоким ценам. Если более крупные компании должны победить и получить еще большую долю рынка, они могут сбавить цены, чтобы завоевать клиентов. Ярким примером этого служит война цен, во время которой цены снижаются в текущий период, чтобы в будущем компания смогла доминировать на рынке. Это с успехом сделала газета The Times, когда снизила цену экземпляра газеты до 20 пенсов в начале 1990-х. Ведение ценовых войн стоит денег и снижает цены по всему сектору. Это вряд ли хорошие новости для инвесторов, по крайней мере с точки зрения краткосрочных инвестиций.

#### Конкурентное соперничество: стремление получить долю рынка и финансовое состояние

Важно не просто консолидированный рынок — участники рынка должны быть довольны своей долей на рынке, так как именно борьба за долю рынка подрывает цену. Таким образом, речь идет о стремлениях и целях конкурентов. Рынок может быть консолидированным, но если у одного из конкурирующих участников плохая балансовая отчетность и ему нужны наличные, он может прибегнуть к стратегии увеличения объема, чтобы появилась наличность. Это может быть (а может не быть) целесообразным, но опасность, что подобное произойдет, существует.

#### Конкурентное соперничество: международная конкуренция

Это еще один важный вопрос. В общих словах, барьеры для входа в рынок для иностранных конкурентов падают, тем самым способствуя появлению новых игроков на национальных рынках. Это процесс, широко известный как глобализация. Она, без сомнения, подрывает структуру рынка и порождает конкурентную борьбу за долю на рынке. Международные компании, возможно, должны ставить целью полу-

чение доли внутреннего рынка, чтобы была возможность создать барьеры для долгосрочной экспансии внутри страны.

Некоторые рынки уже полностью интернациональны, например автопром, в то время как на остальных доминируют национальные игроки, например розничный банкинг. Если иностранные конкуренты возникнут на горизонте, очень вероятно, что они снизят цены.

### Конкурентное соперничество: состояние мощностей

Отрасль, подверженная резким взлетам и падениям спроса, сталкивается с давлением на цены. Колебания спроса будут усилены, если сектор инвестирует в новые мощности на пике рынка. Циклическое снижение спроса при освоении новых мощностей неизбежно приведет к падению спроса к тому времени, когда новая мощность будет готова к эксплуатации. Когда спрос все-таки снизится, компании захотят воспользоваться этой новой мощностью и, естественно, будут искать способы стимулирования мощного роста объемов/стремиться получить долю на рынке. Это неизбежно снизит цены. Стремление подогнать объемы вполне понятно — новые заводы должны достичь эффективного уровня работы, а это требует объемов. Используя экономические термины, можно сказать, что предельные затраты производства низки, поэтому есть искушение «гнать» объемы, пока это благоприятно для фиксированных затрат.

Такая проблема мощностей может быть отнесена к целому ряду секторов. Химический сектор, авиаперевозчики, страхование и газопроводная отрасль — это только некоторые сектора, которые, как правило, сталкивались с проблемой ввода в строй новой мощности и подрыва цен и динамики сектора.

### Конкурентное соперничество: природа товаров или услуг

Ясно, что характеристики товара, который нельзя дифференцировать, будут в меньшей степени влиять на цену, чем сложный товар, который влияют конкурентные условия/структура рынка. Более сложный товар имеет больший набор характеристик, которые участвуют в конкуренции — основа конкуренции не только цена, но и истинные преимущества при использовании товара. Дифференциация товара должна защитить компанию в том смысле, что она должна создать

уникальность торговой марки и обеспечить уровень удовлетворения потребности, который не даст покупателю перейти к другим поставщикам.

### Барьеры для входа в рынок

Если меняется структура отрасли, то же самое происходит и с перспективами цен. Инвесторы должны учитывать, насколько вероятно появление новых игроков, что значительно изменит общую картину. Ясно, что, чем легче войти новым игрокам в рынок, тем более незащищенной будет прибыль действующих игроков. Может произойти развитие технологий. Это означает, что новый конкурент может создать результативную и недорогостоящую альтернативу действующим участникам рынка. Например, развитие технологии строительства минимельниц в сталелитейной промышленности США изменило экономические условия производства стали. Новым игрокам нужны были относительно небольшие суммы денег для входа в эту отрасль по сравнению с основными игроками, которые располагали огромным капиталом. Точно таким же образом распространение Интернета снизило затраты на вход в рынок для многих отраслей, которым раньше, возможно, была необходима широко развитая сеть для обслуживания клиентской базы. Таково было влияние компании Amazon на розничную торговлю книгами.

В общем, барьеры для входа в рынок определяются такими факторами, как:

- *эффект масштаба* — чем больше эффект масштаба, тем труднее вход в рынок для новых игроков. Им будет нужна очень большая доля на рынке, чтобы игра стоила свеч. Попытки заполучить эту долю на рынке приводят к ценовым войнам, что делает труднодостижимыми ожидаемые прибыли на инвестиции;
- *сумма капитала* — как правило, если для входа необходимы большие суммы, новые игроки менее склонны рисковать;
- *опыт и асимптотическая кривая обучения* — в некоторых отраслях высокий уровень профессиональной подготовки и требуемый опыт оттолкнут новых участников. Клиенты не захотят покупать товар или услуги у нового игрока, если в отрасли много технического ноу-хау. Ведь если новый участник ошибется, это вызовет массовые неудобства клиентов;

- *наличие патентов и лицензий* — это создает большие проблемы для новых игроков при копировании действующих участников.
- *проблемы распределения* — действующие на рынке участники могут настолько полно контролировать каналы распределения, что для поставить новый товар на рынок будет очень трудно:
- *дифференциация продукции* — разнообразие продукции, объединенной одной торговой маркой, или высокие эксплуатационные показатели затруднят новым игрокам получение доли на рынке.
- *эффективность/низкая базовая стоимость* — чем более эффективна и результативна отрасль при обслуживании рынка, тем менее вероятно, что новым участникам придет в голову, что есть возможность получения доли на рынке;
- *клиентское обслуживание* — опыт показывает, что когда уровень удовлетворения клиента низкий, более вероятно, что клиент попробует использовать нового поставщика.

Интересный и важный пример, позволяющий понять, как преодолеваются барьеры для входа, — возникновение бюджетных авиакомпаний. Они оказали на отрасль огромное влияние и заняли значительную долю рынка. Если такие компании могут арендовать воздушное судно, барьер для входа (нехватка капитала) преодолен: т.е. компания может взять напрокат воздушное судно, вместо того чтобы изыскивать крупные суммы, необходимые для покупки очень дорогого вида транспорта. Складывается впечатление, что структура затрат отрасли была недостаточно конкурентоспособна, и это привело к тому, что образовалась возможность взять долю рынка действующих игроков. Подобным образом удовлетворение клиента и недостаточная ценность денежных формулы, предложенной существующими игроками, могли создать выгодные условия для бюджетных авиалиний. Если бы клиенты были очень привержены существующим игрокам, войти в отрасль было бы намного сложнее.

### Угроза замены

Соперничество с товаром-заменителем неизбежно накладывает ограничения на ценообразование товаров компании. Это можно наглядно продемонстрировать, когда цена ниже, но эксплуатационные

характеристики товара сопоставимы. Например, при покупке подержанных книг вместо новых или когда многие люди считают, что мобильная связь — прямой заменитель телефонии с наземными линиями связи. Это приводит к ограничению контроля над ценообразованием услуг, связанных с наземными линиями связи, так как клиенты перейдут на мобильные телефоны.

Отсюда возникает вопрос, как долго компания сможет дифференцировать свой товар или услугу, делая их отличными от «заменителя». Это должно означать, что эксплуатационные характеристики определенным образом дифференцируются ввиду их лучшего качества, а маркетинг создает торговую марку, которая внедряется в сознание людей (см. комментарий Баффета по поводу компании Gillette на стр. 91).

### Влияние возможности «подбирать» выгодную цену

Еще один вопрос, который полезно рассмотреть, — кто обладает влиянием сбавлять цену для определения цен в отрасли. Это главным образом зависит от относительных размеров клиента и поставщика. В секторе розничной продажи продуктов питания такое влияние связано с конечной точкой распределения в системе. Много сказано и написано по поводу способности супермаркетов контролировать цены. Компании, осуществляющие поставки продуктов питания для розничной продажи, будут в основном иметь незначительное влияние на ценообразование.

Другой важный пример — автомобильная отрасль. Размер многонациональных автопроизводителей означает, что они заключают огромные контракты, которые очень важно выиграть поставщику. Такие заказы можно также разместить и в других странах, чтобы поставщик был способен выполнить контракт — контракт, который часто оговаривает, что цены будут снижаться ежегодно на протяжении всего действия контракта.

Однако ценовое соперничество за конечный товар (при наличии ценовых и дилерских скидок, включающих финансирование под 0% в США) означает, что операционная маржа у автопроизводителей очень низкая. Соответственно, они должны всеми способами снизить затраты, а это сказывается на всех поставщиках. Опасность для поставщиков комплектующих заключается в следующем. Когда им приходится создавать инфраструктуру, способную глобально снабжать заказчика, и выполнять обязательства по научно-исследовательской работе, что-



бы сделать товар привлекательным для заказчика, цена, устанавливаемая клиентом, не позволяет им создать соответствующую прибыль на требуемые расширенные активы или компенсировать понесенные затраты. Таким образом, подписание контракта стоит многих дел, но давление на цены может означать, что доходность будет серьезно образом затронута. Эта ситуация может оказаться непривлекательной для инвестора.

Когда распределение более фрагментарно и клиенты размещают относительно небольшие заказы с ограниченным числом поставщиков, диктовать цены могут производители.

### Нормативно-правовое регулирование

В некоторых секторах, таких как, например, коммунальные услуги, конкуренция может и не быть. Чтобы предотвратить создание монополии, правительство может ограничить свободу ценообразования, установив предельную цену или ограничения на прибыль, которую должна приносить отрасль. Это делается с помощью назначения регулятора, определяющего цены и прибыли, которых отрасль может достигнуть в отсутствие конкурентного давления.

### Итоги

С точки зрения инвестора в обладании контролем над ценообразованием заключено явное преимущество. Такой контроль еще более важен (но встречается все реже), учитывая двойную проблему глобализации и дефляции.

### КАКОВЫ ПЕРСПЕКТИВЫ ЗАТРАТ

Учитывая воздействие глобализации и исключительно конкурентной среды, жесткое контролирование затрат и способность эффективно управлять затратами — ключевые требования для любой компании. Кроме того, гораздо более сильная позиция компании связана с возможностью дифференцировать свои товары, так что цена не является главным фактором, на который обращают внимание покупатели.

Затраты, с которыми сталкивается отрасль, часто делят на три категории: переменные, фиксированные и затраты на поддержку продаж.

### Переменные затраты

Затраты на сырье — переменные затраты, потому что они зависят от роста и падения предложения и спроса на рынке сырья. Когда переменные затраты составляют большую часть суммарных затрат, инвестору необходима информация по перспективам цен на интересующее его сырье. Например, отрасль промышленности, производящая пластмассовые трубы, будет испытывать значительную зависимость прибыли от изменений цен на ПВХ; таким образом, окажется полезным исследование перспектив производства ПВХ. Затраты на топливо — часто значительная часть полной стоимости, и, возможно, за этими ценами необходимо следить. Увеличение затрат на топливо негативно сказывается на авиатранспортном секторе. Ключевой вопрос — может ли это увеличение затрат быть «переложено» на клиентов, что зависит от нескольких факторов.

### Фиксированные затраты

Один из самых важных факторов, которые должны быть ясны для инвестора, — какая часть затрат отрасли является фиксированными затратами. В секторе, где затраты фиксированные, — значительная часть полной стоимости, небольшие изменения в объеме проданных товаров (или услуг) будут иметь относительно большое влияние на прибыль. Один из аспектов, требующий пристального внимания, — тенденция, с которой руководство, имеющее высокие фиксированные затраты, применяет стратегию продажи больших объемов, чтобы платить в расрочку. Чтобы сделать это, может возникнуть желание снизить цену. Однако конкуренты могут нанести ответный удар, желая вернуть долю рынка, что в итоге приведет к ценовым войнам, от которых выигрывает только потребитель.

В некоторых секторах, например в секторе потребительских услуг, главными фиксированными затратами могут быть затраты на заработную плату. Если существует дефицит профессиональных навыков, необходимых для данной услуги, затраты могут резко увеличиться. Очевидный пример — футбольный сектор, где акционеры терпят неудобства, когда процветают игроки.

Баланс между фиксированными и переменными затратами — важная взаимосвязь. Она определяет то, что называется операционным рычагом сектора, и говорит вам о взаимосвязи между изменениями выручки (цена × объем) и влиянием на прибыль. У компаний с вы-

сокими фиксированными затратами, например занимающихся производством, небольшое снижение выручки будет иметь значительное влияние на прибыль. Пятипроцентное снижение выручки может привести к 40–50%-ному снижению прибыли. Эффект еще сильнее, если падение выручки вызвано снижением цены.

### **Затраты на поддержку продаж**

Третий, главный элемент затрат – затраты на поддержку продаж. Их важно учитывать при оценке структуры затрат сектора, чтобы получить представление, какая часть суммарных затрат должна быть потрачена на рекламу и маркетинг или на научно-исследовательскую деятельность. Эти затраты могут быть высоки при поддержке существующей торговой марки/товара широкого потребления, при регулярном выпуске на рынок нового товара или на начальной стадии. Многие интернет-компании, имеющие относительно низкие фиксированные и переменные расходы, очень много тратят на поддержку продаж.

Такие затраты являются произвольными затратами – они могут быть увеличены или уменьшены в зависимости от целесообразности с точки зрения компании. Во время рецессии компания может оказаться способной сократить расходы на поддержку продаж и маркетинг без значительного ущерба для долгосрочной конкурентоспособности. Однако компания должна быть уверена, что она не потеряет свое конкурентное преимущество.

Совокупный эффект спроса, цен и затрат должен определить выручку и прибыль в секторе – куда вы инвестируете свои средства.

## **ОБЩИЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ФАКТОРЫ И ФАКТОРЫ ФОНДОВОГО РЫНКА – КАК ОНИ ВЛИЯЮТ НА СЕКТОР**

### **Сектора защищенных инвестиций против растущих секторов**

Зная, в какой точке экономического цикла мы находимся и перспективы экономической деятельности, мы имеем важный индикатор привлекательности сектора. Период быстрого и устойчивого эконом

ического роста, который имел место в середине – конце 1990-х, будет наиболее благоприятен для акций растущих компаний. Это действительно был период, когда динамика акций растущих компаний превзошла динамику недооцененных акций, в то время как недооцененные акции, как правило, относились к более циклическим или предполагающим небольшой рост областям экономики.

Ухудшившаяся экономическая обстановка, особенно для компаний, снабжавших корпоративный сектор, серьезно снизила привлекательность фактора роста. Степень задолженности, нависшей над корпоративным, потребительским и правительственным секторами, в сочетании с плохим состоянием банков означает, что форму экономического восстановления труднее спрогнозировать, чем когда-либо.

Такая среда благоприятна для более «защищенных» ценных бумаг, т.е. бумаг, которые традиционно считаются материально не подверженными экономическому циклу. Для них существуют надежные перспективы спроса и цены. Часто они связаны с внутренней экономикой и не зависят от колебаний валют/импорта. Примеры защищенных акций: производство и розничная продажа продуктов питания; фармацевтическая отрасль, коммунальный сектор (нужно иметь в виду, что в этих двух областях важен политический/нормативно-правовой риск); табачная отрасль (где политический/судебный риск представляет главную проблему). Эти области были хороши для инвестирования с 2000 г., причем табачная отрасль была безусловным лидером. Однако можно ли, учитывая их отличную динамику на протяжении последних лет, сейчас их считать «защищенными»?

Проблема этих областей заключается в том, что спрос не растет по мере роста доходов экономики/граждан – расходы домохозяйств и экономики в меньшей степени направлены на эти области. Трудно увидеть долгосрочный рост этих отраслей. Тем не менее в трудных экономических условиях их привлекательность несомненна. Стабильность перевешивает низкий рост. Кроме того, финансовая привлекательность защищенной, или зрелой, области экономики может представлять преимущество для акционеров. Хорошие балансовые отчеты и мощный денежный поток могут быть использованы для инвестирования в новые растущие области – например, развивающиеся рынки – или возвращены акционерам в виде дивидендов или через выкуп собственных акций.

Эти сектора также могут иметь особые проблемы, которые сводят на нет их характеристики защищенности. Речь идет о покупательной

способности крупных розничных продуктовых сетей, которые снижают маржу производителей продуктов питания.

Игра на росте защищенного сектора, когда рост не зависит от результативности экономики (например, фармацевтическая отрасль) также может представлять интерес в условиях спада. Спрос на лекарства зависит от стареющего населения, он основан на факте, что лекарства – более эффективное с точки зрения затрат решение, чем госпитализация и необходимость лечения под надзором врачей. Эти тенденции в основном не зависят от того, что происходит с ВВП. Риски, как правило, связаны с невозможностью получить лицензию или патент на лекарства, большой продолжительности научно-исследовательских разработок; нехваткой фармацевтических препаратов, дающих хороший сбыт, и необходимостью правительства контролировать расходы на здравоохранение, что может привести к давлению на цены.

#### Влияние процентных ставок

Падающие процентные ставки влияют на сектора по-разному. Строительные подрядчики, например, скорее всего, будут напрямую зависеть от процентных ставок, хотя в текущих условиях проблема представляет скорее наличие кредита, чем его цена. На рисунке 2 показаны различные варианты покупки и продажи в условиях замедления экономики.

Динамика акций циклических компаний зависит от тренда в цикле и тренда процентных ставок. Хотя уменьшение процентных ставок должно дать преимущество циклической акции, может оказаться, что спрос не возобновляется или избыточные мощности отрасли угрожают ценам, – структурные проблемы, о которых мы говорили ранее. Однако для циклических ценных бумаг может сложиться и парадоксальная ситуация при падении процентных ставок. Снижение процентных ставок хорошо для циклических бумаг по следующим причинам:

- прибыли очень чутко реагируют на ВВП, и падающие ставки должны стимулировать экономический рост со временем;
- часто эти компании имеют высокую долю заемных средств, поэтому их выплаты по процентам сократятся.



Рис. 2.8. Сектора, которые стоит покупать или продавать, если растут процентные ставки (или нет возможности взять кредит), а экономика замедляется

Нужно иметь в виду, что причина, по которой процентные ставки снижаются, также может быть важна. Если процентные ставки снижаются, потому что экономика быстро замедляется, а инфляция под контролем, — это может привести к сокращению объемов и давлению на цены. С некоторых пор дефляция представляет серьезную проблему для производственного сектора. Глобализация и прозрачность, созданная Интернетом, оказались конкурентной и дефляционной силой, действующей на многие товары, продаваемые в международном масштабе.

Такая проблема особенно актуальна в текущих условиях — замедление, характеризующееся снижением расходов компаний, избытком предложения, хорошо управляемой инфляцией и трендом снижения цен на многие виды продукции. На затраты компаний оказывают давление высокие цены на сырье и энергию.

#### Рост

Снижающиеся процентные ставки хороши для растущих акций, так как они снижают ставку, по которой происходит вычет из будущих прибылей. Исторически сложилось так, что растущие акции (и особенно растущие циклические акции, например программное обеспечение) прекрасно себя чувствуют на выходе из медвежьего рынка. Можно предположить, что растущие акции хорошего качества с небольшим риском реагирующие на рост ВВП, — отличный способ сыграть на текущем восстановлении рынка. Разумеется, следуя этому совету, нужно принять во внимание, что текущий экономический цикл очень отличается от предыдущих, а во многих циклично растущих сферах существуют избыточные производственные мощности, которые могут препятствовать восстановлению прибыли на этот раз.

Путеводитель по стратегиям инвестирования (стр. 381) дает больше аргументов «за» и «против» защищенного и растущего сектора/акции.

#### Глобальные сектора и валюта

В подавляющем большинстве случаев вследствие глобализации и консолидации многих секторов становится все менее правильно рассматривать сектор на национальной основе. Сектора подвержены воздействию событий и экономическим явлениям во всем мире.

Технологии, СМИ и телекомы (ТМТ), фармацевтические компании, нефтяной, автомобильный и химический сектора и многие другие — все в основном интернациональны или стремятся к этому. Это имеет значительные последствия для анализа трендов и оценки этих секторов (к ним мы вернемся позже). Проявив интерес, инвестиционные организации приспособились к этой среде, все чаще рассматривая сектора на интернациональной основе (или на общеевропейской). Многие из более крупных американских инвестиционных фондов уже структурированы по данному принципу.

В этой перспективе рассматривать и сравнивать GlaxoSmithKline и AstraZeneca в условиях Великобритании уже не так правильно, если имеются более привлекательные возможности, сулящие лучшую стоимость, на фармацевтическом рынке США или Европы. Важно, если сектор имеет выход в другие страны. Разные бумаги имеют различный выход в другие регионы. Это может облегчить инвестиционное решение в том плане, что перспективы лучше, скажем, в Европе, чем в США. Также имеют значение курсы валют.

#### Влияние курса валют

При оценке влияния курса валют необходимо установить, насколько динамика изменения курса валют влияет на компанию или сектор. Колебания курса валюты могут влиять на прибыль двумя способами, их обычно называют эффектом пересчета и эффектом укрепления внутренней валюты.

#### Эффект пересчета

Его несложно объяснить, так как речь идет о простом изменении курса внутренней валюты и влиянии на фиксацию в отчете прибыли зарубежного филиала компании. Допустим, компания отчитывается о своих доходах в фунтах стерлингов, причем прибыль в основном поступает из стран Европы. Если евро упал, прибыли тоже упадут при переводе в фунты стерлингов. И наоборот, при растущем евро прибыль тоже будет расти.

Эти колебания курсов можно свести к минимуму с помощью стратегий хеджирования. Возможно, компания имеет большой долг, номинированный в евро. Тогда затраты на обслуживание этого долга снизятся, нейтрализуя эффект обесценивания валюты. Компания может также

заклучить контракты на валютном рынке, покупая или продавая валюту на рынке фьючерсов.

Влияние пересчета на стоимость акции будет относительно кратковременным, так как колебание будет однократной поддержкой (или снижением) прибыли компании. В этом случае речь идет об усилении низкокачественного источника прибыли (см. качество прибыли на стр. 34). Если вы решаете с выгодой для себя использовать выход на рынок конкретной страны или региона, то должны делать это, если перспективы объемов и цен в этих регионах привлекательны.

#### *Эффект укрепления внутренней валюты*

Эффект укрепления внутренней валюты намного сложнее и может иметь значительные последствия для стоимости бизнеса. Причиной этого – влияние на конкурентоспособность компании. Он также затрагивает сектора, связанные с международной торговлей. Наиболее подвержены этому влиянию, безусловно, инженерно-технический и автомобильный производственные сектора.

Если укрепляется внутренняя валюта, то импорт более конкурентоспособен, чем экспорт. Перед внутренним производителем стоит выбор: снижать цену и защищать долю рынка или поддерживать цену и маржу. Это трудное решение, зависящее от ряда факторов, таких как степень предстоящей угрозы конкурентоспособности импорту и оттого, привлечет ли такая продукция импортеров, дистрибьюторов и покупателей. Может быть, что возросшие расходы на рекламу принесут пользу внутренним продуктам или переведут внимание покупателей в неценовую сферу конкурентного соперничества. Такая маркетинговая акция сократит маржу по крайней мере в краткосрочной перспективе, но, безусловно, создаст предпосылки для сохранения доли рынка в будущем и снижения угрозы импорта.

Если снизить цены, эффект на операционную маржу и прибыль будет чрезвычайным. Если снижаются объемы, доходы также падают, но, возможно, не настолько, чтобы дать повод снижать цены. Однако как это было всегда, все не так просто. Если упустить долю рынка, существует опасность, что импортеры займут освободившееся место для увеличения своей доли на рынке.

Многие из этих процессов имеют долгосрочный характер и чреваты большими потерями, если укрепление/ослабление внутренней валюты

происходит на протяжении долгого периода. При самом худшем сценарии это может закончиться увеличивающейся потерей доли рынка, занимаемой внутренними компаниями.

Поскольку эффект укрепления внутренней валюты может иметь такое значительное влияние на продажи, изменение доли рынка в долгосрочной перспективе, операционную прибыль и операционную маржу сектора, очевидно, что он также сильно скажется на оценке сектора.

#### **ИТОГИ**

Влияние текущего экономического спада на некоторые сектора очень ощутимо. Те сферы экономики, которые подвержены росту процентных ставок и замедлению экономической активности, такие как: банковская сфера, автопром, производство стали, строительная отрасль, авиарейсы бизнес-класса и СМИ (где сказывается сокращение затрат на рекламу), – особенно пострадали. Это также относится к дорогостоящим товарам (дом, автомобиль, новая кухня или ванная), приобретаемым с помощью кредита. Напротив, недорогостоящие товары, являющиеся «защищенными» (коммунальные услуги, розничные продукты питания, алкоголь и табак), относительно благополучно переживают кризис.

Поэтому главное – понять, как экономика влияет на сектор. Она создает макроконтекст, в котором действует компания, и определяет масштаб деятельности в секторе, который влияет на объем и цену продаж.

Другой ключевой аспект – конкурентная структура отрасли. Используя модель пяти сил Портера, мы можем получить хорошее представление о вероятном ценообразовании и марже компании. Эта модель также позволяет нам проанализировать, как меняются эти силы или как они могут измениться в будущем: приходят ли новые конкуренты, консолидируются ли заказчики и поставщики, пытается ли основной игрок получить долю на рынке или создать денежный поток?

В совокупности спрос, цены и затраты определяют прибыль. Понимая перспективы для каждого из этих элементов в выбранной вами отрасли, вы создадите надежную основу, позволяющую начать анализ вашей целевой компании.

## КОНТРОЛЬНЫЙ ПЕРЕЧЕНЬ ВОПРОСОВ

### Спрос

- Сектор циклический, зрелый или растущий?
- Насколько колебания процентных ставок и ВВП сказываются на нем?
- Что движет прибылью/спросом при циклическом секторе – бизнес (капитальные затраты) или потребительский цикл?
- Насколько произвольны эти расходы?
- Это дорогостоящие или недорогие товары?

### Ценообразование

- Насколько консолидирован сектор?
- В чем заключаются барьеры для входа и насколько они высоки?
- Насколько состоятельны клиенты в секторе?
- Имеются ли избыточные мощности и/или жесткая борьба за долю рынка?
- Есть ли в секторе сильная международная конкуренция?

### Затраты

- Насколько велик показатель операционного рычага в секторе?
- Могут ли тренды по затратам на сырье образовать большую дыру в прибыли сектора?
- Затраты на сотрудников – ключевой компонент и есть ли дефицит высококвалифицированных работников?

### Основные экономические силы и факторы фондового рынка

- Это защищенный или растущий сектор ... как он поведет себя в трудных экономических условиях?
- Насколько он подвержен влиянию процентных ставок?
- Есть ли определенные структурные факторы, такие как избыток мощностей или факторы цикличности, которые требуют внимания?
- Доминируют ли в секторе несколько крупных компаний?

### Это глобальный сектор?

- Насколько колебания валютных курсов сказываются на секторе?
- Они оказывают влияние на пересчет прибыли, полученной за пределами страны в иностранной валюте во внутреннюю валюту или на конкурентоспособность сектора (эффект укрепления местной валюты)?
- Нужно ли учитывать политический и/или нормативно-правовой риск?

## Глава 3

## УПРАВЛЕНИЕ И СТРАТЕГИЯ

Темы, которые раскрываются в этой главе

- Почему управление и стратегия так важны
- Каково положение компании на рынке
- Какова стратегия компании
- Каково качество управления
- Внедряются ли передовые практические методы корпоративного управления
- Необходимо ли сменить руководство и изменит ли это ситуацию
- Вопросы стратегии – ликвидационные распродажи, слияния и поглощения: увеличивают ли они стоимость
- Почему заключаются сделки
- Типы заключаемых сделок
- Оценка сделки: на что обратить внимание
- Почему сделки не увеличивают стоимость для акционеров
- Какова реакция рынка на сделку
- Итоги
- Контрольный перечень вопросов

## ПОЧЕМУ УПРАВЛЕНИЕ И СТРАТЕГИЯ ТАК ВАЖНЫ

Покупая акции компании, вы в первую очередь делаете ставку на конкурентоспособность данного бизнеса: если бизнес конкурентоспособен и его продукты и услуги хотят покупать люди, тогда шансы получить прибыль по акциям высоки. Такое положение компании на протяжении всего времени обеспечивается за счет управления и ключевая роль стратегии заключается в поддержании конкурентоспособности бизнеса. Поэтому между акциями — ставкой на конкурентоспособность бизнеса — и стратегией существует четкая связь, которая заключается в поддержании максимальной конкурентоспособности на протяжении всего времени.

При всех изменениях с течением времени способность руководства разбираться в действующих в экономике и секторе трендах и соответственно ответственным образом управлять бизнесом будет иметь решающее значение. При спонтанном вопросе — что больше всего повлияло на их инвестиционные решения. — 70% инвесторов назвали управление бизнесом<sup>1</sup>. Итак, может ли руководство постоянно принимать решения, которые поддерживают и усиливают конкурентоспособность бизнеса?

Существенное и надежное конкурентное преимущество заключается в главной идее стратегии. Комментарий Майкла Портера: «Задача стратега — понять и успешно справиться с конкурентным соперничеством»<sup>2</sup>. Она подразумевает группу решений, увеличивающих валовую выручку — создающих рост объемов и цены, чтобы защитить и увеличить прибыль. Для этого компании необходимо четкое ценностное предложение клиенту, делающее ее продукты и услуги особенно и отличными от других производителей, чтобы они действительно нравились клиентам, а также ресурсы и мощности, позволяющие постоянно реализовывать такое предложение. Это может быть создание эффективной торговой марки или нового продукта, дающего реальное преимущество перед конкурентами.

В таком случае главное — гарантия неспособности конкурента соперничать, или установление барьеров для входа (как рассматривалось на стр. 72 в модели пяти сил Портера), или то, что Уоррен Баффет называет «крепостной стеной» бизнеса: «В бизнесе мне нужны э

<sup>1</sup> MORI Poll (2005) Based on 145 interviews between June and July 2005.

<sup>2</sup> Porter, M.E. (2008) «The Five Competitive Forces that Shape Strategy», Harvard Business Review, January.

номические замки, обнесенные непреступными стенами». Это заставило Баффета инвестировать в такие компании, как Procter&Gamble (P&G), Coca-Cola и Gillette (до ее поглощения P&G). Его комментарии по поводу Gillette интересны и во многом поясняют модель пяти сил Портера, а также важность «крепостной стены» для борьбы с конкурентами:

*«В год в мире используется от 20 до 21 млрд бритвенных лезвий. 30% из них — бритвенные станки компании Gillette, но по стоимости они составляют 60%. В некоторых странах у них 90-процентная доля на рынке. Теперь представьте что-либо существующее так же долго, как бритве, и вы находите компанию, которая обладает таким же потенциалом для разработки усовершенствованных бритв на протяжении всей ее деятельности, плюс высокие возможности расширения и образ, сложившийся в сознании людей... это то, что вы делаете каждый день... но вы опасаетесь, что компании не удалось обеспечить такое же отличное качество. Теперь люди не так склонны пробовать новую компанию, когда возникает такая ситуация»<sup>3</sup>.*

Таким образом, стратегия заключается в инвестировании в укрепление и увеличение высоты «крепостной стены». Это не только даст компании власть над ценообразованием, но также позволит ей эффективно защитить себя от структурных перестановок, неизбежно происходящих на любом рынке с течением времени. Это во многом связано с анализом конкурентного преимущества Портера.

В своей статье<sup>3</sup>, напечатанной в газете «Гарвард бизнес ревью» в январе 2008 г. (статья приурочена к 30-й годовщине со дня первой публикации модели пяти сил), Портер указывал, что понимание структуры отрасли имеет решающее значение и для инвесторов, и для управленцев. Анализ сил, управляющих устойчивой прибылью, конкурентной структурой и переменами, которые должны произойти, намного более важен, чем предполагаемые показатели краткосрочной прибыли.

Сочетание высокой и устойчивой «крепостной стены» с низкими затратами приведет к выдающимся показателям прибылей от продаж и доходности активов, что с течением времени будет увеличивать цену акций. (Команда менеджеров, которая непрерывно следит за затратами, — еще один явный источник конкурентных преимуществ. Чем

<sup>3</sup> The 2007 letter to shareholders explains his views on «moats».

<sup>2</sup> Lowe, J.C. (1997) Warren Buffett Speaks, New York: Wiley, p. 151.

<sup>3</sup> См. сноску 2 на предыдущей странице.

меньше степень дифференциации продукта, тем большее значение имеют низкие затраты.)

Существенно то, что «крепостная стена» снижает риски, увеличивает прибыль и улучшает качество прибыли благодаря контролю над цепочкой поставок и образованию, который приобретает компания. Как показывает системный подход при оценке, это повысит стоимость акций компании.

### Ключевые элементы

Итак, каковы ключевые составляющие хорошей стратегии? Фактически перед нами дорожная карта, показывающая наше текущее местоположение, куда мы хотим попасть и как мы туда доберемся. Простая концепция, лежащая в основе такой стратегии, впоследствии используется как база при принятии всех решений, намного облегчая реализацию стратегии. Важно, что самые известные компании никогда не рассматривали страх как стимул (схватка с конкурентами, опасное положение, выглядеть глупо перед другими, другие уже добились краткосрочного успеха и т.д.), но считали явным стимулом реальное представление о том, что они хотели создать. Создав это, компания должна заработать деньги для акционеров.

Интересно, что в выдающихся компаниях не возникали разговоры о стратегии компании.

Коллиз и Рукстад в «Гарвард бизнес ревью»<sup>1</sup> подробно анализируют все вопросы стратегии. Самые важные составляющие следующие:

- *Миссия* — зачем существует компания, ее цель.
- *Ценности* — во что компания верит и каковы ее принципы ведения, ее внутренняя культура и приоритеты.
- *Видение* — какой она хочет стать.
- *Стратегия* — каков план конкурентной игры.

Стратегия разбивается на три элемента:

1. *Цель* — чего компания стремится достигнуть и какова конечная цель.

<sup>1</sup> Collis, D. and Rukstad, M.G. (2008) «Can You Say What Your Strategy Is?» Harvard Business Review, April.

2. *Сфера действия* — ясность в том, что компания должна сделать (и что она не должна делать) в отношении типа клиента или предложения продукта, географическое позиционирование и вертикальная интеграция (где компания может быть вовлечена в различные этапы цепочки поставщиков).

3. *Преимущество* — каково конкурентное преимущество, в чем компания будет превосходить конкурентов и как это будет поддерживаться. Есть две стороны: первая — предложение ценности покупателю (что выделяет компанию на рынке?); вторая — ее уникальные характеристики, способности, ресурсы или виды деятельности, которые позволяют компании реализовать это предложение. Это именно то, что построит «крепостную стену» и создаст большие трудности для конкурентов при получении доли на рынке.

Четкое представление о своей миссии и наборе ценностей создает определенный уровень ясности, помогающий продвигать бизнес вперед. Эти составляющие усиливают конкурентоспособность бизнеса и делают его стратегически успешным в долгосрочной перспективе посредством дифференциации, развития образа торговой марки, инноваций и вывода на рынки нового продукта.

Ясность по поводу того, что компания делает хорошо, для кого она это делает (настоящий анализ потребностей покупателя) и что требуется для того, чтобы превосходить и выделяться на фоне конкурентов, — все это делает процесс принятия решений намного легче и более эффективным. Распределяются необходимые ресурсы, чтобы обеспечить развитие этих уникальных свойств, с целью гарантировать конкурентоспособность компании в будущем. Видение и ценности помогают мотивировать и создавать движущую силу как для руководителей, так и для простых сотрудников, а также обеспечивают ясную кадровую политику.

Для многих компаний, имеющих ясное представление о своей миссии и ценностях, становится возможным выработать эффективный набор принципов управления, которые помогают определить не только направление бизнеса, но и то, как бизнес предстоит вести в будущем, а также соответствующие принципы поведения, необходимые для выполнения задач компании. Это устанавливает этические нормы ведения бизнеса. Если мы сравним подход и состояние таких компаний, как Apple и Enron, то увидим разницу в ясности



представлений о миссии и ценностях. Действительно, Джим Колдвел замечает, что великие и вечные компании сохраняют свои основные ценности и цель, в то время как их бизнес-стратегии и принципы работы бесконечно видоизменяются, чтобы соответствовать меняющемуся миру.

Совершенно очевидно, что такое непреходящее величие начинается с эффективного выполнения миссии, реализации ценностей, видения и стратегии в показанной выше иерархии. Такая структура исполняется Стивом Джобсом, соучредителем Apple, когда он задает вопрос: «Что такое Apple, что она означает, как она вписывается в этот мир?» Главное убеждение компании — «мы верим, что энтузиасты смогут изменить этот мир к лучшему»<sup>1</sup>. Потому Apple — компания, которая «не делает модули к компьютерам» (что сделало бы ее ориентированной на товар компанией, участвующей в ценовой конкуренции), а «компания энтузиастов, стремящаяся делать бизнес с их подходом». В результате она является одной из главных торговых марок в мире.

Таким образом, на первый взгляд разговоры о миссии и ценностях могут выглядеть абстрактными, если анализируется потенциал получения прибыли на инвестиции, однако отсутствие ценностей (или наличие ценностей, причиняющих вред обществу и отражающих пренебрежение другими людьми) было главным фактором, звавшим конец компании Enron. Стильные и «самые умные парни в группе» видели ценность в демонстрации собственной гениальности, и, как видно из фразы, все их внимание было приковано к самим себе — они смотрели «внутрь» и были далеки от клиентов. Продолжая эту линию, такая «гениальность» распространялась и желание, чтобы цифровые показатели выглядели так же пристойно и соответствовали их гениальности. В итоге учетная политика была полна уловок для поддержания этой иллюзии. Судя по работе «Самые умные парни в группе, документальное исследование»<sup>2</sup>, одним из принципов высшего руководства был тезис «сначала прибыль, потом совесть».

Другая очень успешная и высокопочитаемая компания, которая эффективно следует своей миссии и ценностям, — Procter&Gamble компания, стремящаяся улучшить быт мировых потребителей с

<sup>1</sup> Steve Jobs on YouTube, «Being Meaningful».

<sup>2</sup> Director Alex Gibney, 2005.

мощью высококачественных продуктов с хорошим соотношением качество/стоимость. Это обеспечивает компании инновационный подход к потребительским товарам.

Высказывания многих компаний о миссии и видении могут быть очень заурядны и завуалированы языком крупных корпораций. Но, как мы заметили, если они обдуманно и в них можно верить, это создает очень сильный мотивационный эффект и приносит отличные результаты. Однако важно заставить миссию и ценности работать, и, как часто можно слышать, «видение без реализации становится галлюцинацией».

Учитывая важность управления и стратегии, как это описано выше, нам теперь необходимо выяснить, каково отношение к вопросам управления и стратегий внутри компаний, которые вызывают ваш интерес. Вам нужно спросить себя о следующем:

- Каково положение компании на рынке?
- Какова стратегия компании?
- Каково качество управления?
- Внедряются ли передовые практические методы корпоративного управления?
- Необходимо ли изменить управление и изменит ли это ситуацию?
- Вопросы стратегии — ликвидационные распродажи, слияния и поглощения: увеличивают ли они стоимость?

Мы рассмотрим каждый из этих вопросов по очереди.

## КАКОВО ПОЛОЖЕНИЕ КОМПАНИИ НА РЫНКЕ

Рассмотрев факторы, влияющие на сектор, выделим еще один фактор, показывающий, насколько хорошо компания поведет себя в будущем, — т.е. положение компании на рынке. Текущее положение компании на рынке и ее конкурентоспособность должны быть оценены до анализа ее планов. Инвесторы ожидают, что каждая компания должна иметь убедительную стратегию роста как средство увеличения

биржевой стоимости акций. Однако такие планы не следует понимать буквально. Стоит рассмотреть следующие вопросы:

- Каково положение компании на рынке?
- Увеличивает она или теряет долю на рынке?
- Какова структура компании?
- Какова ее стратегия?

Затем можно углубиться в детали:

- Она лидер рынка?
- Насколько консолидирован или раздроблен рынок?
- Она производитель на основе низких затрат?
- Есть ли один клиент, который доминирует при продажах?
- Каковы барьеры для входа? Как их можно преодолеть?
- Каков опыт в инновациях и выводе на рынок новых продуктов?
- Есть ли у компании способность переходить на другие рынки?

### Анализ положения на рынке

Выбранная вами компания — одна из трех «китов» отрасли? Если это так, то она должна быть в состоянии влиять на тренды в отрасли и на цены. Способность влиять на цены — огромное преимущество и гарантирует как высокие прибыли, так и большую степень устойчивости. Вопросы, связанные с контролем над ценами/рентабельностью, рассматривались на стр. 27–28. Стоит заметить, что барьеры для входа и высокая степень дифференциации продукта (брендинг), скорее всего, создадут мощную экономическую привилегию или «крепостную стену», преодолеть которую будет практически невозможно. Надежно такой привилегии имеет решающее значение для динамики акций в долгосрочной перспективе и для нашей оценки акций.

Напротив, если дифференциация продукта незначительна (топ-продукт), могут иметь место ценовые войны или борьба за долю на рынке. Этого, как правило, можно избежать, если рынок высококонсолидирован (очень мало игроков), а доли рынка достигли уровня, при котором игроки или другие заинтересованные стороны считают

что у них естественная доля рынка. Конкурентоспособность компании и способность использовать ее для получения высокой маржи в очень большой степени будут зависеть от структуры рынка.

Как уже упоминалось при анализе перспектив сектора, для маржи, вероятнее всего, создастся угроза, если за большую часть продаж отвечает отдельный покупатель или если он имеет такое большое значение, что цены могут быть агрессивно снижены.

Меньшие по размеру компании могут столкнуться с проблемами ввиду отсутствия контроля над ценообразованием, но взамен могут оказаться более восприимчивыми к трендам в отрасли. Вам также необходимо учитывать, имеется ли у компании послужной список инноваций в отрасли. В частности, если это большая организация — вы захотите знать, сможет ли она быстро реагировать на изменяющиеся рыночные условия. Послужной список вывода на рынок новых товаров/услуг и реакция на события на рынке — главный индикатор способности компании следить за внешней обстановкой, чтобы соответствовать потребностям рынка. (Возможно, вы захотите знать, можно ли установить, какая часть продаж связана с товарами, которых не было в портфеле, скажем, пять лет назад.)

Обеспечение низких затрат — также ключевой элемент положения компании на рынке. И снова можно процитировать Уоррена Баффета, когда он замечает, что руководство должно «напрягать все силы, чтобы все время контролировать затраты»<sup>1</sup>. (См. корпоративную культуру управления на стр. 106.) Снова стоит заметить, что это имеет решающее значение не только для конкурентоспособности, но и для предотвращения выхода на рынок новых игроков. Если потенциальные конкуренты поймут, что у основного игрока неэффективная структура затрат, это может послужить для них стимулом к реализации продукции на рынке более рациональным способом и относительно быстрому созданию на нем сильной позиции.

### Компания увеличивает или теряет долю на рынке?

Увеличение доли на рынке может быть очень простым способом заставить бизнес расти (сделаем допущение, что компания не монополист на рынке). Это особенно характерно для небольших или средних компаний. Опасность, однако, заключается в том, что на это агрессив-

<sup>1</sup>Gurrera, F. (2009) «Welch condemns share price focus», Financial Times, 12 March.

но среагируют конкуренты, а это развяжет ценовую войну (газетный рынок в Великобритании, например, пережил целый ряд ценовых войн). Она обойдется отрасли «в копейчку» и разорит инвесторов.

Может быть, разумно создавать долю на рынке постепенно, на долгосрочной основе. Для этого компания должна быть производителем с низкими затратами и достаточно сильной в финансовом смысле на долгосрочной кампании. Американская компания по производству компьютеров Dell определила четкую стратегию создания доли на рынке на основе низких затрат. Стать доминирующим игроком, когда рынок достиг зрелой фазы, — это очень привлекательная позиция на рынке.

Доля на рынке может быть сформирована и разработкой сегментов рынка, которые предлагают более высокий потенциал роста. Здесь также важна корпоративная культура компании. Она должна быть очень рыночной и организованной, позволяющей осваивать новые тенденции и события на рынке: это ход, который вряд ли закончится ценовой войной. Если сегменты рынка показывают неплохую динамику и имеют незначительно отличающиеся потребности, ответ на потребности может привести даже к более высоким ценам и прибыли. Таким образом, развитие нового товара в сочетании с изменением ассортимента может стать эффективным как для доли на рынке, так и для увеличения прибыли.

Рост от увеличения доли на рынке и вывода новых товаров иногда называют естественным ростом. Аналогично, когда упоминают «эквивалентное» расширение (наблюдаемое при сравнении сопоставимых показателей), также имеется в виду естественный рост. В основном это рост от действующих операций, в отличие от роста, достигаемого с помощью поглощения.

Риски, связанные с ростом, вызванным поглощением, как правило, значительно выше, чем при естественном росте, поэтому рынок оценивает естественный рост выше, чем рост вследствие поглощения. (Риски и вопросы, связанные с поглощением, подробно будут рассмотрены дальше.)

### Какова структура компании?

Хороший способ быстро получить основную информацию по компании — иметь четкое представление о ее основной структуре. Под структурой я подразумеваю соотношение операционных и финансовых показате-

телей, которые определяют, сможет ли она сделать прибыль. Некоторые из этих факторов определяются особенностями сектора.

Ниже приводится краткий список вопросов, которые вы, возможно, захотите рассмотреть:

- Компания производит один товар?
- Диверсифицирована ли она?
- Каков географический профиль доходов и предстоит ли пережить трудности одному из таких регионов?
- Создает ли бизнес денежный поток?
- Каково соотношение между генерирующим наличные деньги бизнесом и бизнесом, поглощающим наличность?
- Существует ли значительная потребность для капитальных затрат (capex) в бизнесе?
- Какова связь между капитальными затратами на рост и на замену оборудования?
- Компания растет естественным путем или за счет поглощения?

### Товары и подразделения, участвующие в создании прибыли

Если компания делает ставку на один товар, это может быть как преимуществом, так и недостатком и будет зависеть от силы такого товара и его экономических показателей, таких как степень доминирования на рынке, качество торговой марки, низкие затраты при производстве и барьеры для входа. На протяжении последних десяти лет производство одного товара в основном расценивалось как преимущество, так как компании стремятся иметь дело с тем, что им хорошо знакомо. Недостаток виден, если товар устаревает из-за технологического скачка, становится немодным или объектом угрозы со стороны другого товара или услуги. Велика вероятность, что это крайне негативно отразится на доходах. Данную ситуацию знаменитый промышленник лорд Вайншток назвал «нишей, превращающейся в могилу». Снова возникает необходимость выяснить, каково экономическое и рыночное состояние компании.

Важен анализ разбивки прибыли по подразделениям (обычно это примечание 1 к отчету и счетам). Это поможет определить диверсификацию компании. Стоит установить, связаны ли друг с другом вид деятельности, и если это так, то каким образом. Если навыки, необходимые для подразделений, значительно разнятся, обладает ли руководство требуемыми навыками, чтобы эффективно управлять таким портфелем? Структура прибыли от подразделений также указывает на некоторые стратегические вопросы. Если подразделение дает большой процент прибыли и находится в собственности компании в течение нескольких лет, какой смысл держать такое подразделение? Точно так же вы захотите проверить рост, риск и качество каждого подразделения, чтобы составить мнение о каждом из них. Вы также захотите проанализировать прибыль каждого подразделения. — Важно знать, дают ли они **прирост стоимости**? Если подразделение приносит небольшой доход, снова возникает вопрос, почему подразделение входит в состав компании.

#### *География: выгодное расположение для роста*

Географическая структура доходов может быть важна, так как перспективы компании в разных странах могут быть различными. Компания может быть избыточно зависима от одной страны, но предлагает ли эта страна разумные перспективы? Если бизнес циклический, географическая структура может играть главную роль. Строительная компания RMC с успехом позиционировалась в немецкой строительной отрасли самой крупной в Европе. Это давало главное преимущество в конце 1980-х и начале 1990-х, поскольку рынок Великобритании страдал от малых объемов и низких цен, а в Германии был бум, вызванный объединением страны. Однако с середины 1990-х строительная отрасль в Германии стала активно замедляться, что продолжалось многие годы. Бизнес из-за низких цен и незначительных объемов стал практически неприбыльным.

Во время первого периода акции RMC были достаточно хорошим инструментом для инвестиций, но стали очень плохим инструментом во время второго периода. Концерн распределил много капитала на операции в Германии, когда дела шли хорошо: это было ошибкой, так как следовало диверсифицировать капитал в другие регионы. Конечно, нельзя угадать будущее, тем не менее этот пример — иллюстрация

того, как географическая структура доходов и состояние рынков напрямую влияют на результаты ваших инвестиций. Также стоит акцентировать тот факт, что циклический бизнес, высокий показатель операционного рычага и чувствительность к падению цен — это все экономические показатели, которые необходимо учитывать.

Хороший разброс региональных/страновых операций может быть эффективным способом диверсификации рисков, так как вы не зависите от какого-нибудь одного рынка. На рынке, где конкуренция международная, перемещение бизнеса в другую страну может означать снижение базовой стоимости. Если речь идет о компании с большим числом иностранных филиалов, важно проверить, какова ее позиция на каждом рынке.

Присутствие на развивающемся рынке может обеспечить хороший потенциал для долгосрочного роста, но вместе с тем прибыль может сильно пострадать, если страна столкнется с трудностями. Может потребоваться немало времени, чтобы сформировать эффективную позицию на этих рынках, и результаты будут разочаровывать в течение ряда лет. На начальных стадиях компания может приносить очень низкую прибыль. Однако взлет так называемых стран БРИК (Бразилия, Россия, Индия и Китай) и ряда других стран Азии (исключая Японию) сделал эти страны самыми важными факторами роста мировой экономики. Для многих компаний, работающих на сформированных рынках Запада, выход на эти рынки очень важен в долгосрочной перспективе. Разумеется, конкуренты из стран БРИК могут представлять угрозу для многих компаний вследствие низких затрат и избытка мощностей, когда они инвестируют огромные суммы в развитие собственного бизнеса. И наконец, в связи с географической структурой компании вам нужно учитывать влияние курсов валют, как описывалось на стр. 85.

#### *Движение наличных средств и инвестиции*

Так же как географическую структуру, вы, возможно, захотите рассмотреть соотношение между генерирующим наличные деньги бизнесом и бизнесом, поглощающим наличность. Вы захотите установить, есть ли на рынке компании, имеющие хорошие позиции, с хорошей маржой, которая создает много наличности (иногда такой бизнес называют «денежной короной»). Будучи привлекательным, такой бизнес

может не подразумевать роста. Поэтому, если есть другие товары в области, предлагающие хороший потенциал роста, наличные средства могут быть распределены в них, чтобы улучшить перспективы роста. Но при любом инвестировании важен не только рост, но и прибыль, которую он приносит.

Капитальные затраты внутри бизнеса также необходимо анализировать, так как они влияют на многие другие элементы, такие как дивиденды, которые важны для вас как акционера. Их можно определить, если посмотреть на связь между капитальными затратами и **обесцениванием** в связи с износом. Если капитальные затраты систематически и значительно ниже сумм начисленного износа, это может означать, что компания недостаточно инвестирует в активы, что на определенной стадии может пагубно сказаться на компании. Она может стать менее конкурентоспособной, поскольку использует оборудование, которое становится все более неэффективным. Риск заключается в необходимости масштабной инвестиционной программы дополнительных инвестиций для того, чтобы оборудование вышло на должный уровень, в связи с чем все имеющиеся наличные деньги и управленческие ресурсы перераспределяются в этот проект. В этом случае восстановление утраченной доли рынка будет сложным процессом.

**Соотношение капитальные затраты/обесценивание** также может быть полезным при определении роста компании. Если показатель капитальных затрат значительно превосходит показатель обесценивания, это может быть индикатором потенциального роста. Снова оговорюсь, что все это нужно рассматривать в контексте — куда инвестирует компания и каковы ожидаемые прибыли.

#### *Естественный рост или рост, вызванный поглощением*

Другой элемент структуры роста компании, который необходимо отслеживать, — степень роста, достигнутого через поглощение, а благодаря естественному, постепенному процессу. Ставка, которую делает компания на рост через поглощение, может создать проблемы в будущем. По имеющимся данным, прирост стоимости вследствие поглощений очень незначителен (см. стр. 149). В идеальном варианте хотелось бы увидеть высокий естественный рост при невысоком риске дополнением приобретением других компаний, которые улучшат позицию бизнеса на рынке.

## КАКОВА СТРАТЕГИЯ КОМПАНИИ

Команды высших руководителей принимают стратегические решения. Они решают, куда распределить ресурсы — капитал и персонал — так, чтобы принести максимальную прибыль акционерам. Решения касаются подразделений, которые компания должна сохранить, обеспечив их процветание, и подразделений, от которых лучше избавиться. Принять верные решения — решающий шаг в создании прибыли для акционеров.

Поддержка нужных подразделений с соответствующими капитальными затратами, которые инвестируют в вывод новых продуктов на рынок и научно-исследовательскую деятельность, должна принести прибыль на инвестиции и вознаградить акционеров за взятые на себя риски. Доходы, полученные от этих решений, окажут влияние на цену акций и, следовательно, на прибыль от инвестиций.

### Ключ к перспективной стоимости

Распределение капитала для создания прибавочной стоимости для акционеров в долгосрочной перспективе будет влиять на цену акций. Разумеется, при условии, что текущий портфель показывает эффективную динамику и им управляют должным образом.

Если для оценки капитальных инвестиций используется анализ дисконтированных денежных потоков, 50–60% стоимости обычно создается после первых пяти лет, что указывает на важность долгосрочной стратегии. Цена на акции часто снижается, потому что компания воспринимается как прекратившая рост и не имеющая стратегии. В других случаях может сформироваться мнение, что руководство не обладает достойной стратегией или не располагает ресурсами (финансовыми или управленческими), чтобы сформировать успешную стратегию.

### Решающее значение имеет эффективная реализация

Когда стратегия определена, остается главный вопрос — реализация. Совету директоров потребуются надежные люди, чтобы управлять ключевыми подразделениями и выполнять инструкции руководства и задачи. Фактически эффективная реализация стратегии создаст стимул для всех сотрудников компании.

Такое сочетание стратегических и реализаторских способностей решающий фактор для направления компании правильным курсом к увеличению стоимости. Послужной список руководства (см. стр. 9) где рассматривается оценка результативности) даст возможность сразу же определить принципы работы данного руководства. Самые великие планы в мире, вероятнее всего, не будут реализованы при плохом управлении, а также если руководители не имеют опыта и потому могут добиться результатов. Напротив, простые и/или консервативные стратегии, осуществляемые компетентными менеджерами, могут оказаться благоприятными для инвесторов.

### Необходимые способности

Разные виды бизнеса, чтобы быть успешными, могут потребовать различных управленческих навыков. В значительной степени регулируемый коммунальный сектор, например, требует совершенно иного подхода, чем высокоциклический товарный бизнес, который в свою очередь, очень сильно отличается от быстрорастущей отрасли технологий и требует соответствующих навыков. Так, компании на разных стадиях развития (стартап, высокий рост, зрелое состояние, спад или восстановление) могут потребовать различные способности. Это часто наблюдается в ситуации восстановления где могут потребоваться способности и подход, необходимые для сокращения затрат и реорганизации портфеля, а не навыки формирования стратегии роста.

Сочетание способностей руководства должно также соответствовать стратегии и дополнять ее. Финансовые последствия, риски и влияние на прибыль, оказываемое любой стратегией, требуют всестороннего и подробного анализа финансовым директором (FD). Финансовый директор должен быть способен эффективно работать с главным исполнительным директором (CEO), чтобы гарантировать разумное понимание финансовых аспектов стратегии. Финансовый директор должен заниматься такими вопросами, как:

- можно ли профинансировать стратегию;
- какие прибыли она принесет;
- какова структура денежного потока;
- как она скажется на цене акций.

Что может случиться: финансовый директор компетентен в вопросах финансового контроля и отчетности, но слаб в оценке стратегических аспектов действий компании. Тогда обсуждение стратегии становится менее эффективным.

Способность делегировать полномочия и наделять людей властью — решающий фактор, если есть цель эффективно реализовать стратегию. Поэтому необходимо хорошее управление подразделениями и операциями, которое может успешно следовать стратегии и гарантировать требуемые результаты.

### Соответствуют ли способности стратегии?

Это поднимает вопрос соответствия способностей руководства стратегии, которую использует компания. Помочь в этом могут знакомство с краткими биографиями и ежегодные отчеты и счета. Обладают ли члены совета директоров необходимым опытом в той сфере деятельности, которой занимается компания в данное время? Компания Маркони расширилась и сосредоточила усилия на оперативной деятельности своих телекомов, когда ее финансовый и исполнительный директор мало разбирались в этом рынке. Это не единственная проблема Маркони и, возможно, не самая большая его ошибка. Но связь способностей со стратегией — важная проблема, которую необходимо принимать в расчет. Также необходимо заметить, что в то время была мода на недиверсифицированную деятельность и на сектор телекоммуникаций, и первоначально такой ход расценивался положительно, так как цена на акции резко выросла. Таким образом, разумные стратегии бизнеса и правильные действия в краткосрочной перспективе могут расходиться с тенденциями рынка.

### Управление — дефицитный ресурс?

Нехватка квалифицированных руководителей — главное препятствие для корпоративной результативности и реализации стратегии. Это показали крупные корпоративные неудачи последних лет. Сейчас такой дефицит по-прежнему создает проблему, связанную с неспособностью за счет слияний и поглощений обеспечить прирост стоимости. В то время как ослабление доходов — это то, на что всегда обращают внимание при заключении сделок, «ослабление управления» — часто более значимый фактор при определении успешности сделки с точки

зрения создания стоимости для акционеров и влияния на динамику цен акций. (Более подробно это рассмотрено на стр. 92.)

Подводя итог, заметим, что наличие высококвалифицированного руководства будет иметь решающее значение для долгосрочной результативности компании и ее акций.

## КАКОВО КАЧЕСТВО УПРАВЛЕНИЯ

Ответ на этот вопрос критичен для успеха вашего решения. Самые давние неудачи корпоративного управления еще наглядней показывают необходимость различать бизнес, где управление на должном уровне и готово к выполнению обязательств по созданию перспективной стоимости.

Чтобы получить представление о качестве управления и узнать, будут ли менеджеры работать на вас, стоит обратить внимание на корпоративную культуру управления, корпоративную этику и смену руководства. Другой решающий фактор — результаты и прибыли, которые оно приносит.

### Корпоративная культура управления

Хотя трудно дать ей определение, тем не менее важно представить корпоративную культуру компании/управления. Она может определить успешность управленческой деятельности. Следуя точке зрения Уоррена Баффета, выделим ключевые элементы успешной корпоративной культуры. Это руководство, которое:

- ведет себя как собственник;
- все время жестко контролирует расходы;
- выполняет рутинные обязанности исключительно хорошо.

Это звучит удивительно просто, однако встретить такое сочетание можно редко. Руководство часто забывает об этих руководящих принципах. Похоже, что, когда компании увеличиваются, они теряют способность думать и действовать как «собственники». Важно, чтобы руководство, работающее на этой основе, не отделяло своих интересов от интересов акционеров. Это основное требование, чтобы избежать

многих корпоративных скандалов и проблем, связанных с управленческой этикой, которые в последнее время не сходят с первых газетных полос. Для инвесторов тот факт, что корпоративная культура управления основана на увеличении стоимости для акционеров, будет решающим.

Reckitt Benckiser, компания, доказавшая свою успешность, служит примером ведения бизнеса на основе низких затрат, а также корпоративной культуры, основанной на находчивых решениях и четкой учетной политике. Сосредоточив основную деятельность на самых ходовых товарах и здравоохранении, а также на ограниченном количестве торговых марок, компания максимально упростила свою работу. Ее послужной список в плане разработки новых товаров поражает — в 2007 г. 40% выручки компании поступило от инновационных разработок, которые были реализованы в предыдущие три года. Процент продаж новых товаров — полезный ключевой индикатор результативности (KPI), для того чтобы определить специфику корпоративной культуры компании, например в данном случае — это активно реализуемая в бизнесе разработка новых товаров. (На стр. 278 мы рассмотрим KPI более подробно.)

Необходимость все время жестко контролировать расходы интересно рассмотреть на примере компаний, в которых периодически происходят большие структурные изменения, чтобы справиться с неконкурентоспособной базовой стоимостью. Это ясно показывает, что они позволяют выйти расходам из-под контроля, пока не приходит время для решительных действий. Это неизбежно вызывает огромные списания, непредвиденные затраты и отток денежных средств в связи с сокращением штатов. Все это вредит чистым активам или состоянию денежных средств компании, с точки зрения инвестора. Реструктуризация — часто неотъемлемая часть восстановления. Тем не менее будьте осторожны.

### Долгосрочная перспектива бизнеса

Принятие решений по долгосрочным интересам бизнеса — важный фактор принесения прибыли акционерам в будущем. Когда мы займемся анализом EPS, то увидим, что решения обеспечить плановую прибыль в краткосрочной перспективе могут понравиться рынку. Однако если это достигается ценой снижения произвольных расходов

на маркетинг и научно-исследовательскую деятельность или ценом недостаточного финансирования критических инвестиционных наплений, необходимых бизнесу, то в этом случае долгосрочная позиция бизнеса на рынке будет подорвана.

Если руководство преследует краткосрочные финансовые цели, повредит инвестициям в долгосрочной перспективе. Так, если для руководства компании важно выполнить план по прибыли, решения, принимаемые с этой целью, могут быть не в ваших интересах — это могут быть решения, которые не поддерживают бизнес, и/или решения, достигающие поставленной задачи с помощью бухгалтерских уловок.

Такой подход может не принести даже краткосрочной выгоды, если рынок поймет, что прибыль — следствие сокращения расходов на маркетинг и научно-исследовательскую деятельность, то, скорее всего, это отразится на акциях.

#### *Куда стремится руководство и почему*

Это наводит нас на мысль о целях руководства и почему эти цели поставлены. Возникает обоснованный вопрос, должны ли эти цели быть на первом месте. Как указывалось выше, существует опасность, что цели повлияют на решения, вредящие бизнесу. Еще хуже мошенничество. Бухгалтерские скандалы 2001–2002 гг. в основном были связаны с манипулированием числовыми показателями с целью завесить продажи и прибыли, чтобы те соответствовали плану. (Еще одной причиной нечестной учетной политики было желание скрыть истинную задолженность компании.)

Интересно узнать, какие премии получает руководство и за что это должно быть отражено в отчете и счетах компании. Если бонусы связаны с ростом прибыли на акцию (EPS) или, что еще хуже, с показателем **ЕВITDA** (прибыль до вычета процента, налога на прибыль и амортизации), это гарантирует потенциальный конфликт интересов руководства и акционеров. Рассмотрим это подробно в дальнейшем. Вкратце можно заметить, что действия, которые приводят к росту, необязательно создают прибавочную стоимость (т.е. когда прибыль компенсирует акционерам взятые риски, превышая стоимость впитала). Прибыль и **ЕВITDA** также могут не иметь ничего общего с созданием денежных средств, другим решающим фактором создания материальных благ в долгосрочной перспективе.

Слияния и поглощения (M&A) могут успешно обеспечить рост прибыли на акцию (и гарантированно повысят **ЕВITDA**), но имеют плохую репутацию с точки зрения биржевой стоимости акции. Другая опасность — если для финансирования сделки и увеличения прибыли на акцию и/или **ЕВITDA** используются заемные средства, то риски резко увеличиваются. Это главные риски сделки (переплата, приобретение плохого бизнеса, покупка не в подходящей точке цикла и т.д.).

Такие действия принесут выгоду руководству, так как они помогают достичь плановых показателей результативности, приносят бонусы и большие оклады, связанные с управлением увеличившимся бизнесом.

Другая опасность целей — эффект их невыполнения или несоответствия при развитии ситуации. Это может разочаровать рынок. Абсолютные цели также могут вызвать проблемы. Например, цель обеспечить прибыль в 15% при инфляции в 6% совершенно по-другому расценивается, если инфляция оказалась 2%.

Поэтому цели могут быть опасны тем или иным образом. Они могут спровоцировать уловки при бухучете, чего необходимо избегать. Хотя они создают видимость высоких результатов компании и успешности ее позиции, при этом искажается реальное положение дел, а это, в свою очередь, оказывает влияние на стоимость. Цели также могут стимулировать управляющих к принятию решений, разрушающих биржевую стоимость акции, но помогающих хорошо отчитаться перед вышестоящим руководством и, разумеется, гарантирующих денежные бонусы. То есть цели должны отражать перспективное процветание и благосостояние компании и связывать вознаграждение с увеличением денежных средств или простотой стоимости. Это намного существенней, чем увеличение показателей **EPS** или **ЕВITDA**, которые не отражают прибыль, сумму денежных средств или сопутствующие риски, т.е. именно те факторы, от которых зависит биржевая стоимость акции.

#### *Тактика «быков» против консервативного подхода*

По возможности стоит узнать, придерживается ли руководство компании осторожных принципов и подходов к прибыли (консервативный подход) или оно тяготеет к оптимистичному взгляду на перспективы (тактика «быков»). Такая информация позволит вам решить, насколько реалистичны заявления и оценки компании о ее перспективах и чего от них ждать. Ознакомившись с отчетом и счетами и сравнив их



с объявленными результатами, вы получите подсказку, что в действительности имелось в виду при анонсировании; тот же результат чтение финансовой прессы. Если руководство постоянно следует тактике «быков», вы, возможно, скорректируете его показатели будущих результатов. Также может быть, что компания всегда придерживается консервативного подхода при работе с цифровыми показателями и не станет пытаться исказить отчетность с помощью гибкой учетной политики. Компании, следующие тактике «быков», по своей природе склонны искажать цифровые показатели, чтобы выполнить свой план. Хотя, конечно, это происходит далеко не всегда).

*Корпоративная культура, основанная на росте: естественный рост против роста, вызванного поглощением*

Если у компании корпоративная культура основана на росте, достижения которого в основном используются поглощения, результаты могут быть намного больше, чем у компании, расширяющей свою деятельность за счет естественного увеличения основных операций. Сделаем акцент на том, что большинство компаний, которые рухнули после периода бума, придерживались принципов роста через поглощения (такова была их внутренняя особенность). Часто причинами была потребность скрыть трудности в основном бизнесе и генерировать рост, а также желание воспользоваться гибкой учетной политикой, которая часто связана с интеграцией приобретенных компаний. Аннулирование стоимости в результате поглощений обсудим позже.

Рост бизнеса естественным путем снижает риски и чаще приводит к увеличению стоимости. Соответственно, такой рост будет высоко оценен рынком.

*Что оказывает влияние – факторы производства или технологии, факторы затрат или рыночные факторы?*

Всегда следует попытаться установить, есть ли в компании специальный уклон в сторону производства или маркетинга. Фактически попытайтесь установить, насколько внешне или внутренне ориентирована компания. Многие компании разработали новый товар или производственный процесс, но не создали достаточно сильной маркетинговой

базы или распределительной сети для их освоения. Многие технологичные компании исторически имеют такой недостаток. Эта особенность может представлять особую важность, если цикл производства относительно короткий, так как компания может не успеть извлечь выгоду из товара и, прежде чем она оценит ситуацию, место данного товара уже займет другой товар.

Важно понять, что многие компании делают ошибку, акцентируя технологичные или производственные факторы, в то время как на самом деле самым критичным требованием конкурентоспособности являются затраты и/или маркетинг. Большинство потребителей покупают товар из-за привлекательности его свойств, удобств в эксплуатации, но никак не из-за технологии, по которой он разработан. Также легче спрогнозировать отношение рынка к товару, чем к технологии.

*Монопольная корпоративная культура*

Другая потенциальная проблема связана с компаниями, которые исторически привыкли доминировать на рынке. Это может стать причиной неэффективности и корпоративных принципов, избегающих затрат больших усилий и учета реальных потребностей рынка и клиента. Безразличие к рынку может отдалить основного покупателя. Если появляется альтернативный товар или провайдер, скорее всего, клиенты воспользуются им. Тогда доля на рынке резко уменьшится, так как руководству никогда не приходилось иметь дело с покушением на его исконную территорию.

Отношение к рынку многих недавно приватизированных компаний в Великобритании и их динамика интересны в этой связи. Вероятно, ВТ пользовалась большой бюрократической структурой, не обладавшей коммерческими навыками, что неудивительно для компании, так долго находившейся в государственном секторе. В связи с этим ВТ упустила потенциальные возможности рынка или, в некоторых случаях, не использовала по максимуму свою позицию.

*Корпоративная культура приватизированных компаний*

Она частично соотносима с монопольной корпоративной культурой и часто наблюдается в недавно приватизированных компаниях. Будучи в собственности государства или местной власти, сектор коммунальных

услуг зачастую забюрократизирован и не ориентирован на рыночные отношения. Интересно, что, когда коммунальщики обнаруживают, что регуляторы собираются проконтролировать и отрегулировать их основной бизнес, их обычная реакция — покупка иностранного коммунального сектора или диверсификация на внутреннем рынке. Это обычно приводит к переплате при приобретении компаний и неэффективному управлению, когда они находятся в их собственности, и в итоге — к продаже этих компаний с убытком.

*Корпоративная культура компании определяет, заработают ли менеджеры компании для вас деньги*

Часто трудно оценивать что-либо столь же сложное, как понятие «корпоративная культура». Все же стоит задуматься над этим вопросом при анализе компании, так как от этого понятия зависит, заработают ли данная компания для вас деньги. Как мы обсуждали ранее, ценности организации и способность эти ценности «оживить» формируют культуру, создающую обязательства придерживаться этих ценностей. В этом смысле самый важный аспект — то, что руководство явно и четко черкнуто работает на акционеров. Стремление делать то, что правильно с точки зрения долгосрочной выгоды для бизнеса — по словам Баффета «вести себя как собственники», — должно в долгосрочной перспективе принести вам прибыль. Открытость и прямота при взаимодействии с вами также индикатор культуры, способствующей должному отношению к собственникам.

### **ВНЕДРЯЮТСЯ ЛИ ПЕРЕДОВЫЕ ПРАКТИЧЕСКИЕ МЕТОДЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ**

Волна скандалов по поводу краха известных компаний, мошенничество в бухучете, распространенные в первой половине десятилетия XXI в. большие оклады руководства, когда компании приносили хорошие результаты, а цены были на низком уровне, — все это поставило на первое место вопрос корпоративного управления и корпоративной этики. Как и почему это происходит и почему система сдерживания и противовесов, призванная защитить интересы акционеров (которые подчас являются владельцами бизнеса), так часто оказывается бесси-

ельна — критические вопросы, которые должно стремиться разрешить корпоративное управление.

Один из важных вопросов во многих случаях — власть доминирующих исполнительных директоров, чьи амбиции не встретили никакого сопротивления со стороны совета директоров. Отсутствие дискуссии и тщательного анализа предлагаемых идей приводит к принятию плохих решений.

Мысль Баффета о менеджерах, которые ведут себя как собственники, становится исключительно актуальной в таком контексте. В то время как можно стимулировать «передовые практические методы» в корпоративном управлении, ничто не заменит руководителей с присущими им этическими нормами, которые фундаментально формируют готовность действовать в интересах акционеров и защищать эти интересы. Впоследствии такой подход становится частью ценностей компании, а не просто ответом на директивы или на необходимость создания видимости хорошего выполнения, вместо того чтобы инстинктивно делать все правильно и не задумываться над этим.

### **Проблема владелец-исполнитель и конфликт интересов**

Проблема, почему интересы акционеров иногда слабо учитываются, отражает двойную проблему «исполнителя» и связанного с этим «конфликта интересов». Проблема исполнителя связана с тем фактом, что на деле происходит разделение на владельцев (акционеров) и тех, кого нанимают, чтобы управлять компанией от их имени. Будут ли они на самом деле, являясь наемными представителями собственников, управлять в интересах акционеров? В свою очередь владельцы могут сторониться управляющих или чувствовать, что у них мало влияния на команду руководителей. В результате для руководства компании снимаются ограничения.

Решения, которые принимает совет директоров, могут приниматься в их интересах, а не в интересах акционеров. Сам факт того, что задача совета заключается в принятии решений, порождает элемент «конфликта интересов». Если совет назначает членов правления, не являющихся директорами без полномочий, сразу возникает конфликт интересов. Должны ли быть лояльными такие члены по отношению к главному исполнительному директору, который их назначил, или они должны проявлять лояльность к акционерам, чьи интересы они пред-

ставляют в правлении? А если директора без полномочий назначают в аудиторский комитет, этот конфликт возникает снова. Ситуация может быть усложнена тем, что совет нанимает консультантов по бонусам, чтобы предоставить данные для комитета по вознаграждениям. Снова интересы консультантов совпадают с исполнительными лицами нанявшими их.

С точки зрения закона директора без полномочий ответственны перед акционерами, как и аудиторы, за чьи кандидатуры проголосовали акционеры на ежегодном общем собрании.

### Конфликты и бонусы: за что выплачиваются бонусы

Другая область, где возникают основные конфликты, — опционы, вознаграждения в виде опционов на покупку акций и бонусы. Бонусы, в основном, представляют главный интерес. Пакеты вознаграждений часто раздают при достижении плановой прибыли EBITDA (которая очень мало соответствует долгосрочной биржевой стоимости), успешном поглощении или при лучшей, чем у рынка динамике акций компании. Проблема, разумеется, в том, что эти пакеты могут не иметь ничего общего с хорошим управлением и могут совпадать с интересами акционеров. В частности, поглощение может помочь компании достичь хорошего показателя EBITDA или плановой прибыли, одновременно значительно увеличив риски и отняв стоимость у акционеров (т.е. прибыль от таких сделок значительно ниже стоимости капитала).

В некоторых секторах может наблюдаться всплеск объемов и совершенно не связанный с хорошим управлением и приростом стоимости. Фактически на «бычьем» рынке каждый сможет выполнить цели по прибылям, выраженный в абсолютных показателях. Таким образом необходимо подумать, насколько необходимы эти цели. Допустим, бонусы выплачиваются при росте прибыли на 7%. В компании с высоким показателем операционного рычага такие выплаты могут быть вызваны относительно небольшими улучшениями в продажах. Если при росте выручки на 1% доходы возрастают на 3%, то 3% выручки вызовут 9%-ный рост прибыли. В некоторых отраслях это легко достигается, если объемы и цены находятся под влиянием растущего тренда. Наоборот, если компания сталкивается с плохими объемами и плохо контролирует цену или если в ней высока доля переменных затрат и низкая доля фиксированных затрат (низкий показатель опе-

рационного рычага), то для нее 7%-ный прирост прибыли будет весьма проблематичен.

Таким образом, данные цели спровоцируют стратегии и методы, которые, скорее всего, повредят акционерам в долгосрочной перспективе. А тем временем пакет вознаграждений для совета директоров может существенно вырасти. Поглощение не должно быть источником дополнительных бонусов: создание прибыли на капитал, компенсирующей риски, — вот причина, по которой следует поощрять руководство. Таким же образом неправильно связывать вознаграждение с динамикой акций по отношению к динамике всего рынка. Во многих случаях акции могут показать хорошую динамику сами по себе — защищенные акции могут прекрасно себя чувствовать в трудных экономических условиях, но не благодаря результативности руководства.

Хороший пример таких стратегий — компания Vodafone, где бонусы зависят от плана по показателю EBITDA и где главный исполнительный директор получил оплату за успешное завершение сделки по поглощению компании Mannesmann в 2000 г. Аналогичным образом, компания GlaxoSmithKline вызвала удивление в 2000 г. за попытку более щедро наградить своего главного исполнительного директора. Речь шла о 9%-ном превосходстве прибыли над инфляцией в течение трехлетнего периода, относительно лучшей динамике акций компании по сравнению с динамикой FTSE и вхождению в группу из трех основных лидеров фармацевтической отрасли, выбранной самой компанией. Проблема заключается в том, насколько эти достижения отражают действительный прогресс компании и насколько они трудны в реализации. Теперь ответьте на вопрос: может ли поглощение способствовать достижению этих целей? Неясно, создавали ли прирост стоимости предыдущие поглощения. Действительно, плохая работа линии сбыта фармацевтической компании может дать повод задуматься, не приведет ли еще одно поглощение только к усугублению этой проблемы? Фактически поглощения могут оказать отрицательный эффект на научно-исследовательские разработки — ключевой фактор перспективной стоимости.

Передовые практические методы заключаются в использовании внутренних целей, трудных в достижении, в сочетании с целями, направленными на превышение результативности основных соперников (если вы находитесь в растущем секторе, побить рынок или FTSE не сложно; вы явно не сопоставляете похожие по возможностям факторы). А учитывая факторы, которые влияют на результативность и создание материальных благ в долгосрочной перспективе, может оказаться на-

много более эффективным вознаграждение за прибыль на капитал или на основе увеличения денежных средств, или по показателям, которые объективно отражают рост прибыли в долгосрочной перспективе.

Таким образом, проблема исполнителя и конфликта интересов не просто в основе корпоративного управления и этики, но также и в основе доходного инвестирования в акции. Хотя это в значительной степени относится к нормативно-правовой базе, гораздо более эффективный способ решения этой проблемы — соответствующая корпоративная культура, изначально предполагающая увеличение стоимости для акционеров, а не просто меры в ответ на требования нормативных регуляторов.

### Этика управления и стратегия

Стратегия должна отражать видение, миссию и ценности компании. Для этого требуется очень взвешенный и выработанный в дискуссии процесс, при котором задаются правильные вопросы и звучат абсолютно искренние ответы. Эти вопросы должны четко определить, уникальное предложение стремится внести компания, как его можно улучшить и какие способности и ресурсы необходимы для этого. Учитывая сложность мировой экономики и рынков, на которых компания осуществляет свою деятельность, эти вопросы требуют тщательного рассмотрения. Для этого, очевидно, необходим совет директоров, который постоянно критикует и проверяет эти идеи с неослабевающим вниманием, сравнивая их с результатами работы компании. Чтобы достичь цели, необходимы готовность главного исполнительного директора к полному выполнению миссии, признание того, что проект выше личных амбиций, поэтому для успешного завершения требуется полного внимания каждого. Передовые практические меры корпоративного управления разработаны с целью, чтобы такие дискуссии имели место, а риск и вознаграждение от принятия решений тщательно анализировались.

Авторитарный, эгоцентричный главный исполнительный директор часто бывает причиной корпоративных неудач. Недавний крах большей части финансовой отрасли — пример одной из ситуаций, которые, скорее всего, пострадали от стратегических решений, рассмотренных критически на соответствующем этапе, или от

игнорированных противоположных точек зрения. Факты, похоже, свидетельствуют, что был небольшой простор для критики исполнительных директоров по их взглядам и стратегии. Решения могут представлять большой риск без сбалансированной оценки и интуиции других опытных менеджеров.

Вот что может произойти в такой ситуации: единственной стратегией будет «быстрый рост». Рост не стратегия, а результат — результат четкой и убедительной оценки ситуации, чтобы выделиться на рынке, где у компании уникальное предложение и ресурсы для реализации этого предложения. Реализовав все эти характеристики, вы получите рост. Интересно, что значительное количество банков, по всей вероятности, использовали стратегию «быстрого роста» без малейшего представления о рисках, связанных с таким подходом. Очень часто такие стратегии связаны с крупными поглощениями, хотя опыт подобных сделок говорит о том, что они не увеличивают стоимость.

Черты главного исполнительного директора, который приносит устойчивые результаты в долгосрочной перспективе, очень наглядно выразил Джим Коллинз в своей концепции руководителя «5-го уровня». В них «заключена парадоксальная смесь человеческой скромности и профессиональной воли», а их амбиции направлены на создание великого бизнеса, но не для своей славы. В результате они осознают: чтобы обеспечить дальнейший успех бизнеса, должен быть простой план преемственности, который позволит их последователям добиться еще больших успехов, чем добились они. Коллинз также отмечает, что такие лидеры часто отличаются удивительной скромностью, критичны к себе и элегантны.

Интересно, что многие исполнительные директора, ассоциирующиеся не только с неудачными стратегиями, но и со стратегиями, приведшими к коллапсу в финансовом секторе, явно не обладали качествами руководителя «5-го уровня». Это привело к докладу Уокера<sup>1</sup> по корпоративной этике, рекомендовавшему больше изучать риски, связанные с решениями совета директоров, и по возможности проводить внешнее расследование таких рисков. Кроме того, многие компании с доминирующими исполнительными директорами, похоже, явно имеют проблемы с разработкой ясного и разумного плана преемственности руководящих должностей, а это одна из отличительных особенностей организаций с хорошим управлением.

<sup>1</sup> *A review of corporate governance in UK bank and other financial industry entities*, 16 July 2009, Norwich: The Stationery Office.

Сейчас необходимость создания биржевой стоимости акции признается и аналитиками, и инвесторами, поэтому сфера, где акционеры должны найти общий язык с руководством, — стратегия. Это сфера, где акционеры стараются оказать влияние на советы директоров компаний. Это влияние, как правило, касается корпоративного портфеля и продажи нерезультативных подразделений или предотвращения аннулирующего поглощения — особенно если это имеет тот случай, когда руководство преследует «рост ради роста». Ясно, что такое давление означает небольшую веру в способности директоров распределять денежные потоки так, чтобы они увеличивали стоимость. Поступательный список, состоящий в основном из поглощений, — плохое резюме, а если конкретная компания постоянно снижает стоимость, она наверняка испытывает давление акционеров.

#### Как гарантировать хорошее управление

Внимание к добросовестности корпоративного управления, таким образом, имеет решающее значение, чтобы руководство действовало в ваших интересах и разработало долгосрочную стратегию создания материальных благ компании. Фактически это еще один способ снизить риск. Можно насчитать один-два случая, когда основатели и владельцы компании нарушали нормы добросовестного управления без ущерба для прибыли акционеров, — руководители в большинстве своем являются владельцами. Основатель может владеть такой большой долей акционерного капитала, что его интересы совпадают с интересами акционеров. Но в более общей ситуации решающим фактором будет использование всего лучшего, что известно из практики.

Сюда относятся такие вопросы, как:

- качество и честность руководства;
- разделение функций председателя и главного исполнительного директора;
- соотношение числа членов без исполнительных функций и исполнительных директоров;
- независимость членов без исполнительных функций;
- продолжительность контракта;

- политика поощрений;

- за что выплачиваются связанные с работой компании бонусы;

- открытое и своевременное взаимодействие с акционерами.

Этот перечень должен обеспечить соответствующую структуру совета директоров с разделением функций председателя, главного исполнительного директора и высококвалифицированных независимых членов правления без исполнительных полномочий. Разделение функций председателя и главного исполнительного директора важно потому, что это позволит избежать сильной и влиятельной фигуры, которая принимает решения без достаточного анализа и без соответствующего обсуждения советом директоров. Роль председателя — руководить советом и рассматривать стратегические вопросы высокого уровня, в то время как главный исполнительный директор ответственен за текущую повседневную работу компании. Кто-то сказал, что искусство быть хорошим председателем заключается в умении создать «конкурентную борьбу идей и сотрудничество между людьми». Такой борьбы идей, к сожалению, не хватает многим компаниям.

Аналогичным образом члены совета без исполнительных полномочий важны для представления интересов акционеров в совете директоров и критики исполнительных членов при отстаивании ими своих решений. Обычно в совете три независимых члена без исполнительных полномочий, хотя некоторые эксперты рекомендуют увеличить это число до количества исполнительных директоров.

Независимость, очевидно, имеет решающее значение — члены без исполнительных полномочий не должны зависеть от работы бизнеса или иметь коммерческие отношения с исполнительным директором или председателем. В противном случае они не смогут объективно оценивать вопросы, обсуждаемые на собрании директоров. Вот почему такую озабоченность вызывает большое количество директоров, которые участвуют в совете других директоров. Если у вас есть директор без полномочий в совете, где вы сами являетесь исполнительным директором, и если вы член без исполнительных полномочий в их совете, тогда, очевидно, возникает конфликт интересов и отсутствие независимости (вы не критикуете меня, я не критикую вас).

Важность присутствия в совете высококвалифицированных и независимых директоров без полномочий оказывалась в центре исследования

Дерека Хиггса под названием «Анализ роли и эффективности директоров без полномочий», обычно именуемого как анализ Хиггса. Это дополнение к кодексу и предложениям по улучшению передовых практических методов было заказано правительством в феврале 2002 г. в ответ на крах компании Enron и другие финансовые скандалы. Тогда же Роберта Смита<sup>2</sup> попросили исследовать функции аудиторского комитета.

Хотя в Великобритании не было ничего столь же масштабного, как Enron, было много случаев, когда компании следовали стратегиям, существенно аннулирующим стоимость. В этой связи улучшенное качество и большая независимость при обсуждении стратегии и путей создания стоимости в результате распределения капитала должны быть выгодны для акционеров.

С точки зрения улучшения работы совета и процесса принятия решений анализ Хиггса уделяет много внимания нежелательной концентрации власти в совете. Поэтому независимые члены без полномочий должны быть решающим фактором. В этой связи предлагается увеличить число независимых и хорошо информированных директоров без полномочий в совете, где их роль должна быть более четко определена. Для того чтобы этого достичь, необходимо сделать процесс отбора и назначений расширенным и более строгим. Также должны быть качественно изменены подготовка и развитие директоров без полномочий, чтобы максимизировать их вклад в процесс принятия решений.

Важным аспектом предложений Хиггса является назначение старших директоров без полномочий, в чьи обязанности должны быть включены председательские функции на собраниях директоров без полномочий, где председатель отсутствует, и, что особенно важно, посреднические функции от лица акционеров. Старший директор без полномочий может заседать на обычных собраниях с акционерами и действовать как передаточное звено, если акционеры чувствуют, что жалобы не рассмотрены должным образом председателем совета или исполнительным директором.

Предложения Хиггса направлены на доработку передовых практических методов, они внесены в общий кодекс. Важность подхода заключается в том, что вместо акцента на нормативно-правовых требованиях

<sup>1</sup> *Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors*, January 2002. Norwich: The Stationery Office.

<sup>2</sup> *Audit Committees, Combined Code Guidance: A Report and proposed guidance*, September 2002. Norwich: The Stationery Office.

во главу угла ставятся передовые практические методы, когда совет должен их «соблюдать или объяснять». Могут быть серьезные причины, по которым компании не могут следовать передовым практическим методам, но эти причины должны быть доведены до сведения акционеров. Если вы, как инвестор, чувствуете, что руководство действует не в ваших интересах, не учитывая передовых практических методов, вам необходимо подумать о последствиях.

Некоторые темы анализа Хиггса:

- Функции председателя и исполнительного директора должны быть разделены, четко обозначены, записаны и одобрены советом.
- Исполнительный директор компании не должен являться председателем этой компании — это особенно важно в финансовых компаниях.
- Директора без полномочий должны быть независимыми, т.е. они не должны получать вознаграждение от компании или иметь с ней деловые связи или семейные отношения, не должны быть представителями основного акционера или заседать в совете свыше 10 лет.
- Половина совета, исключая председателя, должны быть директорами без полномочий.
- Директора без полномочий должны проводить аудиторские проверки, руководить комитетами по назначениям и вознаграждению.
- Должен быть выбран старший директор без полномочий.
- Если жалобы акционеров не рассматриваются должным образом по обычным каналам и по ним не принимаются решения, необходимо задействовать старшего директора без полномочий.
- Директора без полномочий, и в особенности председатели комитетов, должны посещать **ежегодное общее собрание (AGM)** и отвечать на соответствующие вопросы.
- Полноправный исполнительный член совета не должен выполнять более одной функции директора без полномочий.
- Один человек не может председательствовать более чем в одном совете крупной компании.

Недостатки и спорные вопросы анализа связаны с потенциальными конфликтами между старшим директором без полномочий и председателем. Некоторые эксперты утверждают, что в отдельных случаях старший директор без полномочий должен брать на себя альтернативные властные полномочия и это разрушит «единый совет», являющийся отличительной чертой британского корпоративного управления. Такая обеспокоенность связана с возможной неразберихой, если послание старшего директора без полномочий к акционерам будет отличаться от такого же послания председателя/совета. Хотя такое может произойти в некоторых случаях, сильная сторона предложений, если использовать должным образом, перевешивает слабую сторону.

Одной из черт бухгалтерских скандалов в США было соучастие аудиторов или отсутствие требовательности с их стороны. В некоторых случаях это было вызвано тем, что аудиторы получали вознаграждение за консультации, которые не входили в их обязанности и препятствовали «раскачиванию лодки». В этом случае независимость аудиторов серьезным образом компрометируется. Аудиторы должны представлять акционеров, а не исполнительных директоров.

В связи с этими фактами Смит предложил аудиторские комитеты из членов без полномочий, гарантируя этим независимость аудиторов и соблюдение стандартов учета. Как и в анализе Хиггса, должен поменяться подход «соблюдай или объясни».

Некоторые основные темы предложений Смита:

- Аудиторский комитет должен состоять как минимум из трех членов, все они — независимые директора без полномочий.
- По крайней мере один из них должен обладать значительным недавним и соответствующим финансовым опытом.
- Функции аудиторского комитета четко оговариваются. В них входят: проверка подлинности финансовых сводок, анализ финансовых отчетов, а также надзор за внутренней аудиторской функцией компании и финансовый контроль.
- Аудиторский комитет также ответственен за рекомендации совету по поводу назначения внешнего аудитора и за проверку независимости, объективности и эффективности внешнего аудитора.
- Аудиторский комитет должен развивать и реализовывать политику вовлечения внешнего аудитора с целью предоставления неаудиторских услуг.

Продолжительность контракта главных исполнительных членов — еще одна главная тема. Если у них долгосрочный контракт (скажем, три года), избавляться от малорезультативных членов совета может быть дорогим делом. Они не только аннулируют стоимость, но еще и получают выходное пособие за уход из компании. Соответственно, кодекс рекомендует продолжительность контракта не более 12 месяцев.

Использование опциона по акциям и бонусов, выплачиваемых при достижении определенных плановых показателей, также должно тщательно проверяться. Это может привести к массовым выплатам, но, как отмечалось ранее, вознаграждениями отмечаются не те достижения, которые помогают акционерам, а даже вредящие их интересам. Снова заметим, что возникает искушение воспользоваться уловками учетной политики, чтобы эти достижения осуществить. Качество и добросовестность управления невозможны без честного финансового учета.

Политика открытого взаимодействия не обязательно должна быть частью строгого кодекса управления, но она определяет, как управляется ваша компания. Важно, что она много говорит вам о культуре управления — что руководство заинтересовано в том, чтобы сделать работу правильно для всех тех, кто его нанял: акционеров. Открытость компании для всех своих акционеров — это в то же время и нормативно-правовое требование.

Многие компании в действительности обращаются к аналитикам и брокерам, чтобы тем или иным способом управлять ожиданиями. Это достигается описаниями и обзорами в финансовой прессе — в них приводятся комментарии к изменениям цен на акции. Такой подход является не самой лучшей практикой. **Полугодовой** или **годовой отчет** — более эффективный способ честной коммуникации со всеми акционерами.

### **Сильная сторона добросовестного корпоративного управления**

Преимущества добросовестного корпоративного управления для вас, как инвестора и акционера, велики. На самом базисном уровне качество и честность управления будут напрямую определять успех или неудачу вашей компании. Зная, что компания управляется в ваших интересах, вы и к своим инвестициям в компанию будете относиться

по-другому. Как правило, добросовестность управления воспринимается серьезно, и крупные акционеры особенно хотят быть уверены, что советы директоров в значительной степени разделяют их видения важных ключевых вопросов. Также все больше фактов говорит о том, что оценка компаний выигрывает от хороших методов управления. Слабое управление и влияние доминирующих исполнительных директоров на компании приводят к большим рискам, что увеличивает стоимость капитала.

### Возрастание роли институциональных инвесторов

Еще один важный вопрос — критика институциональных инвесторов, сыгравших свою роль в крахе многих известных компаний, так как они не проверяли директоров тщательным образом, особенно по рискам, связанным с моделями бизнеса. Фактически все, что сделали, — не прислушались ко многим жалобам. Уокер и Майне пришли к единому мнению: инвесторы должны быть уверены, что управление компании обладает необходимыми способностями для выполнения своих обязанностей, что, учитывая сложность некоторых рисков и решений, является решающим фактором для инвестирования.

Другая область, на которую, судя по всему, не обратили внимания инвесторы, — распределение пакетов премий и бонусов без проверки и выплата вознаграждений за неудачи. Это вызывает закономерный вопрос, осуществляют ли институциональные инвесторы свои права как владельцы (или действуя от лица владельцев). В то время как многие хедж-фонды очень широко освещают планы компании и модели бизнеса и часто критикуются за то, что делают это в течение непродолжительного периода, важно заметить, что они действуют как собственники. С другой стороны, многие более долгосрочные фонды гораздо менее предсказуемы (хотя некоторые очень эффективно действуют, находясь в тени). Есть признаки, что институциональные инвесторы реагируют на эту критику и стремятся построить более конструктивный и расширенный диалог с советом директоров, чтобы гарантировать эффективную защиту собственных интересов.

Хотя часто институциональные инвесторы, особенно хедж-фонды, должны агрессивно действовать в такой ситуации, необходимо учитывать, что, если акции показывали плохую динамику

<sup>1</sup> *Myners Report on Institutional Investment*, 6 March 2001, Norwich: The Stationery Office.

на протяжении какого-то периода, руководство должно было проясниться задолго до этого и вовремя среагировать (вместо того чтобы наблюдать паление цены акций, ничего не предпринимая для существенного изменения ситуации). В любом случае анализ экстренных действий должен быть хорошо продуман и, следовательно, вызвать полезную дискуссию.

Обычно бывает очень легко отличить, где инвестор, осуществляющий активную политику, оказывает давление, так как это может создать своеобразный «катализатор» для изменений и действий, которые создадут биржевую стоимость акции. (Мы должны быть осторожны, поскольку важна долгосрочная биржевая стоимость, а не скачок цены акции на краткосрочном отрезке, на что указывается в разделе о биржевой стоимости акции.) Некоторые активные действия могут быть направлены на то, чтобы компания действовала на основе передовых методов корпоративного управления, например разделение функций председателя и главного исполнительного директора, как это происходит в Marks and Spencer. По более стратегическим вопросам может оказываться давление, скажем, для ликвидационной продажи подразделения бизнеса, улучшив тем самым прибыль от основного бизнеса (который может отставать от группы конкурентов); для слияния с соперником, выкупа собственных акций (менее распространенного в наши дни) или для увеличения дивидендов. В конечном счете, разумеется, вопрос может заключаться в смене руководства.

Это не говорит о том, что взгляды институциональных инвесторов на активную политику обязательно правильные, но руководство должно учитывать их намерения и создавать собственную программу импульса. Одним из недостатков давления активных инвесторов является то, что решения принимаются в пользу конкретного, громко заявляющего о себе акционера (или группы). Они составят специальный план, который может создать, но может и не создать стоимости для всех акционеров в долгосрочной перспективе. Здесь снова ситуацию определяют сильные стороны руководства, располагающего четкой и убедительной стратегией и результативно создающего долгосрочные материальные блага компании. Если ясно, как процесс принятия решений поддерживает стоимость бизнеса, повода для давления со стороны активистов будет немного. Реализация стратегии отвечает долгосрочным интересам всех акционеров. Если стратегия ясно донесена до всех участников, инвесторы будут иметь точное представление о том, куда они инвестируют средства.



## НЕОБХОДИМО ЛИ СМЕНИТЬ РУКОВОДСТВО И ИЗМЕНИТ ЛИ ЭТО СИТУАЦИЮ

Коллективы управляющих и исполнительные директора оцениваются по тому, насколько хорошо они распоряжаются деньгами акционеров и что происходит с ценой на акции. Если руководство постоянно терпит неудачи и необходимы перемены, то какие вопросы необходимо решить в случае, если вы продолжаете держать акции или собираетесь их купить?

### Новизна от смены руководства

Если прибыли продолжают разочаровывать и это приводит к реальному падению цены акций, а перспектив восстановления нет, ситуацию необходимо изменить. Крайне необходимо новое руководство, обеспечивающее повышение прибыли. Если новое руководство имеет реальные шансы восстановить компанию, это может послужить сигналом покупки акций.

### Как плохая динамика отражается в цифрах

Прибыль от продаж и прибыль на задействованный капитал должны упасть до низких уровней в абсолютном выражении и будут наверняка ниже, чем у аналогов в том же секторе или отрасли. Прибыль на капитал может быть такой низкой, что она не покрывает стоимость капитала компании (лучше было бы положить деньги в банк). Цена может происходить на протяжении длительного периода. Цена на акции также, вероятнее всего, превзойдет в отрицательную сторону показатели сектора, а также рынка в целом. (Мы обсудим во второй части книги прибыли более подробно позднее.) Рухнувшая цена на акции неизбежно приведет к тщательному расследованию действий руководства и его неудач.

### С чем связаны главные проблемы – с отраслью/бизнесом или неудачами руководства?

Плохую корпоративную результативность или, того хуже – ее отсутствие часто приписывают трудным коммерческим условиям, а не плохой работе коллективу управляющих или его работе.

Может сложиться ситуация, когда прибыль будет низкая из-за значительного перепроизводства (избыточных мощностей) и слабого ценообразования во всей отрасли. Тогда это может быть не связано со спросом и потребуются реальные действия по всей отрасли, прежде чем прибыль покажет хоть какое-нибудь улучшение. Однако возложение вины на плохие коммерческие условия – попытка уйти от более устойчивых и глубоких проблем внутри самой компании. Мы постоянно акцентируем внимание на необходимости принятия долгосрочных решений с целью защиты и усиления конкурентоспособности компании. Если руководство постоянно не делает этого, в конечном счете компания потеряет долю на рынке, а прибыль от продаж и прибыль на капитал пострадают.

Необходим тщательный анализ, позволяющий определить, вызвана ли слабая позиция одним из следующих факторов:

- компания потеряла связь с рынком (не отвечает происходящему на рынке) и с потребностями клиента;
- крайне плохо (стратегическая ошибка) прошла сделка по поглощению;
- конкретное подразделение серьезно отстает от группы соперников;
- поток денежных средств серьезно снизился;
- разочаровали прибыли по крупной инвестиционной программе.

### Кто решает, что руководство нужно сменить

Это сложный вопрос, в связи с которым сразу возникает ряд проблем. Если деятельность компании неэффективна в течение значительного периода, тогда давление акционеров в сочетании с освещением в прессе вынудит исполнительных директоров без полномочий инициировать смену руководства. Это предполагает, что крупные акционеры готовы использовать свое влияние. Наоборот, угроза поглощения может привести либо к действиям по улучшению ситуации, либо к устранению недостатков руководства с помощью поглощения.

### Что должно делать руководство и может ли оно это сделать?

В общих чертах главные варианты увеличения прибыли и, соответственно, повышения цены акций, которыми может воспользоваться руководство, следующие:

- повысить выручку (цены и объемы);
- снизить затраты;
- снизить сумму капитала, задействованного в бизнесе.

Чтобы увеличить сумму прибыли, необходимы либо дополнительные объемы, либо более высокие цены. Это может оказаться проблематичным, потому что рынок слишком труден и/или ответ конкурентов не позволит создать дополнительные объемы или увеличить цену, особенно когда один из игроков делает ставку на получение рынка в долгосрочной перспективе. Также проблему может представлять сильная конкурентоспособность импорта. Если на протяжении длительного периода доля компании на рынке уменьшается, увеличить прибыль будет еще труднее. Чтобы вернуть свою долю рынка, потребуются значительные инвестиции в продукт и рекламу. Это займет время, и успех не гарантирован.

Затраты — одна из переменных, находящихся в сфере контроля руководства, и, как правило, они играют главную роль при становлении компании. Урезание накладных расходов, закрытие заводов и убыточных или не слишком эффективных линий/подразделений — основная часть любой программы реструктуризации. Если возможно, будет лишь первой легкой фазой восстановления. Если цены или объемы продолжают падать, то таких мер недостаточно для восстановления прибыли. Поэтому покупка акций в расчете на восстановление в таких условиях может не принести вам никакого дохода. Кроме того, следует акцентировать, что затраты на реструктуризацию и списание активов будут иметь отрицательный эффект на средства акционеров/чистые активы и денежный поток (выплата при увольнениях и т.д.).

Если затрачиваются значительные средства на реструктуризацию, от этого может выиграть будущая прибыль. В таких обстоятельствах необходимо проявлять осторожность и точно определять, какая доля увеличения прибыли вызвана учетной политикой, а какая — кардина-

льным улучшением результативности бизнеса. Опасность заключается, разумеется, в том, что средства акционеров списываются для улучшения роста прибыли, так что оказывается, что акционеры фактически платят за рост дохода.

### ВОПРОСЫ СТРАТЕГИИ – ЛИКВИДАЦИОННЫЕ РАСПРОДАЖИ, СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ: УВЕЛИЧИВАЮТ ЛИ ОНИ СТОИМОСТЬ

Наряду с улучшением плохих результатов компании, руководству, возможно, придется заняться стратегической позицией компании. Это может привести к распродаже неэффективных или неосновных подразделений. Однако, и это подтвердили недавние события, такой путь очень непростой. Продажа компаний за разумную цену на медвежьем рынке, когда компании «под завязку» набрали кредитов и практически не имеют доступа к новым резервам, очень проблематична.

Сделав допущение, что ликвидационную распродажу все же можно осуществить, нужно, чтобы у руководства было время на основной бизнес и увеличение его результативности (равно как и на улучшение финансового состояния компании). Как указывалось ранее, этот процесс может быть долгим. Улучшение операционной деятельности может позволить рассмотреть возможности роста. Поглощения могут улучшить ассортимент продукции и характеристики роста (опасные стороны поглощений рассмотрены в соответствующем разделе).

### Корпоративная культура

Одна из наибольших сложностей в переломных ситуациях — определить, как сильно должна быть изменена корпоративная культура организации и сколько времени на это уйдет. Это может быть особенно актуально, если некогда великая компания в течение ряда лет не показывает прошлых результатов, но все равно считает себя великой. Бюрократическая структура так могла развиваться за эти годы, что радикальные перемены, необходимые в данной ситуации, будут остановлены решительным образом. Такая ситуация может сложиться, когда компания, бывшая монополистом на рынке, становится объектом давления конкурентов: классический случай —

компания ВТ. Самое главное, что необходимо учитывать в первую очередь, — любые инвестиции в восстановление не сразу принесут прибыль инвесторам.

### **Как долго придется ждать? Сколько времени им следует предоставить?**

На эти вопросы практически невозможно ответить, так как все случаи разные, а сложность проблем будет значительно различаться в каждом случае. В чем же проблема — только в затратах или есть фундаментальные проблемы в компании и/или на рынке? Степень внутренних проблем и внешняя среда окажут сильное влияние на успех разворота компании и на требуемое для этого время. Разворот на стабильном рынке, где прибыль устойчива, может быть быстрее и легче организовать, чем в циклическом товарном бизнесе с огромными избыточными мощностями, высокой долей импорта и слабым ценообразованием. Там корпоративная культура компании бюрократизирована и не отвечает событиям на рынке и потребностям клиента (что в итоге приводит к потере значительной доли рынка) в сочетании со снижением объемов и проблемами гораздо серьезней и разворот не произойдет быстро.

### **Назначение внутреннее или внешнее и имеет ли это значение?**

Некоторые главные исполнительные директора имеют хорошую репутацию сторонников перемен. Может оказаться так, что компания сейчас как раз свежий подход. Важен послужной список. Но члены команды высших руководителей, если их приглашают извне, не будут лояльны к прошлым решениям или устоявшейся практике управления конкретным подразделением, где можно вырасти в профессиональном плане, но на них не окажет воздействия неэффективная или неинициативная корпоративная культура. Это преодолевает инерцию, препятствующую изменениям.

### **Какие способности нового исполнительного директора имеют значение**

Новый главный исполнительный директор умело урезает затраты, он эксперт по продукции/рынку или обладает способностями в реструктуризации портфеля? Что нужно компании? Если исполнитель-

ный директор доказал свою состоятельность в сокращении затрат, тогда что же произойдет, если компании будет необходим рост? Подобным образом, если его послужной список показывает успешность в управлении динамично растущим бизнесом, что произойдет, когда компания перейдет в зрелую стадию? В большинстве ситуаций, связанных с восстановлением, будет необходима смесь этих качеств, чтобы изменить будущее компании.

Снова важно вспомнить высказывание Уоррена Баффета об управлении, которое особенно актуально, если в компаниях явно назрели смены руководства: «За некоторыми исключениями, в случае когда руководство с хорошей репутацией берет в свои руки бизнес с традиционно плохими экономическими показателями, репутация бизнеса не пострадает»<sup>1</sup>.

### **Ожидание поглощения**

Может возникнуть искушение для инвесторов, если они держат акции очень плохой компании, подождать поглощения (вы действительно можете посчитать, что акции привлекательны по причине вероятного поглощения и стать потенциальным покупателем). Опасность, разумеется, в том, что рыночная позиция компании и ее деятельность ухудшились до такой степени, что компания уже не является такой привлекательной, какой была раньше. Она уже не соответствует доле рынка, которая могла бы сделать ее привлекательным кандидатом на покупку. Фактически конкурентная борьба могла лишить ослабленного соперника такой большой доли на рынке, что конкуренты теперь имеют виды на еще большую долю, развязав ценовую войну (клиенты также заметили плохую динамику). Таким образом, нет никакого желания взваливать на себя проблемы обреченной компании.

Это не оспаривает того факта, что ситуация потенциального поглощения может быть потенциально прибыльной сферой для инвестиций. Однако важно осознавать риски и учитывать, что для поглощения может потребоваться много времени (если вообще это произойдет). А вы, вкладывая деньги в компанию, переживающую трудные времена, и ожидая, потеряете большие суммы. Таким образом, если вы подумываете о покупке акций компании на основании потенциального поглощения, постарайтесь убедиться, что ее главный бизнес имеет разумную перспективу, что она действительно представляет ценность

<sup>1</sup>Lowе. J.C. (1997) Warren Buffett Speaks. New York: Wiley, p. 151.

(высокая доля рынка, хорошие технологии, известные торговые марки, дистрибутивная сеть), которая все еще делает ее привлекательной для потенциальных инвесторов, и надежды на поглощение — не единственная причина, по которой вы держите ее акции. Поглощение должно быть последним мазком.

### Смена руководства и истории восстановления — заработаете ли вы деньги?

Все же невероятно сложно оценить, изменит ли новое руководство перспективы и будущее компании. Главная проблема — степень ухудшения позиции компании на рынке и ее доходов — чем глубже спад, тем труднее разворот. Другой ключевой вопрос — стабильность рынков, которых действует компания. Чем более изменчивы условия ценообразования и объемы, тем труднее вернуть прежние прибыли. В ситуации, когда цены быстро снижаются, все инициативы по снижению затрат могут лишь не дать компании упасть еще больше.

Выполнение глубокого анализа позиции компании на рынке и ее деятельности — решающий фактор, так как ситуация связана со значительными рисками. Осуществление изменений, скорее всего, займет много времени, соответственно, для акций наступит долгий период просадки.

### Создание стоимости из слияний и поглощений

Слияние — это когда две компании примерно одного масштаба объединяют усилия. Поглощение — когда одна компания поглощает другую. Слияния и поглощения продолжают оставаться важной частью финансовой системы, даже несмотря на то, что большинство научных и практических свидетельств говорят о том, что часто обещания, данные во время сделки, не выполняются и больше половины сделок аннулируют, а не увеличивают биржевую стоимость акции.

Учитывая такие свидетельства, важно рассмотреть следующее:

- почему компании идут на сделки;
- типы сделок;
- на что обращать внимание при оценке сделок;
- почему сделки не увеличивают стоимость для акционеров.

Теперь мы исследуем каждый фактор по очереди.

## ПОЧЕМУ ЗАКЛЮЧАЮТСЯ СДЕЛКИ

Принципиальные причины поглощений связаны с попытками улучшить доходы акционеров и прибыль на инвестиции с помощью:

- контролирования затрат;
- воздействия на цены;
- роста благодаря новым продуктам или новым регионам.

Теоретически сделки, заключаемые на такой основе, должны быть выгодными для акционеров. Сильный бизнес с лучшими перспективами на прибыль, с потенциалом долговременного роста должен повысить цену акций. Учитывая эти цели, самые распространенные причины, авансированные для оправдания сделок, включают:

- улучшение перспектив роста для компании;
- возможность сокращения расходов;
- улучшение контроля над ценообразованием;
- увеличение доли на рынке;
- устранение избыточных мощностей;
- получение доступа к новой сфере продукции;
- получение доступа к новой географической области;
- получение доступа к новой технологии;
- получение контроля над ключевыми видами сырья и исходными материалами;
- получение большего контроля над способом реализации продукта/услуги.

Возможно, что соотношение риск/прибыль будет отличаться при различных причинах сделки. Вариант, при котором сокращаются расходы и у объединенного предприятия увеличивается доля на рынке (что улучшает контроль над ценами), возможно, связан с меньшим риском. Его легче реализовать, так как руководство работает в отрасли, которую оно знает. Возможно, что эти преимущества будут иметь одноразовый эффект, они улучшат рост прибыли на пару лет. Это может ограничить долгосрочные прибыли, но в этом случае и риски меньше.

Сделки, в большей степени ориентированные на рост, могут быть связаны с большим риском. Переход на новый вид продукции или в новый географический регион неизбежно усложнит работу руководства появлением новых неизвестных, что потенциально увеличивает и будущие риски. Например, выход в новые экономические регионы часто оказывается безрезультатным или, в самом лучшем случае, требует больше времени для освоения, чем ожидалось вначале. Это наблюдается в тех случаях, когда сделка создает очень незначительную позицию на рынке.

## ТИПЫ ЗАКЛЮЧАЕМЫХ СДЕЛОК

Вероятность сделки, увеличивающей стоимость, во многом зависит от типа сделки. Как отмечалось ранее, риски значительно возрастают, так как все больше неизвестных вводится в игру. Также может возникнуть ситуация, что, чем крупнее сделка, тем больше вероятные риски с точки зрения необходимого управленческого ресурса и размера «ставки».

Типы сделки могут значительно варьироваться и включать следующие виды:

- **Стратегические** — это могут быть очень крупные поглощения с целью вывести компанию на новый региональный рынок в той же самой отрасли, в которой она была до сделки. Например, компания, выходящая на рынок США в первый раз, может предпринять стратегическое поглощение, чтобы получить доступ к этому рынку. Или целью может быть выход компании в смежную отрасль продукции, где используют другую технологию, а технологическое ноу-хау важно в не меньшей степени, чем сама продукция.
- **Вертикальная интеграция** — это когда компания приобретает поставщика (иногда его называют «верхняя позиция») или клиента («нижняя позиция»). Причинами тому могут служить получение контроля над критическим сырьевым материалом и гарантии регулярных поставок или получение доли на рынке через дистрибьютора, чтобы каналом сбыта продукции не воспользовался конкурент.
- **Горизонтальная интеграция** — это когда компания приобретает соперника на том же самом рынке или отрасли: сделку можно

назвать «отраслевой консолидацией», как описывалось ранее. Это должно снизить риск, хотя антимонопольные власти могут проявить интерес к сделке.

- **Приобретение** — обычно это низкорисковое расширение бизнеса. Компания покупает небольшого конкурента, действующего в области рынка, к которой у компании нет доступа. Это может быть регион или определенный сегмент рынка сбыта. По своей природе такие сделки отличаются небольшим риском и очень легко интегрируются в действующий бизнес.
- **Договорные/враждебные сделки.** От того, согласована ли сделка между двумя советами директоров или она враждебна, может зависеть результат. Премия, уплачиваемая за заключение соглашения, может снизить прибыль, но, если при этом основной персонал остается на своих рабочих местах, а процесс интеграции произведен высокоэффективно и результативно, премия может стоить того, чтобы ее выплатить. Наоборот, враждебная сделка может производиться без премии и позволить агрессору сделать все так, как он хочет и когда он хочет.

## ОЦЕНКА СДЕЛКИ: НА ЧТО ОБРАТИТЬ ВНИМАНИЕ

В то время как руководство найдет сотни положительных оснований для сделки, инвесторам нужно обратить внимание на следующие:

- каково будет влияние на доходы акционеров (показатель EPS);
- какая экономическая прибыль будет от сделки.

Одно из наиболее часто используемых выражений, которыми описываются сделки, — «сделка не ослабит прибыль в первый год» или «сделка увеличит прибыль в первый полный год». Это отражает особое внимание руководства и рынка к показателю EPS (прибыль на акцию). Прибыль, выражаемая через показатель EPS, — один из ключевых показателей, за которыми следят инвесторы, а рост прибыли — ключевой фактор оценки и, соответственно, цены акции. Таким образом, когда компания заключает сделку, инвесторы анализируют, как это повлияет на перспективы прибыли компании. Тот ли это показатель, на который необходимо обращать главное внимание, — во многом спорно. На волне

аннулирования стоимости, которая следовала за сделками в годы бума. ... стал применяться более правильный подход, когда оцениваются прибыль на инвестиции и стоимость, увеличенная в результате сделки.

Прибыль на капитал, которую, по ожиданиям, должна принести сделка, важна для акционеров в первую очередь. Если компания собирается распределить капитал на сделку, важно, чтобы она принесла соответствующую прибыль, компенсирующую акционерам понесенные риски. Снова отметим четкую корреляцию между прибылью на капитал, которую создает компания, и ее оценкой/динамикой на рынке.

Итак, каким образом оказывается влияние на доходы и прибыль? Во многом это зависит:

- от выплаченной цены;
- как профинансирована сделка;
- от преимущества соединения двух компаний;
- насколько эффективно эти преимущества реализуются.

### Выплаченная цена

Ясно, что выплатив соответствующую цену, вы определите успешность данной сделки. Даже если сделка самая выгодная с точки зрения всех коммерческих показателей в мире, но при этом она снижает доходы и приносит очень плохую экономическую прибыль, акционеры понесут большие убытки.

### Как финансируется сделка

#### Финансирование заемными средствами

Если сделка оплачивается заемными средствами, эффект прибыли прост:

*Доход от нового бизнеса + Сокращение затрат от объединения двух компаний + Преимущества прибыли/ценообразования от объединения — Затраты на выплату процентов по займу.*

Могут быть более сложные случаи: например, если сделка влияет на размер налога (прибыль учитывается после вычета налога). (Д

ствительно, иногда сделки могут осуществляться из-за налоговых преимуществ, но сделка только по причине налоговой выгоды может не быть выгодной в долгосрочной перспективе.)

#### Финансирование акционерным капиталом

Когда используются акции, подсчет заключается в сложении суммарного дохода от сделки (как описывалось выше) и деления на увеличившееся количество акций (с учетом налоговых выплат). Если сделка осуществляется по частям в течение года, доходы от этой части года включаются в расчет и используется средневзвешенное число акций.

#### Стоимость капитала

Она важна для оценки экономического влияния любого инвестиционного проекта или сделки. Компания должна создать прибыль, которая превосходит стоимость капитала, распределяемого при создании этой прибыли, чтобы сделка имела смысл, учитывая связанные риски. Это называют прибавочной стоимостью.

Стоимость заемных средств определить относительно просто: она заключается в процентной ставке, по которой компания одалживает деньги. Она обычно соответствует премии по долгосрочным государственным облигациям, которая считается безрисковой ставкой. Поэтому инвестирование или поглощение, которое финансируется акциями, должно принести намного большую прибыль, чтобы превысить стоимость капитала, т.е. принести положительную экономическую прибыль.

**Средневзвешенная стоимость капитала (WACC)** просто отражает степень финансирования компании за счет акционерного капитала или за счет заемных средств. Если соотношение 70% — акционерный капитал и 30% — заемные средства, стоимость акционерного капитала — 10%, а стоимость долга после вычета налога — 4,9%, то WACC будет

$$(10 \times 0,7) + (4,9 \times 0,3) = 8,47.$$

Чтобы показать влияние долга на снижение стоимости капитала, например, если компания профинансирована на 50% акционерным капиталом и на 50% заемными средствами, подсчитаем WACC:

$$(10 \times 0,5) + (4,9 \times 0,5) = 7,45.$$

Таким образом, компания, которая более значительно профинансирована заемными средствами, будет иметь меньшую стоимость капитала.

Проблема, разумеется, в том, что риски увеличиваются по мере увеличения суммы заемных средств. В этом случае бета увеличится, и это увеличит стоимость акционерного капитала, отражая возросшие риски (на стр. 45–46 мы рассматривали факторы, влияющие на показатель бета).

### Преимущества объединения двух компаний

*Финансирование долгом против финансирования за счет акционерного капитала – влияние на доходы и прибыль*

Чтобы рассмотреть влияние различных методов финансирования поглощения, рассмотрим случай поглощения компанией А компании В. Суммарная оценка (или стоимость предприятия (EV), ночная капитализация) показана в таблице 3.1. Вам нужно спросить себя о следующем:

- каково влияние на показатель EPS (прибыль на акцию);
- увеличит ли сделка стоимость;
- каково будет финансовое состояние компании, после того сделка завершена?

Стоимость акционерного капитала после совершения поглощения учитывает премию, необходимую для получения контроля над первой компанией. Резервы отражают обязательства (пассивы), которые перейдут на главную компанию, когда завершено поглощение. Они могут быть связаны с обязательствами по защите окружающей среды, которые «переходят» к поглощающей компании, или необходимо профинансировать пенсионные выплаты текущим или бывшим работникам. Затраты на сделку – это затраты на необходимую документацию, поддержку юристов и сборы за осуществление сделки.

Покупка компании В принесет операционную прибыль в 65 фунтов. Предполагается, что преимущества от объединения компаний или эффект слияния, увеличивает операционную прибыль на 25 фунтов. Эти преимущества могут быть результатом ряда мер по сни-

нию затрат: снижение затрат на оплату труда, эффективность закупок и экономия на масштабе, увеличивающая объемы при операциях. Эти преимущества обычно называют «синергизмом» сделки. Ясно, что на данной стадии они гипотетичны, и руководство обязано реализовать эти преимущества.

Таблица 3.1

### Стоимость покупки компании В (млн фунтов) за счет 70% акционерного и 30% заемного капитала

Стоимость предварительной заявки	600
Стоимость акционерного капитала, затрачиваемого на поглощение	780
Заемные средства	100
Резервы	40
Затраты на сделку	20
<b>EV</b>	<b>940</b>
70/30 Акционерный капитал/Заемные средства	
Акции	658 млн фунтов
Долг	282 млн фунтов (при ставке 8%)

Цена акции компании А – 650 пенсов, рыночная капитализация – 1,95 млрд фунтов.

Предложение прав на 20%-ное снижение цены акции, т.е. 520 пенсов.

Отсюда количество акций, которое необходимо выпустить: 658 млн фунтов/520 пенсов=126,5 млн.

Таблица 3.2

### Поглощение компанией А компании В

	Компания А	Компания В	Эффект слияния	70/30 Акционерный капитал/Заемные средства	Все акции	Весь долг
Операционная прибыль	150	65	25	240	240	240
Проценты	10	10	22	32	10	85,2
До выплаты налогов	140	55		208	230	154,8

Окончание табл. 3.2

	Компания А	Компания В	Эффект слияния	70/30 Акционерный капитал/Заемные средства	Все акции	Вес доли
Налоги	-42			-62.4	-69	-46%
Прибыль после выплаты налогов	98			145.6	161	108%
Количество акций	300		126.5	426.5	481	300%
EPS	32.7			34.1	33.5	36%
P/E	20x					

Главное допущение – что сделка профинансирована выпуском акций на 70% стоимости сделки и на 30% дополнительными заемными средствами. Акции выпускаются при предложении прав для акционеров на 20%-ную скидку по отношению к преобладающей рыночной цене. При цене акции в 520 пенсов компания должна выпустить 126,5 млн акций, которые соответствуют 70% стоимости поглощаемой компании. Составляющая в виде заемных средств в 282 млн финансируется долгами с процентной ставкой 8%.

Таблица 3.2 показывает варианты финансирования сделки полностью заемными средствами и полностью за счет выпуска новых акций с допущением, что выпускаемые акции стоят 520 пенсов. Такая цена может быть нереальной, так как неясно, сколько акций должно быть выпущено, что может предполагать скидку, большую чем 20%. Если окажется, что она равна 30%, необходимо будет выпустить 207 млн акций, а не 181 млн, как в примере выше. Это снизит прибыль на 31,7 пенса, т.е. **ослабление** будет 3%. Таблица 3.2 показывает, что сделка повышает EPS при всех предложенных финансовых методах.

Преимущество финансового рычага, т.е. использования заемных средств, видно в показанном варианте финансирования только заемными средствами. Прибыль при полном финансировании заемными средствами увеличивается на 10,4%. Налоговая нагрузка при этом варианте меньше, так как налог увеличивается только на 10%, несмотря на 60%-ное увеличение операционной прибыли. При отсрочке выпуска дополнительных акций показатель EPS значительно увеличивается.

Опасность, связанная с таким вариантом, заключается, разумеется, в финансовом состоянии компании после сделки. В этот момент мы увидим, что коэффициент покрытия процента падает до  $2.8 \times (240/85.2)$ . Насколько это приемлемо, зависит от типа бизнеса (т.е. насколько стабильны или цикличны прибыли), необходимости капитальных расходов или движения денежного потока, который ожидается при увеличении бизнеса. (См. подробное описание финансового состояния, коэффициента покрытия процентов на стр. 234–235.)

Если бизнес циклический с высокой долей фиксированных затрат, где объемы и цены могут значительно колебаться, такой уровень покрытия процента может вызвать некоторые проблемы. Относительно незначительное снижение выручки может снизить покрытие процента до опасного уровня. Риски для акционеров при таком сценарии резко возрастают. Однако, если бизнес был очень стабильным с сильным ценообразованием и прозрачностью доходов, использование варианта с финансированием полностью заемными средствами может не вызвать особой тревоги.

Так как влияние на прибыль положительное во всех трех вариантах, руководство может утверждать, что, поскольку в результате сделки увеличивается рост, она является хорошим ходом с точки зрения прибыли акционеров. Однако мы должны проверить, действительно ли сделка дает прирост стоимости. Нам также необходимо иметь в виду, что есть значительные риски, что сделка не принесет результатов, которых ждали.

Глядя на добавленную стоимость, нам необходимо оценить стоимость капитала и посмотреть, превосходит ли ее прибыль. Прибыль относительно просто определить. Мы покупаем 90 млн фунтов операционной прибыли (65 млн фунтов операционной прибыли плюс 25 млн доходов от слияния) за суммарные расходы в 940 млн фунтов. Это дает прибыль до вычета налогов в 9,6%. При налоге 30% прибыль снижается до 6,7%.

Стоимость долга, как мы знаем, в этом случае будет 8%. Однако, как обсуждалось выше, существуют налоговые послабления при выплате долга – суммы процентов подвергаются налоговому вычетам. Соответственно, стоимость долга 5,6%.

Стоимость акционерного капитала сложнее рассчитать. В этом случае сделаем допущение, что она равна 12%.

Для общего случая возьмем «средневзвешенную стоимость капитала». Здесь мы просто принимаем в расчет, что мы финансируем 70%



сделки при ставке 12% и 30% сделки при ставке 5,6%. Это дает суммарную стоимость в 10%.

Таблица 3.3 показывает, что экономическая стоимость увеличивается, только когда сделка финансируется заемными средствами. Это происходит потому, что заемные средства обходятся дешевле акционерного капитала, и, что является главным, налоговые послабления при выплате процентов значительно снижают стоимость долга после вычета налогов. Как обсуждалось ранее, проблема в том, что происходит со структурой рисков, учитывая большой финансовый рынок при таком варианте. Как инвестору, вам придется не бояться высоких рисков.

Таблица

Добавленная стоимость

	До вычета налога (%)	После вычета налога (%)
Прибыль (90/940)	9,6	6,7
Стоимость долга	8	5,6
Стоимость акционерного капитала	12	12
WACC (70/30)	10	10

Два других варианта явно аннулируют стоимость. Единственный способ, позволяющий увеличить стоимость, — если преимущество «синергизма» значительно выше, чем планируемые 25 млн фунтов. Очевидно, что, чем выше допущение, тем больше риск не реализовать эти преимущества. В этом случае потребуются дополнительные 45% преимуществ синергизма для гарантии того, что сделка не аннулирует стоимость:  $130 \text{ млн} / 940 \text{ млн} = 14,4\%$ . Налоговые вычеты в 30% и прибыль после уплаты налогов в 10,1%. Для компании, зарабатывающей 65 млн, добавка в виде 65 млн явно трудная задача.

Другой способ сделать сделку более прибыльной с точки зрения добавленной экономической стоимости — снизить сумму премии, уплачиваемую при заключении сделки. В этом случае она равна 30% — стандартная премия, чтобы произвести поглощение. Если попытаться гарантировать приобретение компании 15%-ной премией, можно сэкономить 90 млн фунтов. Согласятся ли на это руководители и акционеры — спорный вопрос. Он показывает, что проблема

поглощений заключается в том, что они хороши для акционеров поглощаемой компании, но не так хороши для акционеров поглощающей компании.

Какой способ оценки необходимо использовать

Таким образом, при оценке успешности сделки вам необходимо ясно представлять, что получается в результате и какой, по вашему мнению, способ оценки сделки является подходящим. Обычно следуют тенденции учитывать влияние на прибыль. Однако, принимая во внимание негативный опыт сделок за последние несколько лет и разочарование от руководства и его стратегий и действий, вредящих акционерам, инвесторы стали больше смотреть на создание стоимости при сделках. При условности балансовых отчетов и резком снижении аппетита к риску такой подход на основе стоимости, созданной для акционеров, кажется особенно актуальным.

Проблема роста, возможно, также наглядно проявляется, если посмотреть на агрессивные политики поглощений в 1980-х и начале 1990-х. Главный «козырь» заключался в использовании акций с высоким показателем P/E (коэффициент «цена/прибыль») для поглощения компаний с более низким коэффициентом. В итоге достигался рост, соответствующий высокому рейтингу, и пересмотр рейтинга поглощаемой компании в сторону увеличения. Чем выше этот рейтинг, тем меньше акций вам необходимо выпустить.

Приведем пример. Посмотрите на предыдущий случай и сделайте допущение, что коэффициент P/E 30х, а не 20х. Давайте рассмотрим вариант с полностью акционерным капиталом (табл. 3.4). При коэффициенте 30х цена на акцию должна быть 981 пенс ( $32,7 \times 30$ ). Если мы выпустим акции со скидкой 20%, нам будет нужно выпустить только 120 млн акций ( $120 \times 784 \text{ пенс} = \text{требуемые } 940 \text{ млн}$ ), а не 180 млн, как в варианте с полностью акционерным капиталом при цене на акцию с коэффициентом прибыли 20х.

Здесь мы видим, что EPS значительно увеличивается — 38,3 пенс прибыли соответствуют увеличению в 17% по сравнению с 2,4%-ным увеличением в первом примере. Это, очевидно, работает на сценарий с большим ростом прибыли. Однако увеличение стоимости при сделке то же самое. Прибыль по уплаченной цене прежняя: 90 млн при затратах в 940 млн. Стоимость капитала 12% из-за 100%-ного финансирования сделки акционерным капиталом.

Таблица 3

**Вариант со 100%-ным финансированием сделки  
акционерным капиталом (используются акции  
с высоким коэффициентом P/E)**

Операционная прибыль	240
Проценты	10
До выплаты налогов	230
Налоги	-69
Прибыль	161
Количество акций	420 млн
EPS	38,3 пенса

Это создает еще более сильный конфликт между двумя способами оценки сделки. Прибыль резко увеличивается, но экономический результат сделки тот же самый.

#### Выгоды от сделки

Сколько прибыли должно быть добавлено при выполнении и счетов? Эта сумма во многом зависит от «выгод интеграции» при приобретении новой компании. Эти выгоды, в свою очередь, зависят от суммы сокращения затрат и/или принесения дополнительных доходов в результате объединения двух компаний.

#### Затраты

Если в отрасли значительные избыточные мощности и это привело к слабому контролю над ценами (когда приобретаемая компания особенно агрессивно стремится увеличить долю на рынке), то поглощение конкурента может иметь большие преимущества. Если фиксированные затраты высоки, а количество заводов можно сократить, тогда затраты выиграют от закрытия неэффективно работающих заводов и увеличившейся эффективности производства, достигается за счет больших объемов при меньших затратах. Кроме того, экономия издержек может быть достигнута в результате больших ценовых скидок при закупке больших количеств сырья/поставок (экономия при закупках). Такая экономия на закупках может быть важным сокращением затрат в розничной торговле или отраслях, связанных с распределением.

ем, так как она гарантирует гораздо более эффективный подход при взаимодействии с поставщиками.

Проблема при сокращении затрат в том, что выгоды могут быть одноразовыми и мало изменят долгосрочную перспективу роста бизнеса. В результате рост прибыли на протяжении, скажем, двухгодичного периода будет оценен рынком относительно невысоко. Интересный пример — тенденция слияний в фармацевтическом секторе. Здесь много можно сэкономить на научно-исследовательских разработках и рекламе. Однако, если инвесторы инвестируют средства для роста, который предполагает вывод новых продуктов, они могут опасаться, что инициативы по сокращению затрат (и само слияние) проводятся с целью скрыть плохую результативность портфеля лекарственных препаратов. Поэтому снижение затрат будет оценено не так высоко, как рост прибыли, которую можно получить от увеличения выручки.

Другой важный вопрос, связанный с сокращением затрат, — не будут ли выгоды нейтрализованы низкими ценами и низкими объемами после сделки. В нашем предыдущем примере с закрытием лишних мощностей улучшение будет зависеть от способности сделки создать достаточную ценовую стабильность. Если отрасль остается фрагментарной, где ряд игроков стремится получить долю на рынке, а конкуренция импортеров представляет главную угрозу, цены, скорее всего, останутся на низком уровне. В этом случае плохое ценообразование перевесит программу по снижению затрат.

#### Преимущества цен

В результате приобретения новой компании выручка, очевидно, увеличится. Однако устранение агрессивного конкурента, скорее всего, приведет к менее конкурентоспособному рынку. Поглощение способствует ценовой стабильности. Такой процесс часто называют консолидацией: в отрасли остается меньше игроков с большими долями на рынке. Теоретически ценообразование от этого выигрывает, хотя могут быть и исключения, указанные выше. (Сильный конкурент все же может иметь виды на большую долю рынка и/или более мощный денежный поток, нужный для обслуживания большого долга или увеличения собственного дохода, например в семейном бизнесе или при экономическом спаде.)

Таким образом, устранение нежелательного конкурента и последующее улучшение ценообразования в отрасли могут привести к довольно

солидному преимуществу компании и ее акционеров. Стоит иметь в виду, что преимущества более высоких цен имеют влияние «рычага» на прибыль — увеличение цен на несколько процентных пунктов может резко увеличить прибыли, тем самым усилив выгоды от сокращения затрат, описанные выше.

Эти преимущества в затратах и выручке объясняют, почему компания стремится к поглощению и готова заплатить премию. Если ситуация такова, что условия ценообразования улучшились, это будет иметь большое значение. После сделки руководство будет иметь больше влияния на рынок, и это поможет улучшить «качество прибыли», сделать поток доходов более стабильным, также можно будет лучше проконтролировать все вопросы, связанные с прибылью. (Качество прибыли более подробно рассматривается на стр. 176.) Сделки, которые помогают повысить цены и потенциал выручки, как правило, наиболее успешные.

#### *Преимущества объема*

Выгоды от большего объема также могут значительно повлиять на выручку и на прибыль (вспомним влияние операционного рычага). Дополнительный объем приравнивается к увеличенной доле на рынке, что улучшает качество прибыли. Объемы могут выиграть от доступности большей и лучшей распределительной сети или другим каналам распределения.

#### *Преимущества выручки*

Описанные преимущества объемов и цен в результате поглощения вместе дают суммарный эффект выручки. Способность увеличить выручку, а не просто вызвать одноразовые снижения затрат, будет иметь решающее значение для увеличения стоимости в результате сделки. Такие преимущества выручки будут оценены рынком гораздо выше, как они улучшают количественные и качественные показатели прибыли.

#### *Временные рамки реализации преимуществ*

Некоторые сделки неизбежно оказываются более трудными. Поэтому может потребоваться время, для того чтобы все выгоды от сделки реализовались. Компания может ясно объявить, что сделка требует времени в плане обеспечения максимальных преимуществ, а в край-

ней срочной перспективе предстоит ослабление доходов. Такой тип сделки часто называют стратегическим. Если компания имеет хорошую репутацию «генератора» прибыли и соблюдает свои обещания (и обладает хорошо сформулированной долгосрочной стратегией), инвестиционное сообщество поддержит сделку. Наоборот, если у руководства плохой предыдущий опыт и репутация заключения сделок с «отниманием стоимости», это может стать серьезным камнем преткновения при получении согласия инвесторов.

#### *Когда сделки приносят результат*

Учитывая высокие риски, связанные с поглощениями, и плохую репутацию сделок в плане увеличения стоимости, стоит разобраться, в каких случаях у них есть шанс принести положительный результат. Ясно, что главную роль здесь играет репутация руководства: если оно не переплачивает при сделках и гарантирует эффективную интеграцию бизнеса, это будет иметь решающее значение. Хотя на первый взгляд это выглядит простым, не слишком большое число сделок, которые увеличивают стоимость, говорит о том, что очень немногие делают это успешно.

Перечень факторов, которые способствуют успешной сделке, приведен ниже (он может быть и больше):

- уплачена разумная цена, что может позволить превзойти средневзвешенные затраты капитала (WACC);
- поглощение произведено в нужной точке цикла;
- последовательность в выполнении объявленной стратегии;
- поглощение — часть общей стратегии ... стратегия заключается не в поглощениях;
- основной бизнес развивается хорошо, без каких-либо серьезных проблем;
- руководство не стремится избежать трудностей, связанных с основным бизнесом;
- руководство полностью понимает бизнес/рынок — поглощение является частью основного бизнеса;
- существует четкое представление о целях компании в некоторой временной перспективе;

- руководство располагает ресурсами, чтобы гарантировать эффективную интеграцию без негативного влияния на бизнес;
- ценообразование в отрасли улучшается;
- обеспечен рост выручки;
- реальная выгода от затрат/экономической масштабности бизнеса;
- улучшение качества прибыли;
- улучшение показателей роста бизнеса;
- компания расширяет свою деятельность, добавляет новый продукт, новый регион или технологии;
- не создает больших проблем с балансовым отчетом после сделки;
- сделки с целью повышения характеристик с большей вероятностью принесут прирост стоимости, чем стратегические сделки.

Как показывает список, самыми главными являются добросовестность руководства и внимание к результатам. Крах многих продающих компаний в технологическом секторе, СМТ и телекоммуникационном секторе примечателен тем, что многие из этих компаний возникли в результате частых поглощений. Они часто использовали акции с высоким коэффициентом P/E, что краткосрочно повышало EPS, но не обязательно увеличивало стоимость (как рассматривалось ранее). Ряд поглощений происходил на пике цикла, когда оценка компании максимальна, поэтому такие сделки просто были не в состоянии увеличить стоимость. Следовательно, те, которые активно провозглашали стратегию поглощений, могут скрывать за ней неутешительные результаты основной деятельности. Джим Коллинз говорит, что великие компании используют поглощения не для того, чтобы создать импульс, а чтобы его усилить. Но здесь предполагается, что основная деятельность компании продвигается вполне успешно, есть очень четкая стратегия и цель — тогда поглощение поможет усилить эти преимущества. Однако для многих компаний поглощение — стратегия или способ трансформировать компанию, у которой уже не наблюдается роста и нет новых идей. Такой подход ошибочен.

Компании, которые осуществили много поглощений, также могут быть склонны использовать способы учетной политики, которые

ставляют их в наилучшем свете и создают иллюзию роста. Это серьезно увеличивает сопутствующие риски и ухудшает качество такой прибыли в связи с неадекватным бухучетом и недостаточной надежностью доходов. Соответственно, если вы инвестировали в такую компанию, то берете на себя гораздо большие риски, чем ожидаете, и ваши шансы заработать на этом более ограничены.

### ПОЧЕМУ СДЕЛКИ НЕ УВЕЛИЧИВАЮТ СТОИМОСТЬ ДЛЯ АКЦИОНЕРОВ

Научные исследования позволяют предположить, что лишь немногие сделки добавляют стоимость или приносят выгоду акционерам в приобретающей компании. Рассмотрим, почему теория не дает результатов на практике.

Самые распространенные опасности следующие:

- уплаченная цена слишком высока, что не позволяет принести соответствующую прибыль;
- компания приобретается в неправильной точке цикла — прибыли от ее деятельности неизбежно резко упадут;
- стратегия плохо продумана;
- руководство сталкивается со слишком большим количеством неизвестных (т.е. бизнес, который ему незнаком; регион/страна, которые ему незнакомы);
- руководство перераспределяется на новую компанию, т.е. возникает нехватка управленческих ресурсов для увеличившегося бизнеса («ослабление управления»);
- бизнес не так эффективно интегрирован, как планировалось, — он не приносит обещанных выгод;
- корпоративные культуры двух компаний радикальным образом отличаются, что исключает плавную интеграцию;
- масштабность отрицательно сказывается на бизнесе — укрупненной компанией нельзя эффективно управлять.

- план создал более слабую позицию, чем прогнозировали;
- потеря большей выручки, чем ожидали;
- потеря менеджеров высшего звена поглощенной компании.

Уплаченная цена и точка цикла, в которой купили компанию, — ключевые факторы успешной сделки. При покупке компании, кроме того, следует помнить, что ею необходимо управлять и ее необходимо интегрировать для принесения соответствующей прибыли. Хорошее управление — редкий ресурс, и в то время как стратегия может быть хорошо разработана, в интеграционном процессе многое может пойти не так, как ожидали. Мы коснулись проблемы ослабления прибыли, но многие сделки оказываются неудачными из-за ослабления управления. Это ослабление, скорее всего, будет сильнее, если компания вошла в товарные области или регионы, о которых она ничего не знает. — риски намного выше. Управления не хватает для укрупнения компании, что направляет ситуацию в бизнесе по самому худшему сценарию. Это особенно актуально, если поглощенная компания оказалась в гораздо худшем состоянии, чем ожидалось первоначально. У нее может быть более слабое положение на рынке, чем думали, и может понадобиться немалая сумма затрат на восстановление. Слабости, разумеется, могли и быть причиной готовности компании продать себя. Всегда стоит потратить усилия, чтобы выяснить, почему продается поглощаемая компания.

Также часто оказывается, что некоторые руководители склоняются к подходу «масштаб ради масштаба»; их привлекают гламурная обстановка и суета вокруг сделок. Быть номером один в отрасли подтверждает высокий статус, менее важной частью плана могут быть приобретения акционеров.

Более материальные причины сделок:

- масштаб ради масштаба;
- защитить должности высшего руководства/поддержать его плату;
- страх поглощения другой компанией;
- скрыть проблемы в основном бизнесе;
- легче/интереснее заключать сделки, чем управлять действующим бизнесом.

## КАКОВА РЕАКЦИЯ РЫНКА НА СДЕЛКУ

Учитывая потенциальные выгоды и недостатки заключения сделок, как среагирует фондовый рынок на сделку, объявленную компанией, к которой вы проявляете интерес? Это зависит от сочетания факторов, определяющих, почему сделки дают результат и почему они терпят явную неудачу.

Хороший тест — спросить себя, насколько вы доверяете руководству. Если оно объявило сделку, подумаете ли вы сразу же о том, что она может быть сомнительна, или вы примете ее безоговорочно? На это будет влиять предыдущий опыт руководства в заключении сделок, увеличивших стоимость, результативность текущей работы и финансовое состояние компании.

Реакция рынка также во многом будет зависеть от варианта финансирования сделки — финансирование за счет выпуска новых акций или финансирование заемными средствами? Факторы, определяющие реакцию рынка, приведены ниже:

- Соответствует ли сделка объявленной стратегии?
- Прослеживается ли убедительная коммерческая логика ... сделка укладывается в эту логику?
- Послужной список руководства — ему можно верить, он принесет результат?
- Каков масштаб сделки (масштаб поглощения и стратегический масштаб)?
- Какова уплаченная цена? Какова оценка объекта поглощения?
- Как профинансирована сделка?
- Каково финансовое состояние после сделки ... рычаг и покрытие процентов?
- Каково будет влияние на потенциал долгосрочного роста?
- Какое влияние окажет сделка на качество прибыли?
- Из чего вытекают главные выгоды: из экономии затрат, контроля над ценообразованием или дополнительных объемов?
- Каково качество объекта поглощения?

## ИТОГИ

Сочетание экономического замедления и ужесточения условий предоставления кредитов привело многие известные и крепкие компании к банкротству или к состоянию, близкому к банкротству. И которые потерпели бы крах, если бы не было помощи со стороны правительства. Общая причина краха компаний – роль управления и его стратегии.

Многие компании разорились потому, что стратегия агрессивного роста, осуществляемая с помощью поглощений, делала невозможным управление компанией из-за ее огромных размеров. Переплата за покупку, плохая интеграция и разнородность корпоративных культур – это только некоторые факторы, сделавшие компании незащищенными от пагубных условий. Эти факторы в сочетании с экономическим кризисом и высокими уровнями задолженности (фактически многие сделки финансировались заемными средствами) привели к ужасающим последствиям. Другим ключевым элементом во всем этом оказалась роль советов директоров, не подвергавших критике (часто доминирующих) исполнительных директоров и не стремившихся к серьезным дискуссиям и анализу стратегических приоритетов компании. Неудивительно, что в таких условиях стали обращать внимание на эти аспекты корпоративного управления, гарантирующую предотвращение таких ошибок в будущем. Должно быть определено соотношение власти в совете: присутствие независимых директоров без полномочий необходимо для гарантии того, что руководство действует в интересах акционеров. Имеются факты, говорящие, что это задача первостепенной важности. Очевидно, что, если совет директоров не готов выполнять обязательства по созданию биржевой стоимости акции на деле (действиями, а не просто словами) и рост не ведет к увеличению биржевой стоимости акции, риски значительно увеличиваются.

### КОНТРОЛЬНЫЙ ПЕРЕЧЕНЬ ВОПРОСОВ

#### Что такое стратегия?

- Когда у вас есть доля в компании, вы инвестируете в конкурентную способность бизнеса.
- Создание и поддержание этого конкурентного преимущества – суть стратегии.

- Существует два основных элемента стратегии:
  - предложение стоимости покупателю – что отличает компанию от конкурентов на рынке и в чем она их превосходит?
  - ресурсы для гарантии результата – каковы уникальные характеристики, ресурсы и виды деятельности, которые позволяют компании осуществить такое предложение?
- Имеет ли коллектив управляющих необходимые навыки, чтобы определить потребности клиента и удовлетворить их?
- Слияния и поглощения редко увеличивают стоимость. Их действие наиболее эффективно, когда они «усиливают импульс», но если они осуществляются по принципу «масштаб ради масштаба», то всегда аннулируют стоимость.

#### Конкурентоспособность компании

Сочетание высокой и прочной «крепостной стены» и низких затрат обеспечивает большие прибыли от продаж и на активы, и это с течением времени будет поднимать цену акций. Вам необходимо установить:

- Является ли компания лидером рынка?
- Является ли она лидером по затратам?
- Увеличивает или теряет компания долю на рынке?
- Имеются ли надежные барьеры для входа и как они были усилены?
- Инвестирует ли компания в повышение своей конкурентоспособности?
- Хорошую ли репутацию имеет компания по выводу новой продукции?
- Установила ли компания рекорд по увеличению доходности на новых рынках?

## Глава 4

# РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ И ПРИБЫЛЬ

Темы, которые раскрываются в этой главе

- Почему результативность и прибыль так важны
- Динамика за последние пять лет
- Продажи
- Прибыль
- Прибыль на акцию (EPS)
- EBITDA
- Ключевые коэффициенты результативности: рентабельность и прибыль
- Операционная маржа (коэффициент операционной прибыли)
- Прибыль на задействованный капитал (ROCE)
- Добавленная экономическая стоимость — превышение стоимости капитала
- Итоги
- Контрольный перечень вопросов

## ПОЧЕМУ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ И ПРИБЫЛЬ ТАК ВАЖНЫ

Подробно ознакомившись с основой результативности бизнеса, можем узнать, насколько конкурентоспособна компания на рынках и приносит ли управление хорошие результаты от использования активов компании. Создание хорошей прибыли на капитал и как результат биржевой стоимости акции, говорит нам, эффективно ли управ-

ление и хорошо ли работают руководители компании. В основном это ключевой индикатор, показывающий, принесут ли акции вам доход в долгосрочной перспективе. Имеется три ключевых элемента:

- результативность бизнеса с точки зрения продаж, прибыли, дохода и денежного потока;
- как такая результативность позволяет создать преимущества перед конкурентами;
- размеры прибыли, которую создают эти виды деятельности, т.е. сколько денег нам необходимо потратить, чтобы получить такие продажи и доходы.

Продажи и доходы могут выглядеть впечатляюще, но если пришлось потратить крупные суммы на разработку продукта и его рекламу, тогда прибыли могут выглядеть уже не так убедительно. Без правильной отправной точки при взгляде на прибыли, создаваемые компанией, мы не узнаем, стоили ли они затраченных усилий.

Оценивая динамику продаж — особенно если мы учитываем по отдельности цену и объем, — можно хорошо разобраться, какова результативность компании, как в абсолютном смысле, так и относительно основной группы конкурентов. Если мы знаем, каковы объемы в отрасли, то можем сказать, увеличивает или теряет компания долю на рынке. Если цены пошли вверх, то можно говорить о том, что у компании надежный контроль над ценообразованием или что внедрены новые продукты, которые оцениваются более высоко. Из этого можно понять, действительно ли у компании есть конкурентное преимущество. Если результативность продаж хорошая, то нам необходимо убедиться, что прибыль по этим продажам (операционная маржа) также привлекательна.

Результативность прибыли — показатель, пользующийся повышенным вниманием, и мы часто ссылаемся на сделки, которые «повышали прибыль» или «ослабляли» ее. Он также используется в методике оценки по коэффициенту цена/прибыль. Мы оцениваем рост прибыли, и определяем, соответствует ли прибыль нашим ожиданиям. Фактически результативность прибыли — это показатель динамики цены, объемов и затрат после вычета налогов.

Хотя он является важным показателем, есть много вариантов манипулирования прибылью, и, как мы наблюдали, когда рассматривали

качество прибыли, необходимо понять, как прибыль коррелирует с денежным потоком, чтобы получить истинный показатель результативности бизнеса.

### Прибыль против роста

Одна из проблем, с которой постоянно сталкиваешься, — действительно ли рост много говорит о результативности. Много было случаев аннулирования стоимости «растущими компаниями» во бумага продаж через Интернет. Классический вариант — бизнес, увеличивающий продажи или показатель EPS, но за счет прибыли продаж (операционной маржи) и прибыли на задействованный капитал. Компания для поддержания такого роста может расстаться с значительной долей денежного потока (кроме того, потребует однократно привлечь дополнительные средства, чтобы компания могла остаться в строю). Другой ключевой элемент прибыли — жевая стоимость акции; может быть так, что компания создает быстрый рост, но с высокими стратегическими рисками (например, использовании поглощений).

Это не значит, что рост не является ключевым определителем результативности цены акций в долгосрочной перспективе. Однако необходимо видеть более общую и подробную картину ситуации, рассматривая рост в связи с риском и качеством, а также с другими элементами системного подхода при оценке, особенно прибылью.

Еще один важный показатель — временные рамки. Может быть весьма выгодным формировать долю на рынке во время фазы роста, чтобы воспользоваться затем контролем над ценообразованием, который будет иметь компания в долгосрочной перспективе. Такой вариант должен быть ясно описан в положении о стратегии.

В долгосрочной перспективе именно прибыль на капитал, денежные потоки и рост прибавочной стоимости повысят цену акций, означает, что вы стали одним из собственников бизнеса, имеющим реальные конкурентные преимущества и эффективно используя ваши деньги, компенсируя вам понесенные риски.

Все статистические данные говорят, что ключевой фактор роста цены акций с течением времени — прибыль на задействованный капитал (ROCE). Учитывая важность движения наличных средств, многие инвесторы предпочитают полагаться на прибыль на капитал за счет при-

денежных средств. Важно, что, чем выше прибыль от продаж, тем выше прибыль на капитал и больше денежный поток, создаваемый компанией. Эти наличные деньги позволяют компании профинансировать ее стратегию и поднять дивиденды (еще один стратегический фактор увеличения цены на акции). Высокие прибыли дают нам уверенность, что компания сможет повторно инвестировать свои мощные денежные потоки в рост и создавать стоимость за счет надежных долгосрочных прибылей.

Теперь мы посмотрим на ключевые элементы результативности с точки зрения:

- динамики за последние пять лет:
- продаж;
- прибыли;
- EPS;
- EBITDA.

За этим последует анализ ключевых коэффициентов результативности.

### ДИНАМИКА ЗА ПОСЛЕДНИЕ ПЯТЬ ЛЕТ

Динамика продаж, прибылей и дохода за пять лет из расчета на акцию в сравнении с сектором в целом даст вам много информации о финансовом состоянии компании и ее результативности. Продемонстрировала ли компания стабильный рост продаж, прибыли и показателя EPS? Были ли значительные колебания продаж и прибылей? Быстро ли выросли продажи, в то время как рост прибыли был медленным, что показывало прогрессивное ухудшение операционной маржи?

В отчете прибылей и убытков (R&A) отражается динамика за пять лет. По этому отчету можно подробно определить тренд в числах и коэффициентах. Это удобный и быстрый способ ознакомиться с недавними трендами. Сводка за пять лет также показывает результативность всех подразделений компании. Это позволит увидеть вклад этих подразделений и понять, чем они были — катализатором результативности или помехой.

Она сразу же скажет вам, является ли компания растущей или исключительно циклической. Наоборот, если продажи и прибыли посто-



явно снижаются, это может говорить о долгосрочном спаде, который предстоит компании. Быстрый рост продаж, но снижающаяся маржа могут свидетельствовать о стремлении компании заполучить большую долю на рынке любой ценой.

Сравнивая результативность компании с ее сектором, можно сделать вывод, была ли она лучше или хуже, чем у основных конкурентов, необходимо выяснить:

- какой наблюдался тренд в продажах, прибыли, EPS;
- не теряет ли компания долю на рынке;
- уменьшилась ли маржа из-за увеличения затрат или падения в большей степени, чем у конкурентов.

Динамика за пять лет – хорошая отправная точка, позволяющая получить беглое представление о том, что происходит в секторе, преуспела в нем компания. Ключевые коэффициенты ее результативности (мы рассмотрим их позже) дадут более детальную картину.

## ПРОДАЖИ

Продажи – хороший индикатор работы компании: они увеличиваются, отражая естественный рост на рынке? Или компания увеличивает долю на рынке за счет конкурента или за счет внедрения новой продукции, понравившейся покупателю? И конечно, нам необходимо разбить результативность продаж на динамику цен и объемов. Почему цены увеличиваются: потому что компания контролирует ценообразование, разрабатывает новые продукты с улучшенными характеристиками и более высокой стоимостью или вследствие увеличения расходов?

В таких секторах, как розница, сопоставимый рост продаж достигается тщательным образом. Это результативность существования каналов реализации, на которую не оказывают влияние поглощения. Уровень продаж показывает жизнеспособность/уязвимость рынка. Увеличивает ли компания долю на рынке (т.е. продажи компании превосходят продажи на рынке в целом). Такая результативность, превосходящая группу основных конкурентов, очевидно, является ключевым индикатором как конкурентоспособности компании, так и эффективности действий руководства.

Динамика продаж, однако, важна не сама по себе, а в определенном контексте. Прибыльность продаж имеет решающее значение. Если продажи растут, но только за счет операционной маржи или риска развязывания ценовой войны, – потенциально это очень опасно.

Если продажи быстро растут, в то время как маржа быстро снижается, – ценность таких продаж явно ухудшается. Однако, если используется стратегия долгосрочного вхождения в рынок, это может иметь смысл, особенно если у компании очень низкая базовая стоимость и хорошее финансовое состояние. Эти характеристики делают долгосрочную стратегию гораздо более убедительной.

Чтобы получить ясную картину динамики продаж, вам необходимо спросить себя, какие ключевые факторы были определяющими, в частности:

- насколько рост продаж естественный, а насколько он вызван поглощением;
- какая часть роста продаж связана с новыми продуктами;
- насколько показатель выручки зависит от объема или цены;
- стремится ли компания обеспечить большие объемы и увеличить долю на рынке;
- стабильна ли модель продаж, легко ли прогнозировать продажи и устойчивы ли они;
- какова разбивка по подразделениям – какие подразделения больше всего увеличивают результативность продаж;
- есть ли заметные лидеры и отстающие;
- что происходит с продажами и создаваемой маржой?

Лучше проявить осторожность, если отчет компании начинается с объявления о рекордных продажах. Это часто означает, что прибыль и доходы от этих продаж разочаровывающие. Компания могла увеличивать объемы ценой маржи.

## Оценка продаж

Исторически сложилось, что показатель продаж – одна из немногих цифр, не подверженных широко распространенным манипуляциям в бухгалтерии. Однако недавние бухгалтерские скандалы, особен-

но на Уолл-Стрит, были, как правило, связаны с манипулированием продажами. Действительно, в 2000 г. 70% расследуемых Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC) случаев бухучета и аудита были связаны с проблемой в определении выручки — либо они учитывали будущую выручку слишком рано, либо фиксировали выручку, которая вообще не существовало<sup>1</sup>.

Таким образом, необходимо попытаться понять метод, с помощью которого компания определяет продажи. Особенные проблемы связаны с долгосрочными контрактами, такими как контракты на строительство или программное обеспечение. Компания Хетох по решению SEC была вынуждена в июне 2002 г. значительно изменить свои показатели продаж и прибыли. В заключение SEC говорилось, что компания записала выручку более чем на 3 млрд долларов за четырехлетний период. Выручка заносилась в книги бухучета задолго до того, как происходили реальные продажи.

Манипуляция продажами была также отличительной чертой сектора технологий и телекоммуникаций, где использовались фиктивные бартерные свопы, когда компании-телекомы продавали технологии одна другой и фиксировали такие сделки в бухгалтерских отчетах, чтобы записать выручку, даже если денежные средства не поступали на счета. Транзакции связанных сторон, продажи компаниям, где у продавца были значительные доли, также использовались с целью завесить показатели продаж. Подобные схемы создавали видимость значительного роста и свидетельствовали о том, что продажи в большинстве случаев считались как реальный фактор оценки стоимости.

Такое манипулирование в основном увеличивает прибыль, так как наличие несоответствия: затраты, связанные с такими продажами признаются до тех пор, пока они, гораздо позже, не становятся частью расходов компании.

## ПРИБЫЛЬ

Как и в случае с продажами, оценка динамики прибылей за последние пять лет (и, если возможно, за более длительный период, особенно если бизнес исключительно циклический, — это позволит установить, как выглядит полный цикл) даст вам возможность понять в общих чертах характеристики, качество и динамику бизнеса. Используем

<sup>1</sup> Turner, L.E. (2001) «SEC and Financial Reporting Institute», 31 May.

в сочетании с продажами показатель прибыли является главным индикатором результативности (операционная маржа), который мы подробно рассмотрим позже.

Необходимо по аналогии с продажами рассмотреть следующие вопросы:

- насколько рост прибыли естественный, а насколько он вызван поглощением;
- насколько показатель прибыли выигрывает от снижения затрат;
- насколько показатель прибыли зависит от объема или цены;
- стабильна ли модель прибыли, легко ли прогнозировать прибыль и устойчива ли она;
- имеются ли одноразовые поддержки прибыли;
- отрицательно ли сказывается на прибыли инвестирование в рекламу или научно-исследовательскую деятельность, поддерживающее долгосрочный рост;
- какова разбивка по подразделениям — какие подразделения делают больший вклад в прибыль;
- есть ли заметные лидеры и отстающие;
- что происходит с прибылью и создаваемой маржой?

Важно иметь представление о вкладе подразделений в суммарную прибыль. Показатели подразделений будут варьироваться в зависимости от их экономических характеристик, прибыли, роста и качества доходов. Таким образом, компания может удовлетворить ожидания по прибыли, но это еще не конец истории. Важно, как она этого добилась? Если это достигается с помощью одноразовой выгоды, такой как ликвидационная распродажа собственности или активов или продажа нестабильного низкокачественного бизнеса, работающего на максимуме своей эффективности, в то время как более качественное подразделение разочаровывает, — тогда это негативно скажется на цене на акцию.

Выгоды от распродаж и влияние расходов/доходов по исключительным статьям — важные вопросы. Они сказываются на качестве дохода. Мы подробно обсудим их при исследовании тренда и факторов, влияющих на доход. Доход — важный показатель результативности и влияет на оценку.

Поглощение может увеличить прибыль, в то время как прибыль на акцию (EPS) может соответственно снизиться (так как выпускается больше акций). Поэтому мы уделим больше внимания второму показателю. Вопросы и концепции применимы и к тому и к другому.

### ПРИБЫЛЬ НА АКЦИЮ (EPS)

Тренд изменения дохода (прибыли) на акцию (EPS), который определяется как доход, причитающийся обыкновенным акционерам, поделенный на количество выданных акций, часто рассматривается как ключевой индикатор результативности компании. Большая часть внимания фондового рынка сфокусирована на прогнозируемом показателе EPS компании. Аналитика по корпоративным успехам неизбежно сводится к сравнению отчетного и прогнозируемого показателя EPS. Является ли такой угол зрения правильным — возможно, спорный вопрос, и мы исследуем другие важные индикаторы результативности компании. Тем не менее рост, выраженный через EPS, — критический специфический индикатор оценки состояния дел в компании. Это обычно то, что управляет ценой акций. Плохой или снижающийся показатель EPS снизит цену акций. Рост, выраженный через EPS, особенно в сравнении с конкурентами на рынке, — часто ключевой повод для бонусов и льготных пакетов акций для менеджеров.

Учитывая решающее значение этого показателя, стоит иметь в виду:

- различные дефиниции этого показателя (прибыль на акцию), которые могут использоваться;
- компании могут исказить показатель, чтобы «сделать план».

### Определение показателя EPS

Калькуляция EPS в принципе очень проста. Вы берете прибыль, оставшуюся после уплаты налогов, которая причитается обыкновенным акционерам. Иногда ее называют **распределяемой прибылью**, так как это прибыль, доступная для обыкновенных акционеров. Показатель прибыли на акцию получаем, разделив распределяемую прибыль на количество обыкновенных акций.

### ПРИМЕР

#### Расчет показателя EPS

Воображаемый производитель автомобильных тормозов, назовем его «Тормоз», имел операционную прибыль в 7,5 млн фунтов в 2010 г. Допустим, что стоимость процентов была 2,5 млн, поэтому, вычтя эту цифру из операционной прибыли, мы получим прибыль до выплаты налогов в 5 млн. Если налог составляет стандартные 30%, прибыль после выплаты налогов равна 3,5 млн фунтов.

Если в выпуске 30,5 млн акций, то прибыль на акцию: 3,5 млн фунтов / 30,5 млн = 11,5 пенса за акцию.

Всегда следует помнить, что числитель (доход, или распределяемая прибыль) должен относиться к обыкновенным акционерам. Таким образом, если по привилегированным акциям выплачиваются дивиденды, их необходимо вычесть перед получением показателя дохода. Подобным образом, если существуют миноритарные выплаты, их также необходимо вычесть. Миноритарные выплаты связаны с притязанием внешних акционеров на прибыль компании — они не относятся к обыкновенным акционерам компании. Так, если внешняя компания проинвестировала нашу компанию (или ее дочерний филиал) на 25%, она имеет право получить 25% дохода компании. В этой ситуации обычные акционеры не владеют и, соответственно, не претендуют на 100% доходов, принесенных их компанией.

### Знаменатель

Количество акций можно найти в примечаниях к показателю EPS в счетах. Обычно это средневзвешенное количество акций, использованных за отчетный период. Чтобы рассчитать состояние на конец года, вам, возможно, нужно проверить так называемое примечание об акционерном капитале. В нем подробно приведены изменения количества размещенных акций за год.

Необходимо проверить, нет ли искажений дохода на акцию от исключительных или амортизационных расходов, и также убедиться, что нет искажений, связанных с числом акций в выпуске. В частности, возможно, необходимо будет учесть **конвертируемые акции (облигации, конвертируемые в облигации)**, а также находящиеся в обращении опционы по акциям.

Если имела место конвертация, вам необходимо ознакомиться с условиями. Обычно это указано в отчетах. Например, каждый фунт стерлингов конвертируемой ценной бумаги может соответствовать четырем обыкновенным акциям. Эту цифру умножают на денежный эквивалент находящихся в обращении конвертируемых бумаг и так образом получают количество акций при конверсии. Чтобы получить цифровой показатель EPS, необходимо добавить к цифре дохода проценты по облигациям или затраты на привилегированные дивиденды (так как облигации или привилегированные акции конвертируются в обыкновенные акции, нужда в таких выплатах отпадает). Но показатель EPS, как правило, ниже первоначального. Это называется ослаблением, и обычно калькуляцию «полностью ослабленного дохода» вы находите в отчете и счетах (R&A).

*Какой показатель дохода, причитающегося акционерам, мы используем*

Часто можно наблюдать множество показателей, показывающих доход (так появился показатель P/E — цена акции, поделенная на доход из расчета на одну акцию, — к которому мы подойдем позднее), что приводит к непониманию из-за использования различных методов расчета и разных используемых показателей дохода. Чтобы избежать непонимания важно ясно представлять разницу двух подходов к доходу. Решающее значение имеют временной отрезок, связанный с данным доходом, и используемые учетные дефиниции.

*Будущее против прошлого*

Инвестирование — бизнес, ориентированный в будущее. Таким образом, там, где это возможно, важно оценить будущие доходы акционеров компании. В этом есть определенный риск (может оказаться, что прогноз был далеко не точен), тем не менее можно утверждать, что составной компонент инвестирования — ведь уверенность в прогнозе является важным элементом вашего решения.

Если смотреть на показатель P/E, важно проводить различие между ориентированными на будущее показателями — их часто называют перспективными P/E — и историческими (прибыль за последний календарный год) или текущими (отслеживаемыми) P/E (т.е. основанными на последних 12 месяцах или последних четырех отчетных кварталах).

В то время как многие источники информации, в частности газеты, приводят исторические и/или отслеживаемые P/E, они не так полезны как индикатор, ориентированный на будущее. — ведь инвестиции связаны с будущим. Перспективный P/E учитывает, насколько успешна должна быть компания по ожиданиям в текущем и последующем финансовых годах. Поэтому там, где это возможно, старайтесь не пользоваться перспективным мультипликатором.

Такие прогнозы можно прочитать на некоторых финансовых веб-сайтах, обычно в форме «консенсус-доходов». Консенсус-доход — показатель, представляющий среднее значение показателей, ожидаемых аналитиками фондовых бирж по данной компании. Их получают на основе прогнозов по ключевым рынкам компании и после консультации с компанией. Кроме того, когда компания объявила о результатах, финансовая пресса часто публикует информацию, каков должен быть доход в текущем году или на следующий полный год.

Прогноз полезен, когда оценивают темпы роста доходов компании и как это согласуется с сектором компании и всем рынком в целом. Оценка акции зависит от темпов роста доходов компании в сравнении со средним показателем по рынку.

*Календарный показатель дохода*

Это доход акционеров компании на основе календарного года. Он определяется, чтобы гарантировать сопоставимость компаний с различными окончаниями года. Например, чтобы получить этот показатель для компании, чей год оканчивается в марте, вы соедините четверть доходов за последний финансовый год и три четверти доходов за текущий год — это даст вам доход в календарном году. По такому же принципу календарный доход рассчитывается на будущие годы, вот почему решающее значение имеет использование перспективного дохода. Затем показатели можно сверять с показателями компаний, чей год заканчивается декабрем.

*Показатель дохода без учета исключительных затрат и амортизации против заявленного дохода*

Если рассматривать мультипликаторы P/E, необходимо сравнивать похожее с похожим. Подчас инвесторов ставит в тупик то, что комментаторы или аналитики используют различные методы расчета дохода.

Самый простой и легкий способ сравнить доходы на стандартизированной основе — использовать **показатели без учета исключительных и амортизационных затрат/прибылей**. Это вызвано тем, что исключительные издержки/прибыли по своей природе одновременно и должны искажать серию доходов от основного бизнеса.

#### Исключительные статьи

**Исключительные статьи** (исключительные затраты/прибыли) могут возникать из разных источников. Это могут быть затраты на закрытие завода или подразделения либо списание стоимости со счетов. Эти статьи являются отрицательными в отчете о прибылях и убытках (P&E). Исключительные прибыли могут быть результатом ликвидации, распродажи инвестиций или недвижимости. Эти затраты/прибыли не связаны с основной деятельностью бизнеса. Также действительно крупная прибыль приведет к аномально низкому показателю P/E, в то время как значительные затраты приведут к очень высокому показателю P/E, что не отвечает ситуации.

Наряду со сравнениями с другими компаниями, доход без учета исключительных статей дает более эффективную оценку динамики доходов компании. Конечно, необходимо быть осторожным в отношении не используемого показателя доходов. Например, если у компании большая исключительная прибыль в один год, если вы вычтете ее из показателя дохода, может создаться видимость падения дохода в следующем году. Это приведет к неправильному представлению о состоянии дел в компании.

#### Что можно считать исключительной статьей

Есть, однако, опасность. Компании могут включать в эту категорию (обычно крупные) затраты, которые на самом деле являются нормальными затратами по бизнесу. Поэтому вам необходимо спросить себя: действительно ли данная статья является исключительной и с чем она связана? Опасный признак, если такие исключительные затраты происходят из года в год — значит, они вряд ли исключительные. Кроме того, если затраты связаны с основным бизнесом, некоторые аналитики не посчитают их исключительными.

Институт по управлению и исследованию инвестиций (IIMR) дает свое определение дохода (вместо «определение дохода» следует читать

«определение исключительных затрат». — Прим. пер.). Основное правило: если статьи относятся к «капитальным» затратам, они признаются исключительными, а если они связаны с операционной деятельностью основного бизнеса, то они не исключительные. Капитальными могут называться прибыли или убытки от ликвидации актива, такого как инвестиция, дочерний филиал или собственность. Если происходит изменение стоимости этого актива, это тоже относят на счет исключительной статьи.

В отчете и счетах, в примечании к доходам часто можно найти объяснение, как они были рассчитаны (на это примечание всегда стоит обратить внимание, особенно если речь идет об исключительных статьях). Это примечание обычно включает определение дохода IIMR, известное также как «основной» доход. Если имеются исключительные издержки, определение IIMR обычно ниже и более сдержанно, чем определение, используемое компанией. Оно отражает действительную исключительность таких затрат относительно основного бизнеса — например, издержки на крупную реструктуризацию или затраты на выплату увольнительных пособий.

Интересный пример связан с компанией розничной торговли Sainsbury's в Великобритании. Компания имела «исключительный» дебет в 20 млн фунтов в R&A за 2002 г., который не учитывался при оценке результативности магазинов в Великобритании. Этот показатель снизился — в 2001 г. он равнялся 37 млн фунтов. Причина этого была описана так:

*Затраты в супермаркетах Sainsbury's связаны с программой изменения бизнеса, которая включает апгрейд IT-систем, доработку цепочки поставщиков и портфеля магазина. Такие затраты исключительны из-за масштабов, их направленности и места в программе изменений. Эти затраты в основном связаны с закрытием хранилищ и магазинов и связанными затратами на реорганизацию (см. стр. 24 счетов за 2002 г.).*

Ответим на вопрос: являются ли эти издержки действительно исключительными? По строгому определению IIMR — нет, так как они связаны с основным бизнесом. Кроме того, стоит взглянуть на них со точки зрения состояния основного бизнеса. Причина, по которой они считаются исключительными, связана с масштабом издержек и действий, необходимых для апгрейда компьютерных систем, улучшения цепочки поставщиков и портфеля товаров. Однако, как указывалось

при рассмотрении экономического и рыночного состояния компании расходы, связанные с поддержанием конкурентоспособности компании имеют первоочередное значение. Одно из объяснений масштаба такого апгрейда — что компания не смогла правильно инвестировать в необходимую основу, отсюда неизбежность расходов, чтобы не стать упущенное. Компания отстала от своего основного конкурента Tesco частично из-за этого недостаточного инвестирования в «компьютерные системы, цепочку поставщиков и портфель товаров». На основании этого мы склоняемся к заключению, что рассматривать такие затраты как исключительные — неправильно.

#### Сравнение исключительных статей и доходов акционеров

Исключительные статьи могут исказить сравнение результатов. Конкурент, который регулярно инвестировал в эти критические для продуктовой розничной компании области, понес большие издержки. Они ослабили его операционную маржу по сравнению с такими компаниями, как Sainsbury's, которые не делали эти же самые инвестиции регулярно. С другой стороны, если рассматривать эти расходы как исключительные, операционная маржа компании не уменьшается, если она использовала для калькуляции показатель без учета исключительных статей.

Сравнение результативности разных компаний может быть искажено, если компания делает ассигнования на крупную реструктуризацию и они могут быть признаны исключительными из-за масштабов. Впоследствии это «улучшит» будущую результативность, так как использование резервов означает, что затраты ничем это было бы в обычном случае. Компания, которая постоянно поддерживала затраты на низком уровне и признала расходы на выплаты увольнительных пособий обычными, не будет обладать подобным преимуществом, чтобы улучшить свою результативность в будущем. Однако ее тактика низких затрат за все время — гораздо более эффективная основа управления (как заметил Баффет: «Последующие цены гораздо чище»).

Итак, начав с простого вопроса о EPS (прибыль на акцию), оказались в большом затруднении, подойдя к вопросу исключительных статей. Главное — нужно с осторожностью подходить к ним, и если компания называет их исключительными, это совсем не значит,

вы должны с этим соглашаться. Фактически, в случае частого использования компанией исключительных расходов, может потребоваться подробный анализ, чтобы вы могли убедиться, что они не связаны с исторически завышенной базовой стоимостью, что, в конце концов, скажется на результативности, или с систематически недостаточными инвестициями в бизнес. Такой подход к исключительным затратам может в долгосрочной перспективе не принести вам прибыли.

#### Амортизация

До IFRS (International Financial Reporting Standards, МСФО) компания должна была списывать гудвилл (разница между приобретенной стоимостью и уплаченной ценой при приобретении другой компании). Премия к реальной величине капитала называется «гудвилл» и отражает ценность торговых марок группы компаний, приобретение долей на рынке и т.д. Некоторые компании — как правило, компании сферы услуг — имеют мало средств на активах, поэтому гудвилл при поглощении может быть весьма значительным.

Потом такой гудвилл «списывался» в ходе экономического функционирования компании. Скажем, на протяжении 10 лет. Так, если бизнес с суммой активов 20 млн фунтов покупался за 100 млн, значит, гудвилл равнялся 80 млн. Если его списывали на протяжении 10 лет, это означает 8 млн в год в графе «расходы» отчета о прибылях и убытках. Заметим, что такие расходы в отчете P&L не подразумевают оттока наличных денег (гудвилл является неденежной статьей).

Таким образом, когда мы сравниваем компанию, пережившую поглощение с компанией, которая его не делала, поглощающая компания будет в невыгодном положении, если использовать показатель, учитывающий затраты на амортизацию. Или компания могла сделать ряд поглощений до вступления в силу положения о списании гудвилла с P&L. У такой компании будет выше рост прибыли, так как гудвилл списывался с баланса.

Использование определения дохода без учета амортизации создает трудности при оценке и означает, что вы должны сравнивать похожее с похожим. Таким образом, если вы полагаетесь на заявленный показатель P/E, старайтесь выяснить, относится ли он к прошлому или будущему периоду, учитываются или не учитываются в нем различные исключительные издержки. Также проанализируйте, справедливо ли компания именуется затраты исключительными.

### Влияние IFRS (МСФО)

С 1 января 2005 г. примерно 7000 компаний, входящих в Европу, должны были готовить свои отчеты согласно Международным стандартам финансовой отчетности (IFRS). Исторически сложилось, что в способах бухучета имелись различия и часто счета готовили с учетом интересов разных групп — в Великобритании бухучет защищал право акционеров, в то время как в странах Европы стремились снизить налоги. — поэтому бухгалтерская отчетность была ориентирована на налоговые органы. Различные государственные политики также создавали предпосылки, заставлявшие по-разному смотреть на и те же вещи.

Как мы заметили при рассмотрении секторов, инвесторы, как правило, склонны сравнивать компании глобально. Поэтому сопоставимость финансовой отчетности — главное условие, чтобы сравнивать международные компании. Она требует унифицированного набора учетных стандартов высокого качества. Такой подход позволит инвесторам получить больше информации и подробностей о региональных подразделениях. Это поможет лучше понять бизнес и те факторы, которые управляют различными элементами внутри него.

Принципы, которые имеют наибольшее влияние на доход и балансовый отчет компании, описаны ниже.

### EPS

Если речь идет об исключительных статьях, нет никакого различия между старой методологией бухучета и IFRS. Однако стандарты Великобритании подробно объясняли термин «исключительный» и приводили подробные списки таких статей, в то время как IFRS определяют их как статьи, которые должны учитываться отдельно и соответствуют определению «специальный». Такие материальные статьи, которые могут не учитываться специальными, включают: затраты на реструктуризацию, затраты списания, результаты судебных разбирательств, а также любые резервирования резервов (ликвидация резервов) — что очень напоминает определение исключительных статей, которые приводились выше. Очень важно проводить различие между капитальными и операционными статьями.

Один из вопросов, влияющих на сектора технологий и программного обеспечения, банки и СМИ, связан с правилами выплат премирования работников акциями компании или иными долевыми

инструментами. В этом заключается существенное отличие от предыдущих методов учета издержек по программам участия работников в акционерной собственности в Великобритании. Более высокие затраты на содержание персонала, скорее всего, снизят прибыль и доходы.

Другой элемент, где могут иметь место некоторые изменения. — когда можно капитализировать затраты (т.е. учитывать их в виде инвестиций в активы и, таким образом, не относить на расходы). Исключительный подход заключается в том, чтобы учитывать их как статьи расходов, если понесенные затраты не принесут экономической выгоды в будущем (т.е. когда проект становится коммерчески рентабельным), в этом случае их разрешается капитализировать. Если капитализировать затраты на развитие и патенты, это приведет к более высоким амортизационным отчислениям и снизит доход акционеров (хотя не окажет никакого влияния на денежный поток).

### РЫНОЧНЫЙ ПОДХОД

Одним из самых противоречивых элементов IFRS является пункт IAS 39. Это стандарт, подразумевающий оценку активов по их справедливой стоимости или учет финансовых инструментов, включая деривативы, в текущих рыночных ценах. Выигрыш и убыток, которые являются следствием колебаний рыночной цены данных активов, будут отражены в отчете прибылей и убытков, таким образом, они повлияют на объявленный доход акционеров компании. Это сделает прибыль от таких компаний еще более изменчивой.

Банки критикуют такой подход из-за влияния на свой бизнес — поскольку они вынуждены держать финансовые активы, цена которых значительно снизилась в результате ужесточения условий кредитования. Они утверждают, что иногда рыночная цена не приносит никакой пользы, так как рынок слишком неликвиден, чтобы дать точную стоимость актива. Они также настаивают, что можно продержаться актив до срока погашения, и в итоге опять снижение цены не будет ни соответствующим, ни подходящим. Ллойд Бланкфайн, главный исполнительный директор Goldman Sachs, утверждает, что имеются веские доводы в пользу рыночной бухгалтерии, поскольку она заставляет менеджеров увидеть ранние признаки кризиса, так как цены на рынке быстро подстраиваются под текущие условия. Она обращает

<sup>1</sup> Hughes, J. (2009) «Goldman Chief Backing for Fair Value», Financial Times, 11 June.

внимание на проблемы для банков, которые держат такие акции и для инвесторов, обеспечивающих акции активами. Он также касается вопроса о необходимости того, чтобы такие внебалансовые счета и любое участие в специализированных финансовых компаниях отражались в счетах (мы вернемся к этому вопросу позже, в главе о финансовом состоянию).

На противоречия этого подхода также указывал Дэвид Айнхорн, менеджер хедж-фонда, который заработал значительные средства, открыв короткие позиции по акциям Lehman. Он характеризовал рыночный подход, используемый некоторыми компаниями, как «мифический» или «фантастический». Что может произойти, когда финансовые организации используют собственные модели (и собственные благоприятные допущения) при оценке? Айнхорн с большой точностью проанализировал проблемы Lehman и оказался прав, предвидя крах этой компании. Интересно, что многие из его комментариев касались несоответствия стоимости активов и, соответственно, «переоцененного» обеспечения активами у Lehman. Таким образом, хотя в пункте IAS 39 много противоречий, безусловно, видна его значимость. (Интересно, что анализ проигнорировали ситуацию, когда Айнхорн открывал короткие позиции по Lehman — ведь если бы эта информация была использована вовремя или властями вовремя, возможно, исход был бы другим.)

Наблюдая, как Enron использовала учет в текущих ценах для увеличения показателей прибыли (компания имела склонность к манипулированию рынками), можно задаться вопросом, не воспользовались ли тем же самым подходом и другие компании во время кризиса на рынке; разумеется, при падении рынка компании не очень бы охотно использовали этот подход. Это явно довод в пользу умозаключения Бланкфайна. Ясно, что все зависит от типа финансового инструмента: от того, выплачивается ли по нему дивидендный доход и каков период зонт инвестирования: до срока погашения? Было ли это первоначальным намерением? Если у компаний разные учетные политики или они реклассифицируют доли, тогда сравнить результативность различных финансовых компаний будет очень сложно.

#### Анализ ухудшения

Важное изменение — что гудвилл при поглощении больше не амортизируется. Вместо этого актив останется на балансе и его стоимость будет подвергаться ежегодной оценке. Любые изменения

стоимости отражаются в отчете прибылей и убытков (P&L), хотя, как и в случае амортизации, списания — неденежные отчисления. Анализ ухудшения — это намного более строгий контроль, когда руководство должно оценивать стоимость бизнеса на основе методологии дисконтированного потока денежной наличности (DCF). Ясно, что любое ухудшение условий объемов и ценообразования (особенно если используется большой операционный рычаг) значительно повлияет на стоимость компании. Это благоприятствует сделкам, которые дают возможность улучшить ценообразование. Наоборот, сектора с распространенной международной коммерческой структурой столкнутся с длительным снижением цен, что ухудшает ситуацию.

Что более важно, анализ ухудшения неизбежно будет отставать от снижения стоимости дочерней компании (пример компании Vodafone). То есть рынок очень быстро дисконтирует плохой вклад в доходы и плохой денежный поток от приобретенной дочерней компании и рыночная капитализация уже упадет к этому моменту. Таким образом, компания (в 9 случаях из 10) поймет это уже постфактум. Финансовый эффект с этой точки зрения негативный — реальная проблема в том, что рынок уже определит, что решение руководства приобрести компанию было неудачным, и поставит под сомнение ее стратегические/операционные достоинства. Эффект, оказываемый на оценку (в противоположность влиянию на объявленные показатели), отрицателен.

Хотя многие аналитики заостряют внимание на чрезмерной изменчивости прибыли из-за анализа ухудшения, реальной проблемой представляются операционные и стратегические навыки коллектива управляющих. Этим объясняется, почему такие анализы проводятся новой командой управляющих, как в случае с компанией Ahold. Новая команда, столкнувшаяся с реальностью неудачного поглощения, да еще плохо интегрированного в бизнес, вынесет драматичное заключение по анализу ухудшения. Так как цена уже дисконтирована с учетом таких трудностей, при объявлении заключения цена акций пойдет вверх.

#### Резервы и поглощения

По пункту IAS 37 резервы могут быть установлены, только если резерв:

- является текущим обязательством;
- может быть оценен надежным образом;



- связан с прошлым событием;
- требует оттока наличности для выполнения обязательства.

Важно, что временные рамки между установлением и исполнением, вероятнее всего, будут сокращены, и неиспользованные резервы должны быть списаны через отчет о прибылях и убытках.

До IFRS резервы создавались на основе намерений руководства, а не реальных событий. Это давало большой простор для манипуляций, так как можно было накапливать резервы в хорошие годы при поглощении, а потом использовать для «выравнивания» доходов. В соответствии с многими положениями IFRS такое выравнивание будет намного сложнее.

Это изменение в отношении резервов, похоже, исключает отнесение затрат на интеграцию и реструктуризацию на счет поглощаемой компании. Такой подход к резервам вызывает большой скепсис в отношении роста, вызванного поглощением. Гибкость, допускаемая за счет накопления значительных резервов и списаний активов, значительно снижена, так как сформировать резервы будет намного сложнее. Это, вероятно, не удивительно, учитывая, что многие галтерские скандалы были связаны с бумагами, растущими за счет поглощений, и с агрессивными показателями плановой прибыли. Дотрашивание таких скандалов и создание более реалистичной картины корпоративной результативности и финансового состояния компании — каковы ее долги и чем она владеет в действительности — главные принципы IFRS.

#### Балансовый отчет

Многие изменения, предложенные IFRS, касаются балансового отчета (обязательства компании и ее активы), чтобы в нем отражались справедливые, а не исторические значения. Это означает, что цифры должны более точно отражать инвестированный капитал — отличный подход для рынка, которым движет желание прибыли (это также влияет на отчет о прибылях и убытках).

Балансовый отчет также будет более полно отражать задолженности и обязательства компании, равно как и распоряжение активами. Компаниям свойственны экономические риски владения и административного контроля, активы должны быть признаны на балансе. Бо-

операционного лизинга будет классифицировано как финансовый лизинг, который необходимо капитализировать, занеся больше активов в балансовый отчет. Так как некоторые из операционных затрат теперь будут распределяться в графу финансов, операционная маржа увеличится, но прибыль на капитал снизится. Сектора, затронутые такими изменениями, — отели, основные ритейлеры, транспорт и авиаперевозчики.

Организации специального назначения (неизменный пример — компания Enron, но, возможно, подобная проблема продолжает оставаться в финансовом секторе, где имеется много специализированных инвестиционных компаний (SIV), куда «перераспределяются» обязательства и долги) будут консолидироваться, если применяется административный контроль. Если это сдержит использование сомнительных транзакций связанных сторон и даст акционерам действительное представление о том, чем владеет компания и каковы ее долги (и связанные риски), — это действительно очень хорошо. Разумеется, если внебалансовая задолженность, задолженности, связанные с пенсионным обеспечением, и обязательства по привилегированному капиталу будут учитываться как долг, влияние на коэффициент доли заемных средств в некоторых случаях будет значительным. Эти изменения повлияют на коэффициент доли заемных средств и коэффициент покрытия процента, которые в некоторых случаях могут спровоцировать пересмотр условий соглашения или изменение кредитных рейтингов. Самое главное, что все эти обязательства должны быть признаны задолженностью компании и, таким образом, учитываться при оценке компании по показателю EV, по сумме всех ее обязательств (который мы обсудим в гл. 8).

#### Калькуляция дохода акционеров и показателя EPS

В таблице 4.1 (далее) компания А демонстрирует более сложный пример дохода акционеров и прибыли из расчета на одну акцию. Мы видим, что фактически существует три варианта прибыли на акцию, которые были использованы. Сноски под буквами (а), (б) и (в) соответствуют показателю прибыли до вычета налога и значению соответствующей прибыли из расчета на одну акцию.

- (а) **Объявленная прибыль** — это доход за вычетом всех отчислений по любым причинам. То есть этот показатель получаем после

амортизации и затрат по исключительным статьям. Он также образован после соответствующих вычетов миноритарных отчислений и дивидендов по привилегированным акциям, но это все равно делается при получении всех показателей дохода.

- (б) **Прибыль до вычета исключительных затрат** — здесь восстановлен исключительный дебет в 15 млн фунтов. В этом случае мы делаем допущение, что он облагается 30%-ным налогом, когда рассчитывается показатель дохода (часто это оказывается очень сложным, поскольку могут существовать разные виды налогов по исключительным затратам).
- (в) **Прибыль до вычета исключительных затрат и до вычета амортизационных отчислений** — мы снова добавляем исключительные затраты и амортизационные отчисления.

Какой показатель следует использовать, зависит от подходов, которые обсуждались выше. В основном, чтобы оценить основную результативность бизнеса, мы будем использовать сноску (в). Однако это зависит от природы исключительных затрат. Если речь о текущей реструктуризации основного бизнеса, мы вряд ли примем ее как исключительные затраты — это текущие затраты основного бизнесу. Это можно подтвердить фактом, что такие расходы будут иметь место в последующие годы. Нам следует быть осторожными, если крупные исключительные затраты — повторяющаяся особенность. Однако, если дебет связан с убытком при реструктуризации предприятия, тогда это будет очень явное урезание и используем показатель (в).

Мы снова вернемся к доходу компании А после того, как рассмотрим качество прибыли.

#### *Качество прибыли*

Хотя все внимание приковано к соответствию прибыли плановому показателю и к темпам роста, вызывающим трепет у конкурентов, принципиально важно определять не только количество, но и качество прибыли. Качество прибыли необходимо при оценке любой компании. Хотя нет ни одного определения качества прибыли, необходимо рассмотреть следующие факторы:

- использование компанией очень простой и консервативной учетной политики, гарантирующей, что показатель прибыли — настоящее отражение состояния дел в бизнесе — насколько он действительно результативен;
- стабильность и видимость прибыли с точки зрения коммерческих перспектив, которые, в свою очередь, зависят от перспектив объема, ценообразования и затрат. В таком виде гораздо легче прогнозировать прибыль компании;
- что прибыль создается основным бизнесом, а не единовременными продажами подразделений или другими (некоммерческими) побочными выгодами;
- что должно контролировать руководство и на что оно может повлиять;
- что прибыль полностью/эффективно поступает в поток наличных средств.

Первые два фактора имеют четкую связь. Чем больше компания вовлечена в манипулирование бухгалтерией с целью достичь плановых показателей прибыли, тем менее качественная у нее прибыль. Однако в той же мере, в какой прибыль выигрывает от манипуляции, прибыль оказывается менее устойчивой — на какой-то стадии она выйдет из-под контроля и реальность коммерческой среды обрушится на нее со всей силой. Например, компания, которая использовала резервы, чтобы достичь целевых показателей прибыли (снизив реальные затраты на бизнес), может оказаться в трудном положении, когда все резервы будут исчерпаны. Реальные затраты на бизнес после этого заявят о себе. Этой особенностью характеризовались многие поглощения, вызвавшие рост акций в 1990-х.

Такая ситуация наиболее реальна при наступлении рецессии или в более трудных коммерческих условиях сектора. Экономическое замедление с 2008 г. в сочетании с избыточным инвестированием во многих сферах отчетливо показало недостаточное качество прибыли многих растущих бумаг. При растущих акциях руководство может надеяться, что высокие темпы роста или выгоды от новых поглощений не позволят проблемам выйти наружу — они решатся сами собой при продолжающемся росте или восстановлении.

Пример с компанией IBM, связанный с ликвидационной распродажей и ее пенсионным фондом, ярко иллюстрирует проблемы

качества прибыли. Принципиально, что достижение плановых показателей прибыли или ожиданий посредством однократной побочной выгоды, в то время как результативность основного бизнеса разочаровывает, в конечном счете станет явным и цена акций упадет. Все эти побочные выгоды, повышающие прибыль, не должны приниматься в расчет, так как рост прибыли зависит исключительно от результативности бизнеса. Если, например, выручка разочаровывает и компания теряет свою долю на рынке, это окажет влияние на оценку.

Другой важный аспект качества прибыли — это то, как руководство может повлиять на ситуацию. В товарных компаниях, например, прибыль зависит от текущих цен на товар (или сырье) и более изменчивой. Компания, торгующая древесиной, будет подвержена скачкам цен и влиянию роста или снижения валют, определяющих прибыль. И то и другое трудно предугадать, и руководство компании не в силах это контролировать. Поэтому нельзя сказать, что руководство не так уж хорошо справляется со своими обязанностями, очевидно, прибыли будут резко колебаться. Если бизнес выиграет от скачков цен, то какая часть повышенной результативности может быть обусловлена хорошим руководством и его умением управлять бизнесом? Помимо того, что руководство не в силах управлять такими высокими ценами, другая негативная особенность высоких цен — нестабильность.

Сравнивая производящую компанию «Консервная банка» и фармацевтическую фирму «Розовая таблетка», мы сразу же увидим, что есть много факторов вне контроля руководства «Консервной банки», которые могут серьезно сказаться на прибыли компании. Сюда входят возможный рост цен на сырье, падение продажных цен вследствие избыточных мощностей (и угрозы со стороны иностранных конкурентов) или из-за того, что основной клиент расторгнул контракт. Компания «Розовая таблетка», с защищенным патентом, диверсифицированным ассортиментом продукции и стабильным/растущим спросом, получит преимущество в качестве прибыли.

#### *Связь между EPS и денежным потоком*

Способность создавать денежные потоки имеет решающее значение для процветания компании. Она также является универсальным индикатором стоимости компании, который мы рассмотрим по-

Таким образом, важно, чтобы рост дохода переводился в движение наличности.

Существует ряд способов зарегистрировать рост EPS (ценой манипулирования учетной политикой) без поступления денежного потока в компанию. Один из самых важных аспектов — можно ли достичь роста дохода акционеров с помощью результативности так называемой **ассоциированной компании** или связанной компании. Это когда компания имеет долю в другой компании, равную 20–50%. В такой ситуации компания заносит себе в актив свою долю прибыли в той компании. Если инвестиции быстро растут — отчет о прибылях и убытках компании покажет это. Если это весь достигнутый рост — необходимо разобраться, что происходит с основным бизнесом.

В этом случае влияние на поток наличности совсем другое. Денежные средства, полученные от таких инвестиций, будут только в форме выплачиваемых дивидендов — это то, на что не может повлиять руководство компании. Если инвестиции быстро увеличиваются, дивиденды могут вообще не выплачиваться — наличные будут инвестированы в бизнес.

Поэтому сильный рост EPS не создает наличных. Качество дохода еще больше ухудшается, так как руководство не имеет контроля над инвестициями/источником прибыли. Стабильность результатов такого инвестирования также вызывает вопросы.

Наряду с использованием связанных компаний могут быть ситуации, где руководство имеет дочернюю компанию, которая ему не принадлежит на 100%, и поэтому оно не может полностью контролировать денежные потоки. Это может произойти с инвестициями на иностранном рынке, где корпоративная культура и подход могут отличаться от внутреннего рынка.

Другая ключевая область — использование резервов и потока наличности. Если рост дохода достигается за счет агрессивных списаний, так что снижается базовая стоимость, много наличности может уходить на выплаты выходных пособий или другие расходы, связанные с резервами. Это в особенности относится к компаниям, регулярно осуществляющим поглощения, и должно быть тщательно проанализировано.

Проблемы с качеством дохода и денежными средствами могут возникнуть, когда прибыль создается на иностранных рынках, где инфляция и курсы валют могут усложнить ситуацию. Кроме того, репатриация прибыли может быть проблемой в тех странах, где курсы валют

контролируются государством или где слабая валюта делает нецелесообразным с экономической точки зрения возврат фондов обратно на отечественный рынок. Резкие колебания прибыли с развивающихся рынков (хотя там могут быть хорошие перспективы долгосрочного роста) ставят под сомнение качество таких доходов.

#### Анализ качества дохода акционеров

Чтобы наглядно показать проблемы оценки прибыли компаний давайте возьмем для примера две компании с одной и той же прибылью до вычета налогов и исследуем различия в качестве их дохода. Также наблюдаем, как рассчитывается показатель EPS.

Компании А и В идентичны по размеру с точки зрения оборота, прибыли до вычета налогов и количества выпущенных акций: 545 млн фунтов. Однако их бизнес и прибыль различаются в некоторых ключевых аспектах. Компания В сосредоточила всю деятельность на одном основном бизнесе, который дает ей сильную позицию на рынке в ключевых развитых странах. Компания А имеет различные типы бизнеса как на развитых, так и развивающихся рынках, многие из которых не полностью принадлежат компании. Исключительные статьи у компании А связаны с затратами на текущее сокращение штатов и реструктуризацию основной деятельности компании. Они отражают тот факт, что компания недостаточно инвестировала в производственные мощности и ее базовая стоимость увеличивалась более быстрыми темпами, чем у конкурентов.

У обеих компаний амортизационные отчисления равны 5 млн фунтов.

Графы отчета о прибылях и убытках, приведенные в таблице 4.2, показывают финансовые различия. Результаты за 2009 г. обозначены и считаются текущими (Т), в то время как показатели за 2010 г. прогнозируемые, т.е. ожидаемые (О).

Таблица 4.1

#### Графы отчета о прибылях и убытках компании А

	2009 (Т), млн фунтов	2010 (О), млн фунтов
Оборот	1500,0	1600,0
Обесценивание в связи с износом	15,0	17,0
Амортизация	5,0	5,0
Операционная прибыль	135,0	155,0

Окончание табл. 4.1

	2009 (Т), млн фунтов	2010 (О), млн фунтов
Ассоциированные компании	30,0	35,0
Доход от инвестиционной деятельности	15,0	10,0
Затраты на выплату процентов	-12,0	-13,0
Затраты на выходные пособия	-10,0	-10,0
Исключительные статьи	-15,0	-15,0
Прибыль до вычета налога (а)	143,0	162,0
РХ-РТР(б)	158,0	177,0
РХРА РТР(в)	163,0	182,0
Налог	-42,9	-48,6
Ставка налога	30,0	30,0
Миноритарные (расходы)	-20,0	-25,0
Дивиденды по привилегированным акциям	-8,0	-8,0
Распределяемая прибыль	72,1	80,4
Количество акций	545,0	545,0
Объявленная EPS (а)	13,2	14,8
РХ EPS (б)	15,2	16,7
РХРА EPS(в)	15,8	17,3

Таблица 4.2

#### Графы отчета о прибылях и убытках компании В

	2009 (Т), млн фунтов	2010 (О), млн фунтов
Оборот	1500,0	1600,0
Обесценивание в связи с износом	20,0	22,0
Амортизация	5,0	5,0
Операционная прибыль	160,0	180,0
Ассоциированные компании	5,0	5,0
Доход от инвестиционной деятельности	15,0	10,0
Затраты на выплату процентов	-12,0	-13,0
Затраты на выходные пособия	-10,0	-10,0
Исключительные статьи	0,0	0,0
Прибыль до вычета налога (а)	143,0	162,0
РХ-РТР(б)	143,0	162,0
РХРА РТР(в)	148,0	167,0
Налог	-42,9	-48,6
Ставка налога	30,0	30,0

Окончание табл.

	2009 (Т), млн фунтов	2010 (О) млн фунтов
Распределяемая прибыль	100.0	113,4
Количество акций	545.0	545,0
Объявленная EPS(а)	18.4.0	20,8
PX EPS (б)	18.4.0	20,8
PXPA EPS (в)	19.0	21,4

Сравнивая две компании, выделим некоторые ключевые различия.

- **Откуда поступает прибыль.** Когда смотрим на показатель прибыли до вычета налогов, замечаем, что принципиальное различие заключается в том, что компания *B* больше получает от своего основного бизнеса и его операционная маржа составляет 17,5% против 9% у компании *A*. У компании *A* 17,5% торговой прибыли (т.е. дохода, включающего прибыль от ассоциированных компаний и прибыль на инвестиции) поступает от ассоциированных компаний и еще 9% поступает от инвестиционной деятельности. Кроме того, списание в 15 млн фунтов как исключительных затрат делает прибыль менее чистой. Важно, что такие списания могут помочь операционной результативности в последующие годы.
- **Калькуляция дохода.** При подсчете EPS, без учета исключительных статей, различие в показателях EPS объясняется дебиторскими миноритарных затрат и затратами на дивиденды по привилегированным акциям. Их необходимо вычесть, чтобы получить сумму прибыли, причитающуюся обыкновенным акционерам.
- **Затраты по исключительным статьям.** Тот факт, что затраты на реструктуризацию осуществляются год за годом, сразу же дает повод усомниться, являются ли они исключительными. Кроме того, они явно связаны с основным бизнесом, и хотя необходимо затратить больше усилий, чтобы прийти к однозначному выводу, безусловно, нужно поставить под вопрос. Показатель по ПМР их исключил бы, так как они относятся к основному бизнесу. Может оказаться, что эти затраты отражают базовую стоимость, которая вышла из-под контроля и с опозданием попала в поле зрения компании.

- **Качество дохода.** Самое главное, что качество дохода значительно различается у двух компаний. Специфика бизнеса немедленно поднимает вопрос о качестве дохода. Компания *B* явно сосредоточена на деятельности основного бизнеса с устойчивой долей на рынке, что, теоретически, должно оказать некоторое влияние на цену/стабильность цен на ее рынках. Чем выше прибыль от продаж, тем сильнее эти преимущества. Выход компании *A* на развивающиеся рынки делает доход менее прогнозируемым (качество ниже), принимая во внимание колебания курсов валют (возможные риски перевода и транзакции), инфляцию и более высокие риски, обычно связанные с развивающимися рынками (хоть и предлагающие хороший потенциал роста в долгосрочной перспективе). Исключительные затраты также могут благоприятно сказываться на показателях, снижая затраты в последующие годы.
- **Устойчивость прибыли.** Часть прибыли, поступающая в виде дохода от инвестиций, и трудность оценки его устойчивости также ставят под сомнение качество прибыли. Если доход от инвестиционной деятельности частично состоит из ликвидационных распродаж (ликвидации основных средств), они могут не повториться. То же самое может относиться к причисляемому доходу от ассоциированных компаний, где существует проблема денежного потока (см. ниже). Фактически прибыль зависит от ряда факторов, выходящих за пределы контроля руководства (стоимостного объема инвестиций, валюты, результативности ассоциированных компаний и т.д.).
- **Денежный поток.** Налицо главные различия того, как доход конвертируется в наличные. Компания *A* получит только дивиденд от своего ассоциативного участия. Она также может отнести затраты в наличных на счет исключительных затрат. Могут возникнуть и проблемы репатриации прибыли с некоторых развивающихся рынков, на которые у нее есть выход, — контроль обмена валюты государством или непривлекательный курс местной валюты делает невозможным или нецелесообразным возвращать наличность в главный офис компании. Кроме того, затраты на обслуживание ее дивидендов по привилегированным акциям, а также выплаты ее миноритарным акционерам делают ее денежный поток менее привлекательным, чем у компании *B*. Более высокая операционная маржа также улучшает движение потока наличных денег.

Сравнивая эти две компании, мы видим, что компания В имеет поток прибыли гораздо лучшего качества, а структура прибыли и денежного потока намного «чище». Итак, компания В должна быть намного более привлекательной для инвестирования.

*Не все показатели дохода акционеров растут одинаково*

Что касается прибыли, важно оценить ее качество и количество. Точник роста прибыли наиболее важен для качества и, следовательно, для оценки этой прибыли.

Рост, достигнутый за счет единовременного выигрыша по одному контракту, изменения валютного курса или ликвидации актива (если он не признается исключительными затратами), будет расти очень низко. Ведь он не отражает повторяющегося источника дохода. Пример — компания IBM, ожидавшая выигрыша от ликвидации подразделения. Но вместо этого цены на акции упали, и инвесторы усомнились в качестве этой прибыли. (Это привело к большему ожиданию, снижению продаж, что указывало на трудные коммерческие условия и, возможно, на потерю доли рынка.)

То же самое можно сказать и о снижении затрат, хотя, конечно, они играют решающую роль в эффективности и конкурентоспособности компании. Проблема заключается в том, что они могут спечивать единовременную поддержку дохода, но не помогут постепенному устойчивому долгосрочному росту. (Это не так просто, поскольку низкая базовая стоимость делает возможным получение дополнительной доли на рынке.) Реакция рынка на показатели ринканской розничной компании Home Depot в III квартале 2001 года была такова, что, хотя доход компании совпал с ожиданиями, ее акции упали на 13%. Причина заключалась в том, что прибыль была достигнута исключительно благодаря урезанию затрат. Мы заметили, что рынок очень внимателен к источнику роста и учитывает его при оценке.

В обоих примерах разочарование рынка было связано с резким отклонением от ожиданий. Несмотря на тот факт, что показатели совпадали с ожиданиями, динамика выручки предполагает, что итоги были такими воодушевляющими, как надеялись. Неправильно сместить в первую очередь на прибыль — ведь она также зависит от операционной деятельности бизнеса и денежных поступлений.

Рост, достигнутый за счет увеличивающихся объемов и цен, если он устойчивый, показывает, что дела у компании идут хорошо. Однако в товарном бизнесе значительные нерегулярные скачки цен могут увеличить прибыль, но не будут высоко оценены рынком, так как они плохого качества. Проблема — в единовременности (нестабильности): со временем цены упадут до прежних уровней.

Другая важная тема — рост прибыли, вызванный резервами. Он может иметь место при поглощении или при крупных исключительных затратах. В случае крупных исключительных затрат списываются средства акционеров. Кроме того, скорее всего, будет наблюдаться отток наличности для оплаты этого роста прибыли. После крупной исключительной выплаты всегда стоит проверить, не компенсируется ли последующий рост прибыли снижением чистых активов из расчета на одну акцию. В случае резервов, связанных с поглощением, могут возникнуть проблемы, когда закончатся резервы. Это может привести компанию к новому поглощению, чтобы придать импульс.

Прибыль от роста в связи с поглощением, скорее всего, будет оценена ниже, чем прибыль в связи с естественным постепенным ростом. Как обсуждалось в разделе «Слияния и поглощения», рост прибыли может быть легко достигнут с помощью поглощения, хотя он не увеличивает стоимость — это сделки, идущие вразрез с интересами акционеров. И риски в такой ситуации значительно выше. Поэтому важно убедиться, что рост не достигается за счет экономической отдачи или за счет увеличения рисков.

Итак, хотя люди правильно делают, когда отслеживают прибыль и сопоставляют ее с ожиданиями, важно, чтобы факторы, вызвавшие эту прибыль, были полностью проанализированы и поняты. Самое главное, что структура прибыли будет иметь ключевое значение при оценке акций.

#### **Как можно исказить доход: бухучет**

При исследовании способов бухучета, используемых для получения показателя EPS, имеет смысл проявлять скептицизм. Доверие руководству и выплачиваемые им бонусы непосредственно связаны с достижением плановых показателей прибыли. Такой скептицизм может быть особенно уместен, если изменения в учетной политике или единовременные преимущества сомнительного характера позволяют компании соответствовать ожиданиям рынка.

Ниже приводится список разделов бухучета, где может быть применен гибкий подход с целью завязать показатель EPS. Он ни в коем случае не является окончательным, но дает представление о ключевых проблемных областях.

То, за чем необходимо следить:

- **Выравнивание прибыли** – это не обязательно плохо. Фондовый рынок/инвесторы предпочитают видеть ровные тренды доходности, а не подверженные резким скачкам. По крайней мере это дает ощущение качества прибыли, даже если в действительности все не столь оптимистично. Так, прибыль может «храниться» в хорошие и высвобождаться в плохие годы. Выравнивание прибыли может подразумевать накопление резервов или раннее признание расходов в очень хороший год. В итоге, если снижается прибыль за текущий год, это означает, что от следующего года будет производиться с более низкого, «религиозного» уровня. Если в последующий год условия торговли труднее, тогда благодаря накопленным резервам и переносу затрат на баланс предыдущего года компания сможет соответствовать ожиданиям по прибыли.
- **Признание продаж.** Агрессивная политика признания продаж может перенести в новый отчетный период будущие прибыли (при признавая затрат) и поддержать прибыль. Это главная проблема при использовании долгосрочных контрактов.
- **Ликвидация активов.** Хотя ее необходимо формулировать отдельно, ликвидационная распродажа актива или подразделения может быть определена не сразу после ее совершения. Она может быть получена путем вычитания из себестоимости реализованной продукции. Это было сделано в IBM в IV квартале 2001 г., когда одно из подразделений было продано компании JDS Uniphase, что принесло прибыль в размере 280 млн долларов, добавив 10 центов на акцию. Важно, что в этом примере выручка была ниже ожиданий, что показывает важность оценки основной работы бизнеса, а не только планового показателя прибыли.
- **Обязательства по пенсионным пособиям.** Это может быть обоснованным, но, если изменится политика, это должно быть ясно сформулировано. Снижение себестоимости реализованной продукции может их скрыть, и долг по программам пенсионного

обеспечения работников будет глубоко спрятан в примечаниях к результатам/счетам. Это сделала CAP Gemini Sogetti летом 2000 г.

Оптимистические допущения по поводу дохода из пенсионного фонда могут завязать прибыль, так как взносы в пенсионный фонд часто ниже реальных прогнозов. Так, IBM под руководством бывшего главного исполнительного директора оценила этот будущий доход в 10%. Снижение этого показателя до 9,5% в марте 2000 г. должно было увеличить затраты (и снизить прибыль) на 350 млн долларов в 2002 г. Так как многие аналитики ожидают, что доходы будут намного ниже, вероятно, показатель в 9,5% еще снизится в будущем.

- **Стоимость опциона на акции.** Этот вопрос широко обсуждается. Уоррен Баффет заявил, что, по его мнению, поощрения в форме опционов – затраты на содержание персонала. Интересно, что IBM (и ряд других технологических компаний) зафиксировала бы снижение прибыли на 15%, если учитывать предоставление опционов. Некоторые аналитики посчитали, что технологический сектор столкнулся бы со снижением доходов на 50%, если определять стоимость опционов по IFRS.
- **Резервы.** Справедливо считают наиболее распространенным способом поддержания прибыли – сделать большие резервы в один год, что затем даст возможность эффективно снижать затраты в последующие годы. Использование резервов может снизить затраты или понизить стоимость актива. Если прибыль более важна, чем активы, списание активов может помочь достичь плановых показателей прибыли. Чтобы убедиться, что компания действительно создает материальные блага, надо быть уверенным, что вместе с прибылью растет и NAV (стоимость чистых активов).
- **Бухучет поглощения.** Когда компания приобретает другую компанию, учетная политика первой может быть менее консервативна, чем у приобретаемой компании, и от этого выигрывает прибыль. Кроме того, могут быть созданы большие резервы для финансирования интеграции двух компаний. Товары могут упасть в цене, а потом быть проданы по более высокой цене, с выгодой для прибыли.
- **Капитализация процентов.** Вместо включения выплат по процентам, связанных с крупными инвестиционными проектами,

в затраты отчета о прибылях и убытках их можно капитализировать как часть затрат на весь проект. Потом их постепенно списывают со счетов в обычном порядке.

- **Политика обесценивания.** Обесценивание может быть продолжительным (при условии, что полезная экономическая жизнь актива будет дольше, чем ожидали), чтобы снизить суммы начисленного износа. Это снизит затраты и, таким образом, увеличит прибыль (но никак не скажется на денежном потоке).
- **Отсрочка затрат на рекламу/маркетинг или капитальные проекты.** Она даст краткосрочное преимущество, так как снижая затраты, но неизбежно приводит к потенциальной проблеме на рынке. Некоторые инвесторы могут решить, что неопределенный более долгосрочный подход при инвестировании в проект и поддержку доли на рынке. Парадоксально, что компании могут пойти на это, так как не хотят разочаровывать инвесторов в ожиданиях краткосрочной прибыли.
- **Валюта.** Она может оказывать большое влияние на прибыль, если компания осуществляет масштабную деятельность за границей. Перевод прибылей, полученных за границей, в отчетную валюту может привести к тому, что доходы будут намного меньше или больше, чем ожидали. Возникает негативная ситуация, когда компания, использующая обменный курс на конец года, может поменять подход на среднегодовой курс, если обвал иностранной валюты произойдет во второй половине года. Это приведет к внесению в отчет более высоких показателей прибыли. Проблема это может быть более справедливым отражением результатов дочерней компании в течение года – проблема заключается в смене подхода.
- **Налоги/налоговая политика.** Налоговые выплаты являются одной переменной, которая влияет на EPS. Поэтому постоянно стоит следить, не изменилась ли основная ставка налога. Она может, например, отражать географические особенности прибыли (в разных странах различные ставки и льготы) или изменения в налоговом законодательстве в какой-либо зоне деятельности компании. Смена политики может затрагивать такие области, как отсроченный налог; еще раз замечу, что важно проверить, изменилась ли политика. Резкие взлеты налоговых выплат могут

оказать влияние на цену акций, так как они приводят к пересмотру роста прибыли в сторону понижения.

- **Низкие налоговые выплаты.** Очень низкие налоговые выплаты являются индикатором того, что прибыль значительно завышена, и не только из-за невысоких налоговых выплат. Может оказаться, что, по данным налоговых органов, прибыль (облагаемая налогом) значительно ниже того показателя, который объявила компания. Это сразу же ставит под сомнение учетную политику компании и ее подход к оценке прибыли. Другая опасность в том, что налоговая выплата в какой-то момент резко вырастет до обычного уровня, что практически «обвалит» рост прибыли.

## ЕБИТДА

ЕБИТДА означает прибыль до вычета процента, налога на прибыль и амортизационных отчислений (табл. 4.3).

Многие из вопросов, рассматриваемых с точки зрения качества и количества прибыли, в такой же степени связаны с показателем ЕБИТДА; особенно он затрагивает вопрос учетной политики.

Таблица 4.3

Калькуляция показателя ЕБИТДА

	Год 1
Прибыль до выплаты налога	20 млн фунтов
Процент	2,5 млн фунтов
Прогнозируемая операционная прибыль (ЕБИТ)	22,5 млн фунтов
Обесценивание в связи с износом	20 млн фунтов
Амортизация	2 млн фунтов
Калькуляция ЕБИТДА (в млн)	22,5 - 20 + 2
Показатель ЕБИТДА	44,5 млн фунтов

### Почему его используют

ЕБИТДА стали использовать как показатель результативности частично потому, что он исключает эффект различных подходов к амортизации, которые могут быть у разных компаний. В частности, при росте инвестиций на европейском или мировом уровне становится



важным избегать искажений, вызванных учетными политиками разных стран. Например, в некоторых странах были налоговые послабления при ускоренном начислении износа. Это давало очень высокие суммы начисленного износа, так как было выгодно с точки зрения уплаты налога, но, соответственно, снижало прибыль. Таким образом, сравнение по странам достигается безотносительно к уровню прибыли. Также необходимо иметь в виду, что компании в одной и той же стране и в одном и том же секторе могут иметь совершенно разные принципы начисления износа, что делает сравнение компаний очень трудной задачей. Точно так же списание гудвилла и его учет в балансе различаются в разных странах.

ЕВITDA также фиксируется до исключительных статей, таким образом аннулируя другое потенциальное искажение бухучета при сравнении (анализ исключительных статей мы рассматривали ранее).

Другая (содержательная) причина использования показателя ЕВITDA в том, что он служит приблизительным индикатором денежного потока и часто считается способом оценки компании/ее результативности на основе денежного потока. Это связано с тем, что обесценивание в связи с износом и амортизация не являются денежными отчислениями, когда их отнимают, чтобы получить прибыль, никаких действительных платежей из компании не поступает. Соответственно, он дает представление о валовых свободных средствах. (Денежный поток, как заметим позже, — один из ключевых факторов стоимости.)

Еще одно преимущество использования ЕВITDA при сравнении компаний в том, что он учитывает различные структуры капитала, которые могут иметь компании. Как мы заметили, есть преимущества в использовании заемных средств вместо акционерного капитала. Поэтому компанию, которая использовала много заемных средств в структуре капитала, можно сравнивать с той, которая почти не использовала заемных средств.

ЕВITDA, как показатель результативности, также очень любят менеджеры компаний, у которых нет прибыли. Речь идет о компаниях с циклической прибылью, когда они в нижней точке цикла. Другая ситуация — находится ли компания в ранней фазе развития, еще не принося прибыли. Если она сможет выдать положительный ЕВITDA, это будет хороший знак для инвесторов. Может быть так, что основная программа капиталовложений выполнена, чтобы запустить бизнес. Эти активы будут списаны, таким образом, бизнес создает денежный поток, но не прибыль.

#### Что влияет на ЕВITDA

Как и в случае прибыли, главное — понять, что влияет на ЕВITDA. Инвестиции в бизнес могут, безусловно, способствовать росту ЕВITDA. Инвестиции повысят выручку и снизят затраты и, конечно, создадут дополнительные суммы начисленного износа при расширении базы активов. Однако в первые несколько лет суммы начисленного износа могут вырасти, но роста прибыли (дохода) не будет. То есть ЕВITDA увеличивается, чего нельзя сказать о прибыли. Необходимость увеличения прибыли — серьезная проблема.

Однако ЕВITDA, как индикатор результативности, исключает финансирование затрат этого дополнительного инвестирования — выплату процентов. Если компонент процентов быстро увеличивается, инвестиции на самом деле не увеличивают доход, причитающийся акционерам. Может быть так, что и суммы начисленного износа, и операционные затраты на самом деле растут, но увеличившиеся расходы на выплату процентов не позволяют отнести их к прибыли или к EPS. Многие компании, использующие ЕВITDA, находятся в ранней фазе развития и оказываются именно в такой ситуации. Это не означает, что они плохие инвесторы, но необходимо убедиться, что инвестиции принесут соответствующий доход. Это снова возвращает нас к главной проблеме оценки результативности — что рост не должен достигаться за счет уменьшения прибыли на инвестицию или добавленной стоимости (т.е. прибыль на инвестицию должна превышать стоимость капитала).

Другая ключевая проблема заключается в том, что, если компания оценивает рост в ЕВITDA, это приводит к агрессивной политике поглощений, т.е. рост достигается в основном через поглощение других компаний, а не благодаря основной деятельности компании. (Мы уже обсудили, почему поглощения редко увеличивают стоимость.) Такие поглощения крайне негативно сказываются на биржевой стоимости акции. Купленный в верхней точке цикла, при очень высокой оценке, такой бизнес не сможет принести прибыль. В то время как рост не сможет реализоваться, финансирование, будь то заемные средства или средства акционеров, должно обслуживаться. Часто очень серьезное ухудшение финансового состояния компании приводило впоследствии к гораздо более плачевному положению и резко увеличивало риски компании.

Хотя мода в середине—конце 1990-х на заемные средства приносила положительные плоды (они снижали стоимость капитала и помога-

ли повысить рост прибыли), в текущих условиях балансовые отягощенные чрезмерными суммами долга вследствие ухудшения экономических условий и слабости финансовых рынков, стали главной проблемой. Это в первую очередь относится к компаниям, которые страдают от плохих объемов и низких цен. Обслуживание долга значительно осложнилось и привело к серьезному понижению кредитных рейтингов, что в результате увеличило затраты на его обслуживание. Это неизбежно подрывает конкурентоспособность компаний и делает невозможным инвестирование в рост.

Агрессивная учетная политика также является одной из проблем. Как мы ранее отмечали, когда рассматривали корпоративное управление, EBITDA является основанием для премий и бонусов. Если плановый показатель, значит, им можно манипулировать, поэтому необходимо подходить к нему осторожно. По имеющимся фактам можно сказать, что в учетной политике применялся крайне агрессивный подход, когда нужно было гарантировать результативность.

#### *EBITDA – не истинный индикатор денежного потока?*

Другим главным недостатком EBITDA является то, что обесценивание – очень реальные затраты при ведении бизнеса во многих отраслях, которые необходимо принимать в расчет. Решающее значение для компании имеет защита своей конкурентоспособности, и обслуживание капитальных затрат критично в этом отношении. Этот фактор в сочетании с потребностью в оборотном капитале и изменении резервов, которые также необходимо учитывать, не позволяет считать EBITDA истинным индикатором денежного потока.

#### *EBITDA – индикатор результативности при плохой репутации?*

В результате всех этих факторов показатель EBITDA стал называться дурной славой после лопнувшего на рынке пузыря. Многие компании, особенно в США, которые принимали его за показатель результативности, либо оказались в серьезном финансовом кризисе, либо оказались очень плохими инвесторами. Крах многих из этих компаний вызвал обоснованные сомнения в том, что данный показатель можно считать индикатором результативности.

Учитывая важность, приписываемую EBITDA, его сложность и широкую популярность, стоит подвести итог всем «за» и «против» данного показателя.

#### **Преимущества**

- Учитывает всю структуру финансирования (в отличие от P·E)
- Позволяет сравнивать компании с различной учетной политикой в области обесценивания и амортизации.
- Игнорирует исключительные затраты, что также способствует сравнению.
- Это индикатор на основе денежного потока.

#### **Недостатки**

- Используется ли он тогда, когда все остальные показатели разочаровывают?
- Капиталовложения на поддержание бизнеса – ключевые затраты, оборотный капитал также требует наличных денег. Будет ли EBITDA истинным индикатором денежного потока?
- То, что он измеряет, – это не денежные средства и не рентабельность?
- Прибылью и в этом случае можно манипулировать.
- Прибыль до вычета таких важных показателей ... не упустили ли мы самого главного?
- Инвестиции могут увеличить EBITDA (EBIT, обесценивание и амортизация), но какова процентная ставка прибыли на эти инвестиции против стоимости капитала?
- Что происходит с затратами на выплату процентов?
- Каково воздействие на рычаг и риск?
- Он используется в капиталоемких, показывающих сильный рост отраслях, где не создается прибыль/EPS ... а как насчет отраслей с чрезмерными инвестициями и низкой доходностью?

#### **КЛЮЧЕВЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ: РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ И ПРИБЫЛЬ**

Сравнение результативности одной компании с другими в секторе – полезный способ оценить, каково положение компании, насколько она эффективна и насколько хорошо исполняет обязанности руководство. Необходимо отслеживать три ключевых коэффициента:

- коэффициент операционной маржи;
- прибыль на задействованный капитал (ROCE);
- добавленную экономическую стоимость.

### КОЭФФИЦИЕНТ ОПЕРАЦИОННОЙ МАРЖИ

Его можно получить из отчета о прибылях и убытках компании. Одни компании его не приводят, в то время как по другим компаниям вы сможете его получить, разделив операционную прибыль на объем продаж. Операционная маржа — та часть выручки, которая является чистой прибылью.

Операционная маржа — исключительный результат изменений в объеме, ценах и затратах, поэтому эти главные факторы маржи необходимо анализировать. Они дают массу информации о том, в каком положении находится компания, насколько она хорошо управляется и насколько она эффективна. Они также могут поднять вопросы стратегической важности. Например, компания прекратила быстрый рост — нужно ли ждать прихода новых игроков в отрасль? Цены и затраты играют ключевую роль в данном коэффициенте (см. гл. 2) и влияют на прибыльность компании.

С точки зрения информации, которую можно извлечь из операционной маржи, важно обратить внимание на следующее.

#### Как сравнивать маржу у разных компаний

Сравнивая маржу своей компании с маржой основных конкурентов, вы получаете эффективный способ оценки результативности деятельности управляющих. Однако необходимо проявлять осторожность, чтобы сравнивать похожее с похожим. Например, одна компания может включать дочернюю компанию за границей, которая искажает сравнение с компанией, действующей только на внутреннем рынке. Такой бизнес может быть с вертикальной интеграцией (выполняет маркетинговые функции между его поставщиками и клиентами, не передавая их выполнение кому-нибудь еще), в то время как другой сконцентрирован исключительно на одном элементе этого процесса. Ответственность компаний не всегда способствует легкости сравнения.

Если маржа одного бизнеса постоянно выше, чем другого, очень похожего бизнеса в том же самом секторе, тогда ясно, что и руководство, и сама компания нашли формулу успеха. Вопрос инвестирования заключается в варианте вложения: в победителя или в ликвидацию отстаивания менее рентабельной компании. Если формула успеха дает большие преимущества, шансов догнать такую компанию-победителя будет гораздо меньше, чем казалось на первый взгляд. Особенно если компания с большей маржой создала доминирующую позицию на рынке, нашла эффективный способ приносить более высокую прибыль и сформировала корпоративную культуру, которая позволяет ей продолжать успешную деятельность. Наоборот, у бизнеса с меньшей рентабельностью предложение продукта более слабое, менее значимая позиция на рынке, не такой убедительный подход, да и корпоративная культура управления не так способствует увеличению стоимости. Преодоление этих слабостей не такое простое дело, и покупка акций компании в надежде сделать такую же маржу, как у конкурента, может быть рискованным шагом.

#### Какова тенденция изменения маржи

Увеличивается ли маржа, неизменна или она снижается на протяжении последних пяти лет? Какова долгосрочная тенденция? Постоянное увеличение маржи — обычно признак успешности бизнеса, а снижающаяся маржа — повод для беспокойства. Как всегда, прежде чем прийти к однозначному выводу, нужно внимательно все взвесить. Продукт более высокого качества, цены и/или прогрессивно снижаемые затраты должны увеличить маржу к удовольствию акционеров. Однако компания с более качественной продукцией и небольшими затратами может сознательно и совершенно обдуманно решить стать очень конкурентоспособной с точки зрения цен, так как она хочет увеличить свою долю на рынке. По этой причине маржа краткосрочно снизится, но валовые продажи и прибыль возрастут. Такая стратегия улучшит долгосрочную позицию компании, так как она развивает присутствие компании на рынке.

Наоборот, компания может урезать расходы на развитие продукта и рекламу и поддержать маржу в течение небольшого периода. Однако это может постепенно подорвать ее долгосрочное предложение продукта и положение на рынке. Вероятнее, что бизнес и акционеры пострадают в этой ситуации.

Если маржа значительно колеблется (например, сначала очень низкие значения, потом высокие, потом снова низкие), ясно, что бизнес непостоянен. То есть качество прибыли очень низкое. Если вы вложите средства, когда маржа максимальна, исходя из исторических значений, очень велика вероятность, что маржа и прибыль резко снизятся. Соответственно, упадет цена акций.

### От чего зависит маржа

Важно уяснить, какие силы влияют на маржу. Они оказывают влияние на устойчивость маржи и потенциальные риски. Если, например, маржа выросла вслед за увеличением цены в результате нехватки продукта или временного скачка цен на товар, высокая маржа окажется временной: ситуация станет противоположной, когда цены снизятся. Важно — как это обсуждалось в разделе о качестве прибыли, — что высокая маржа в этом случае не является следствием успешного управления или действий руководства.

Точно так же временная поддержка маржи из-за низкой стоимости материалов, скорее всего, достаточно быстро себя исчерпает и никак не будет связана с действиями руководства. Однако скоординированные усилия руководства улучшить политику в области закупок и использовать эффективный подход к сокращению затрат/качеству, скорее всего, принесут устойчивые выгоды.

Если маржа поддерживается солидным ростом объема, надежным ценообразованием, развитием нового продукта и улучшением качества продукта, то это веский аргумент. При этом растет не только маржа, но и укрепляется положение компании на рынке и улучшается ассортимент продуктов.

### Если маржа низкая, можно ли ее повысить?

#### Причина в восстановлении или в плохом управлении?

Низкая маржа в сравнении с группой основных конкурентов может являться потенциальным плюсом. Однако она может быть связана с проблемами недостаточного инвестирования в заводы и оборудование и в развитие продукта/его линейки. Это неизбежно приведет к худшей структуре затрат и неэффективному предложению продукта, чем у конкурентов, а также к сокращению доли на рынке. Восстановление маржи и до-

рынка по такому сценарию, вероятнее всего, будет очень затруднено, оно займет много времени (если его вообще можно будет осуществить). Покупка со ставкой на восстановление маржи чревата проблемами. Часто слабая рыночная позиция компании или плохое управление недооценивается сторонними наблюдателями — компания на самом деле может быть в гораздо более слабом состоянии, чем думают.

Одна из классических трудностей — значительное сокращение затрат с целью восстановить маржу. Однако резкое снижение цен уравновешивает улучшение базовой стоимости. Если вы собираетесь инвестировать в перспективы восстановления маржи, предыстория со стабильной выручкой — важная часть уравнения. Наоборот, если имеет место более простой случай завышенной базовой стоимости, который легко разрешить, то перспективы восстановления маржи могут быть реальны (хотя обычно это потребует другого подхода к управлению, которое привело к первоначальному завышению базовой стоимости).

Если маржа низкая из-за затрат на старт, инвестиций в разработку нового продукта/в продажи и рекламу, с течением времени ситуация изменится. Это может быть сигналом к покупке — если все эти инициативы являются частью обоснованного долгосрочного плана.

### Если маржа низкая, есть ли риск оказаться в убытке?

Если маржа низкая, она может быть источником значительного риска даже в том случае, когда ситуация не должна ухудшаться. Если маржа низкая, потому что дела уже пошли не по плану, может потребоваться не так много времени, чтобы прибыль превратилась в убыток. Подрядчик с операционной маржой в 1%, например, может столкнуться с проблемами при крупном контракте и быстро уйти в минус.

Риски выше, если бизнес нестабилен и ему свойственны сильные колебания объемов и цен (большой операционный рычаг).

### Сильное влияние структуры отрасли на ценообразование и маржу

Степень консолидации в отрасли оказывает большое влияние на маржу. Если дойдет до крайности, монополист создаст очень высокую маржу, хотя это не обязательно будет результатом хорошего управления. Высокая степень консолидации в отрасли (т.е. когда несколько игро-

ков контролируют большую часть рынка) должна привести к лучшим условиям для ценообразования, чем фрагментированная отрасль, в которой большое количество мелких игроков соревнуются между собой.

Но могут быть исключения. В некоторых отраслях с высокими фиксированными затратами, например сталелитейная, химическая отрасли и автопром, прибыль может очень зависеть от объема. Соответственно некоторые игроки могут принять решение обеспечить защиту/увеличение доли на рынке через увеличение объемов/снижение цен, неизбежно «срежет» маржу. Точно так же компания, которая считает, что в долгосрочной перспективе ей будет лучше от увеличения доли на рынке, может идти к этой цели, агрессивно снижая цены в течение короткого периода. Она может поставить себе цель, чтобы ее расценивали как самого конкурентоспособного ценового игрока во всей отрасли. Это также может стать причиной падения маржи во всей отрасли так как другие игроки примут ответные ценовые меры.

Изменения в структуре отрасли, которые улучшают ценообразование и маржу, могут быть сигналом к покупке. Таким образом, в отрасли с фрагментированным рынком (доли распределены между многими игроками) признаки консолидации интересны с точки зрения потенциальных возможностей инвестирования.

### **Если маржа намного выше, чем у конкурентов, — можно ли верить таким показателям? Или это бухгалтерская уловка?**

Исходя из постулата, что «если что-нибудь выглядит слишком хорошим, чтобы быть правдой, вероятно, так оно и есть», необходимо тщательно исследовать маржу, которая намного превышает этот коэффициент у конкурентов. Она может указывать на действительные усилия руководства — лучшие товары производятся с гораздо меньшими затратами, создавая более высокую цену. Однако она может отражать и не слишком консервативный подход к бухгалтеру — низкие затраты на износ, оценка фондов, признание прибыли раньше, что необходимо с разумной точки зрения, или капитализация затрат, которые другие компании учитывают как издержки. Таким образом, следует вовремя озаботиться способами учетной политики, которые могут завышать операционную маржу. Применяемая политика может вполне соответствовать основам бухгалтерии, но быть на грани разумного и далекой от консервативного подхода.

Аналогично, если компания создает высокую маржу при производстве основного товара, будьте внимательны.

### **Если маржа низкая, означает ли это, что контроль над ценообразованием отсутствует?**

Компании, которые осуществляют поставки крупным влиятельным клиентам, например автопрому или продуктовым супермаркетам, неизбежно столкнутся с проблемой низкой маржи и низких цен. Автопроизводители в основном сами зарабатывают на низкой марже и практически постоянно сбивают цены на комплектующие.

Чтобы преодолеть эту тенденцию, компании должны уметь реализовать жесткий контроль над затратами и/или улучшать качество продукта или обслуживания. Крупные контракты с автопроизводителями могут иметь решающее значение для долгосрочного будущего поставщиков, что может привести к низкой марже, так как цены снижаются в угоду контракту. Наоборот, компании, производящие пластмассовые изделия, могут столкнуться с повышением цен поставщиками сырья, но эти увеличившиеся затраты нельзя возложить на клиента. Такая ситуация может отражать очень конкурентный рынок пластмассовых изделий или важность очень крупных клиентов, таких как крупные сети магазинов «Сделай сам». В обоих случаях акционеры должны сознавать, что повышение маржи, вероятнее всего, будет трудным делом.

В примере с поставщиком комплектующих в автопроме низкие цены могут быть вынужденно приняты с учетом высокой покупательной способности автопроизводителя. Однако может быть и так, что значительные расходы на научно-исследовательские разработки и другие затраты являются обязательными для выполнения заказа и поставки товаров удовлетворительного дизайна и качества. Если маржа слишком низкая, не удастся увеличить стоимость. В таких условиях акционер, по сути, оплачивает клиента и вряд ли получит прибыль от инвестиций.

### **Настолько ли высока маржа, чтобы увеличилось число конкурентов?**

Одна из потенциальных опасностей высокой маржи — что она побуждает конкурентов копировать ваши методы. Легкость, с которой можно это сделать, очевидно, будет разной (это зависит от барьеров для входа). Отрасль может располагать непреодолимыми барьерами для

входа — патентами или техническим ноу-хау, высокими капитальными затратами, значительным коэффициентом экономии на масштабе, нормативно-правовыми преградами или высокой зависимостью сбыта от известной торговой марки. Наоборот, незначительные барьеры входа, скорее всего, связаны с продукцией или отраслями товарного типа, для которых характерны низкие затраты на пуск и наладку производства и отсутствие экономии на масштабе.

### **Если маржа высокая, существуют ли хоть малейшие перспективы будущего роста?**

Компания, которая достигла определенного уровня маржи, очень трудно превзойти этот показатель. Это означает, что у нее практически нет потенциала роста. Также существует риск при появлении конкурентов. Это может быть предупредительным сигналом и означать, что пришла пора продаж, если основной бизнес компании закончил фазу роста. В этот момент необходимо обратить внимание на стратегию руководства компании. Высокая маржа может привести к тому, что компания эффективно создает денежный поток: и если она достигла «естественной» доли на рынке, увеличить которую уже трудно, то варианты к капиталу будут ограничены.

Дилемма данной ситуации заключается в том, возвращается ли денежный поток к акционерам или используется с целью найти новые пути роста. Последнее несет определенные риски, связанные с новыми способностями руководства — смогут ли они успешно перейти на новые продукты или другие регионы. Слияния и поглощения в такой ситуации очень возможны, но увеличат они стоимость или нет — спорный вопрос (см. стр. 149–150, анализ рисков и важные в этом смысле вопросы).

### **Отражает ли маржа капиталоемкость бизнеса?**

(Также смотри ниже прибыль на задействованный капитал.) Вы можете убедиться, что операционная маржа, создаваемая компанией, отражает капитал, задействованный в бизнесе. Теоретически, чем выше задействованный капитал в бизнесе, тем выше должна быть маржа.

Если очень капиталоемкий бизнес имеет низкую маржу, при этом на инвестиции будет очень низкой. Поэтому цементные и химические заводы должны приносить высокую маржу, чтобы получить д

на большие капиталовложения в завод. Наоборот, бизнес с низкой маржой может быть вполне эффективным, если он приносит высокую прибыль на капитал, используя незначительный капитал, или капитал «оборачивается» очень быстро. Например, розничная сеть продуктов питания имеет маржу около 5%, но использует относительно небольшой капитал. Поставщики финансируют оборотный капитал, который быстро «оборачивают». Таким образом, поскольку они эффективно «оборачивают» капитал через продажи, прибыль на него может быть весьма привлекательной.

### **Что будет с маржой в будущем?**

Любой вопрос, связанный с инвестированием, заставляет нас задуматься о будущей тенденции и направлении маржи. Это именно то, что определяет, будет ли компания (и в конечном счете — акции) приносить прибыль. Но, чтобы соединить воедино все вопросы, являющиеся важными, в уравнении с маржой, вы должны понимать факторы, которые влияют на маржу. Вопрос, что будет с маржой в будущем, может не иметь никакого отношения к тому, что с ней происходило в прошлом, если динамика отрасли и ее структуры претерпели изменения.

### **ПРИБЫЛЬ НА ЗАДЕЙСТВОВАННЫЙ КАПИТАЛ (ROCE)**

Прибыль на задействованный капитал — критический показатель, который говорит вам, насколько эффективно руководство распоряжается деньгами акционеров.

Для его подсчета существует ряд способов. Самый простой — разделить операционную прибыль на средства акционеров плюс чистая задолженность. Если уровень задолженности резко колеблется в течение года, вы, возможно, захотите получить средний уровень использованного долга. Вы всегда сможете посмотреть на выплаты по процентам и разделить их на процентную ставку, по которой платит компания (в счетах будут примечания, которые вам помогут). Чистая задолженность также должна включать привилегированные акции или конвертируемые облигации, которые есть у компании.

Средства акционеров плюс чистая задолженность дадут вам фактическую сумму ресурсов, используемых компанией. Чтобы повысить

коэффициент, очевидно, необходимо увеличить операционную прибыль и/или снизить капитал, необходимый для ее производства.

Уровень прибыли критичен, так как номинальная стоимость чистого актива зависит от дохода, который он приносит. Таким образом, высокая прибыль на капитал непосредственно связана с динамикой цены на акции и оценкой ROCE и, что более важно, его динамики в будущем имеют решающее значение для успеха инвестиций.

Факторы, влияющие на операционную маржу, так как они влияют и на операционную прибыль, также будут определять прибыль на капитал. Решающий фактор – влияние цен. Как и в случае с высокой маржой, высокая прибыль на задействованный капитал может быть причиной новой «атаки» конкурентов, захотевших получить ту же прибыль.

#### ПРИМЕР

##### Подсчет показателя ROCE

###### Компания «Цементный мир»

Допустим, что вымышленная компания «ЦМ» инвестировала 150 млн фунтов в производство цемента. Работы по производству цемента имеют оборот в 1,5 млн тонн цемента в год, цемент продается по цене 60 фунтов за тонну, а операционная маржа равна 10%.

Инвестиции в производство	150 млн фунтов
Оборот	1,5 млн тонн
Цена за тонну	60 фунтов
Калькуляция выручки:	
оборот умножаем на цену	1,5 млн × 60
Выручка	90 млн фунтов
Операционная маржа	10%
Калькуляция операционной прибыли:	
выручку умножаем на операционную маржу	90 млн × 10%
Операционная прибыль	9 млн
Прибыль на капитал, калькуляция:	
операционная прибыль/инвестиции	9 млн / 150 млн
Прибыль на задействованный капитал	6%

Мы видим, что прибыль на задействованный капитал равна 6%.

###### Компания «Виджеты Джо»

Сравним эти результаты с другой вымышленной компанией «Виджеты Джо». Она также инвестировала 150 млн фунтов и имеет такую же операционную маржу в 10%. Она производит 3 млн виджетов в год, продавая каждый по 50 фунтов. Выручка в год составляет 150 млн фунтов. Прибыль на задействованный капитал равна 10%.

И в том и в другом примере маржа одинаковая и равна 10%, но ROCE явно показывает, что деньги, инвестированные в «Виджеты Джо», приносят гораздо большую прибыль, чем инвестирование в компанию «ЦМ». Это потому, что выручка от инвестированного в «Виджеты Джо» капитала гораздо больше, чем у цементной компании – 150 млн и 90 млн фунтов соответственно.

По этим цифрам можно ясно увидеть связь между маржой и показателем ROCE. Операционная маржа в 10% от «цементных» инвестиций создает такую прибыль в 6%. Если стоимость капитала, скажем, 10%, вы увидите, что вкладывать деньги в такой бизнес неэффективно.

Инвестиции в производство	150 млн фунтов
Оборот	3 млн виджетов
Цена за единицу	50 фунтов
Калькуляция выручки: оборот умножаем на цену	3 млн × 50
Выручка	150 млн фунтов
Операционная маржа	10%
Калькуляция операционной прибыли:	
выручку умножаем на операционную маржу	150 млн × 10%
Операционная прибыль	15 млн
Прибыль на капитал, калькуляция:	
операционная прибыль/инвестиции	15 млн / 150 млн
Прибыль на задействованный капитал	10%

Потребуется операционная маржа в 17%, чтобы принести прибыль на капитал, равную 10% (150 млн фунтов инвестиций / 10% = 15 млн фунтов; 15 млн / 90 млн = 16,7%). Таким образом, требуется гораздо более высокая маржа, чтобы компенсировать капитал, необходимый бизнесу для поддержания продаж. (Или цены слишком низкие, чтобы принести необходимую прибыль. Можно ли их поднять – зависит, разумеется, от рыночных условий и структуры рынка.)

###### Анализ

Итак, чем выше сумма капитала/инвестиций, необходимых для 1 фунта оборота, тем выше должна быть маржа, чтобы гарантировать соответствующую прибыль.

В случае с «ЦМ» каждый фунт оборота требует 1,67 фунта инвестиций. Однако компания «Виджеты Джо» нуждается только в 1 фунте инвестиций на каждый фунт оборота. 10%-ная маржа в обоих случаях производителем приносит прибыль в 10% на капитал «Виджеты Джо», но неудовлетворительную 6%-ную прибыль у «Цементного мира».

### Риск и прибыль

Инвестирование в любое предприятие обязательно связано с риском, степень которого будет зависеть от отрасли, компании и страны. Риск будет различной в разных странах. Компании на ранней стадии развития будут, вероятно, представлять большую степень риска, чем компании, давно действующие на рынке. Компании, диверсифицирующие средства в новые продукты или регионы, берут на себя более высокие риски, чем те, которые не выходят за рамки освоенной области.

Акционеры принимают на себя риски бизнеса и поэтому должны получать соответствующее вознаграждение — чем выше риск, тем выше прибыль, которую вы должны получить. Понимать риски важно, чтобы можно было оценить прибыль, которую вам нужна.

Так, если ROCE равен только 6%, вам лучше поместить ваши средства на депозит в банке. Прибыль будет такой же, но риска нет. Другая ключевая проблема такой низкой прибыли в том, что коммерческие условия ухудшатся, это отбросит прибыль на еще более низкие уровни. (Важность риска включена в стоимость капитала: показатель бета показывает изменчивость доходности по инвести-

### Высокая прибыль

Высокий ROCE обычно показывает, что руководство компании эффективно использует ваши средства. Эффективное использование средств создает уверенность, что все инвестиционные программы и поглощения вознаградят акционеров. Это улучшает качество прибыли и убеждает в перспективах долгосрочного роста. Главное — устойчивость таких прибылей.

Если прибыль очень высокая, есть риск, что потенциальные конкуренты «позавидуют» компании и ее доле на рынке и постараются в

отрасль продуктовой сегмент, чтобы взять часть прибыли. Смогут ли они успешно реализовать свой план — зависит от барьеров для входа, которые существуют в отрасли. Если они практически отсутствуют, новые игроки могут развязать войну за долю рынка и вызвать серьезное снижение прибыли на капитал.

Другая потенциальная проблема — если прибыль очень высокая, нет перспектив дальнейшего роста и улучшений. Если отрасль вошла в фазу зрелости или компания достигла доли на рынке, которую трудно увеличить, могут возникнуть сомнения в дальнейшем росте. Руководство может попытаться увеличить показатели роста через поглощения или направить деятельность в другие области бизнеса. Такие инициативы могут увеличить риски компании и привести к более низкой рентабельности в новых областях.

### Низкая прибыль

Если ROCE низкий, ответьте на вопрос: он уже долгое время низкий или снизился в последнее время? Важно, если прибыль держится на низком уровне долгое время. Вывод — возможно, что данные активы значительно завышены в балансе. Это может привести к тому, что компания будет вынуждена снизить стоимость этих активов.

Наоборот, низкая прибыль может показывать, что руководство неэффективно использует основные средства. Это может привести к смене руководства или вызвать враждебное поглощение, если подробный анализ покажет, что номинальная стоимость активов определена верно и прибыль (из-за плохого управления) не соответствует норме. В результате акционерный капитал компании может рассматриваться как средство для восстановления или поглощения.

### Дело в плохом управлении или в плохой отрасли?

Если прибыль постоянно на низком уровне, стоит проанализировать, насколько это вызвано особенностью отрасли, в которой компания осуществляет свою деятельность. Это особенно актуально, если прибыль низкая, даже несмотря на высшую фазу экономического или отраслевого цикла. Если окажется, что прибыль действительно низкая, но у основных конкурентов компании она не лучше, очевидно, что это проблема отрасли. Это говорит о том, что эти акции, да и весь сектор лучше всего обходить стороной.



Чтобы стать покупателем таких акций, вы должны верить, что должно произойти нечто, что увеличит прибыль — либо у компании, либо во всей отрасли — или что акции настолько недооценены, что прибыль обеспечена просто при достижении справедливой цены. Прибыль можно увеличить за счет значительного роста стоимости и/или увеличения контроля над ценообразованием. Например, в результате закрытия одной из мощностей или слияния с целью увеличения контроля компаний над ценообразованием в секторе. Такие планы восстановления часто ни к чему не приводят, так что очень тщательно изучите перспективы будущего, оценивая их с вашей точки зрения. Риски при инвестировании в такой ситуации высоки.

#### Сколько капитала (и какого типа) потребуется

Стоит также исследовать, сколько капитала потребуется в бизнесе. Оценка зависит от суммы капитала, необходимого для роста. Некоторые типы бизнеса могут быть капиталоемкими, в то время как другие способны значительно увеличивать поступления денежных средств при очень скромных капиталовложениях. В некоторых отраслях требуется большой оборотный капитал (например, запасы), чтобы пользоваться капиталом, предоставляемым поставщиками. Примером отрасли — розничная торговля продуктами питания. Здесь требуется оборотный капитал относительно небольшой, из-за того что имеется «отличный» оборотный капитал, так как поставщики финансируют элемент бизнеса.

Относительно невысокий уровень задействованного в этом бизнесе капитала приводит к достаточно низкой марже. Задействованный капитал сам по себе совсем не так уж плохо — просто должен приносить соответствующую прибыль. Так, в капиталоемком бизнесе хотят видеть более высокую операционную маржу, которая гарантирует, что решающая прибыль на капитал достаточно велика для увеличения стоимости.

В некоторых отраслях основные средства могут быть более эффективно использованы на персонал (например, реклама). В этом случае может быть высокая прибыль на капитал, потому что задействуется небольшое количество капитала. Вам необходимо убедиться, что операционная маржа находится на нормальных уровнях.

#### ROIC — активы, списываемые с базы инвестированного капитала

Рассматривая показатель прибыли на капитал, важно убедиться, что определение активов включает все активы. Компания могла инвестировать в поглощение, которое делает обязательным списание значительного гудвилла (суммы, выплачиваемой за бизнес сверх его стоимости чистых активов). Все инвестиции участвуют в принесении соответствующей прибыли. Однако средства акционеров не будут включать списанный гудвилл и, таким образом, завысят ROCE (часто рассчитываемый при прибавлении долга к акционерному капиталу). Коэффициент прибыли на инвестированный капитал (ROIC), который снова прибавляет списанный гудвилл, более надежный способ оценить, как руководство распределяет ресурсы. Поищите в примечаниях накопленный гудвилл, который был списан: его необходимо снова прибавить, чтобы получить инвестированный капитал.

#### Сравнение цифровых значений

Чтобы увидеть различие в прибыли, которое возникает при этом, рассмотрим две компании: *A* и *B* (те же самые, что мы рассматривали при исследовании качества дохода). Из этого примера мы знаем, что компания *B* большую часть прибыли получает от своей основной деятельности и имеет более высокую операционную маржу. Мы также знаем, что компания *A* имеет привилегированный капитал в виде дивидендов по привилегированным акциям, которые вычитались, когда подсчитывали показатель EPS. Его мы рассматривали как долг, таким образом, он образует часть задействованного капитала.

Мы видим, что компания *A* списала гудвилл в размере 90 млн фунтов в 2002 г., следующим после поглощения. Допустим, поглощение приносило доход с 1 января, т.е. мы имеем целый год результативного действия поглощения. Средства акционеров уменьшились на соответствующую сумму (показатель на конец года частично компенсируется нераспределенной прибылью за год). Вы можете заметить, что меньшая сумма средств акционеров подразумевает меньший задействованный капитал, если мы не учтем гудвилл. Смотрим на индикатор задействованного капитала: задействованный капитал снижается с 964,3 млн фунтов до 953 млн, несмотря на увеличение задолженности в 50 млн. Но этот гудвилл был неотъемлемой частью денег, потраченных на по-

поглощение. В таблице 4.4 рассчитывается ROCE исходя из средств акционеров плюс долг, в ней также показан ROIC, где списанный гудвилл снова прибавляется. Мы увидим, что ROIC значительно ниже в 2010 г. – 13,6% по сравнению с ROCE, равным 16,3%. Ясно, что та разница невероятно велика при оценке результативности деятельности руководства.

**Таблица 4.4**  
**Калькуляция показателей ROCE**  
**(на основе средств акционеров плюс долг)**  
**и ROIC, включающего списанный гудвилл**

Балансовый отчет	2009	2010 (0)
Средства акционеров, без миноритариев	575,4	510,0
Доля миноритарных акционеров	68,9	68,9
<b>Все средства акционеров</b>	<b>644,3</b>	<b>583,0</b>
Чистая задолженность	200,0	250,0
Привилегированный капитал	120,0	120,0
Задействованный капитал	964,3	953,0
Списанный гудвилл	100,0	190,0
Инвестированный капитал	1064,3	1143,0
<b>Рычаг (%)</b>	<b>49,7</b>	<b>64,0</b>
<b>ROCE (%)</b>	<b>14,0</b>	<b>16,3</b>
<b>ROIC (%)</b>	<b>12,7</b>	<b>13,6</b>
<b>ROCE после выплаты налога (%)</b>	<b>9,8</b>	<b>11,4</b>
<b>ROIC после выплаты налога (%)</b>	<b>8,9</b>	<b>9,5</b>
<b>NAV (Стоимость чистых активов) (p)</b>	<b>118,2</b>	<b>106,9</b>
Количество акций (млн)	545,0	545,0

Балансовый отчет	2009	2010 (0)
Средства акционеров, без миноритариев	575,4	620,0
Доля миноритарных акционеров	-	-
<b>Все средства акционеров</b>	<b>575,4</b>	<b>620,0</b>
Чистая задолженность	200,0	180,0
Задействованный капитал	775,4	800,0
Списанный гудвилл	100,0	100,0

Окончание табл. 4.4

Балансовый отчет	2009	2010 (0)
Инвестированный капитал	875,4	900,0
<b>Рычаг (%)</b>	<b>34,8</b>	<b>29,0</b>
<b>ROCE (%)</b>	<b>20,6</b>	<b>22,5</b>
<b>ROIC (%)</b>	<b>18,3</b>	<b>20,0</b>
<b>ROCE после выплаты налога (%)</b>	<b>14,4</b>	<b>15,8</b>
<b>ROIC после выплаты налога (%)</b>	<b>12,8</b>	<b>14,0</b>
<b>NAV(Чистая стоимость активов) (p)</b>	<b>105,6</b>	<b>113,8</b>
Количество акций (млн)	545,0	545,0

Компания В выигрывает за счет более высокого операционного эффекта от своего основного бизнеса, при этом ее общая результативность не искажена привилегированным капиталом и доходом от ассоциированных компаний. Очень важно, что она использует меньше активов для достижения этого операционного эффекта. У нее нет привилегированного капитала или гудвилла, задействованного компанией А в 2010 г. В результате в 2009 г. Компания В использовала инвестированные активы в 875,4 млн фунтов, чтобы создать операционную прибыль в 160 млн (компания А использовала 1064,3 млн, чтобы принести операционную прибыль в 135 млн).

В 2010 г. разрыв еще больше увеличился, так как задействованный компанией А капитал увеличился, отражая увеличившийся гудвилл от поглощения. Важно, что денежный поток компании В в 2010 г. приводит к более низким уровням задолженности (которая снизилась на 20 млн), что соответственно уменьшает сумму задействованного капитала.

**Показатели после или до выплаты налогов?**

Другая проблема – когда – до или после вычета налогов использовать показатели прибыли на капитал или на инвестированный капитал. В таблице 4.4 показаны оба варианта. ставка налога на операционную прибыль 30%. То, что остается акционерам, – явно с вычетом налога, и поэтому такой способ, вероятно, наиболее полезен при калькуляции прибыли. Кроме того, когда определяют, увеличивает ли компания стоимость, – используют показатель после вычета налога. Это отражает тот факт, что для показателя задолженности используется стоимость

капитала за вычетом налогов. Более подробно мы обсудим это в деле, посвященном увеличению экономической стоимости (и когда будем рассматривать стоимость капитала с использованием DCF (показатель дисконтированного денежного потока).

### Прибыль на акционерный капитал

Похожей и очень важной альтернативой прибыли на капитал является прибыль на акционерный капитал (ROE). Это во многом логичный способ оценки использования средств акционеров, так он показывает, что остается акционерам в сравнении с вложенными средствами.

Он рассчитывается с помощью деления прибыли после вычетов и всех вычетов (в связи с миноритарными затратами и платами дивидендов по привилегированным акциям) на сумму средств обыкновенных акционеров. Иногда он рассчитывается включив часть гудвилла, которая была списана, так как его вычитают из средств обыкновенных акционеров.

Это важный способ узнать, эффективно ли руководство компании использует ресурсы. Если показатель ROE низкий, лучше положить деньги на безрисковый депозит в банке.

Как мы увидим в следующей главе по финансовому состоянию (табл. 5.1 и 5.2), ROE можно повысить, используя финансовый рычаг. Имея огромные заемные средства для ведения бизнеса, компания выпускает меньше акций, таким образом созданная прибыль распределяется на меньший акционерный капитал, увеличивая ROE. Но при этом увеличивается.

### ДОБАВЛЕННАЯ ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СТОИМОСТЬ — ПРЕВЫШЕНИЕ СТОИМОСТИ КАПИТАЛА

Узнав, как рассчитывать ROIC и факторы, влияющие на него, уже можем в общих чертах определить, увеличивает ли компания стоимость. Увеличение стоимости — взаимозависимость между прибылью на капитал и стоимостью этого капитала, которая, в свою очередь, отражает риск инвестирования в компанию. Это может показаться сложным, но данную концепцию крайне важно понять. По сути

идет о минимальной прибыли, которую вы ожидаете от бизнеса, учитывая необходимость компенсации за понесенные риски. Она также позволяет определить реальные затраты на ресурсы, которые руководство использует при ведении бизнеса.

Увеличение стоимости зависит от экономического положения компании, ее эффективности, прибыли, которую приносят ее активы, и от взаимосвязи этих факторов со стоимостью капитала. Стоимость капитала, в свою очередь, зависит от соотношения акционерного капитала и заемных средств, так как акционерный капитал обходится дороже, чем деньги, взятые в долг, и не имеет налоговых льгот. Мы заметили, анализируя прибыль от поглощений, что добавленная экономическая стоимость имеет решающее значение для акционеров и помогает снизить роль, обычно приписываемую EPS как показателю роста (или EBITDA). Увеличивает или аннулирует стоимость компания — будет иметь решающее значение как для оценки, так и для динамики акций. Увеличение стоимости также гарантирует принесение прибыли, которая вам необходима как компенсация за взятые на себя риски.

### Денежный показатель прибыли на инвестированный капитал (CROIC)

Учитывая большую важность денежных средств как фактора стоимости и необходимость создавать хорошую прибыль на задействованные в бизнесе активы, CROIC представляет отличный индикатор, учитывающий все факторы. Многие инвесторы и брокеры используют модели с этим показателем, так как имеются убедительные факты его эффективности при прогнозировании и для измерения результативности. Интуитивно вы понимаете, что полезнее использовать денежный показатель прибыли, получаемой от инвестированных компанией денег. Намного выгоднее иметь бизнес, приносящий много денежных средств, который не требует крупных инвестиций. И помните, что прибыль зависит от используемых показателей, в то время как наличные — это факт. Компании, склонные к «эффективным» способам бухучета в условиях затрудненного роста или в еще менее привлекательных условиях, могут выдавать показатели быстрорастущих прибылей одновременно со значительным оттоком денежных средств. Это может не принести пользы бизнесу, поэтому всегда имеет смысл отслеживать любые несоответствия между прибылью и денежными средствами.

Дать определение денежного потока в таком контексте можно многими способами. Самый распространенный — использовать показатель **операционного свободного денежного потока** (см. гл. 7).

Суммы начисленного износа и амортизационные отчисления снова добавляются, так как это так называемые «неденежные затраты». Это означает, что, когда эти суммы вычитаются для получения показателя прибыли, они не вызывают оттока наличных. (Различие этих двух видов амортизационных отчислений в том, что обычно изнашиваются активы, которые можно потрогать (материальные), но амортизируются нематериальные активы.)

Капитальные затраты однозначно считаются критическим компонентом компании для достижения прогнозируемого роста и сохранения ее конкурентоспособности через поддержание качества ее активов.

Капиталовложения на поддержание бизнеса обычно используются в средах с более медленным ростом или в фазах развития компании. Они гарантируют защиту структуры бизнеса, что делает эксплуатационные издержки реальными затратами на ведение бизнеса (очевидный недостаток, если рассматривать EBITDA как показатель результативности). Аналогично оборотный капитал необходим, когда увеличение продаж на протяжении периода роста требует денежных средств финансирования роста оборотного капитала.

Активы, использованные в бизнесе, дают знаменатель. То есть

$$\text{Задействованный капитал} = \text{Средства акционеров} + \\ + \text{Чистая задолженность.}$$

Для его получения нужно снова прибавить все списанные активы компании — нам необходимо получить представление, какие наличные средства были инвестированы, — он не соответствует балансовой стоимости компании (иногда мы называем его инвестированным капиталом).

### Что дает хорошую прибыль?

Хорошая прибыль, как всегда, будет зависеть от рисков при инвестировании. Чем выше риск, тем выше прибыль, которая нам необходима. Мы знаем, что для компании со «средним» уровнем риска нам необходима прибыль 10%. Если компания профинансирована значительными заемными средствами, WACC будет ниже этого показателя (см. гл. 1).

Как правило, чем ниже прибыль, тем более нестабильной может быть компания, — низкие прибыли более подвержены воздействию

так как любой фактор, от которого зависит бизнес, может заставить прибыль резко упасть. По этой причине, если прибыль очень низкая, не имеет смысла инвестировать в такой бизнес.

Учитывая важность финансового состояния компании с точки зрения стоимости капитала, оценки компании и рисков из-за плохого финансирования бизнеса, мы займемся оценкой финансового состояния компании в следующей главе.

## ИТОГИ

Результативность бизнеса должна оцениваться как в абсолютном выражении, так и в сравнении с конкурентами. Уровень прибыли — особенно если компания увеличивает стоимость и создает хорошую прибыль за счет притока денежных средств, — важный гарант хорошей динамики цены на акции в долгосрочной перспективе.

Результативность таких ключевых индикаторов, как продажи и прибыль, дает нам важную информацию о рынках компании и показывает, насколько компания эффективна в этих рыночных условиях — превосходит ли она своих основных конкурентов. Важно учитывать, что одни индикаторы более полезны, чем другие. Компания может увеличить продажи, пожертвовав при этом маржой, или агрессивно строить деятельность на отсроченных платежах клиентов, так что деньги в компанию будут поступать медленно.

Самое главное — рост прибыли, которому многие уделяют первостепенное значение. Хотя это очень удобный индикатор, нужно помнить, что он подтолкнул многие компании к принятию решений, поддерживающих прибыль, но, возможно, ухудшающих конкурентоспособность бизнеса. Так, например, компания могла урезать расходы на рекламу в угоду плану по прибыли — но что в этом случае будет с ценностью торговой марки, если сокращение этих расходов поддерживается на протяжении всего времени?

Как мы заметили, рост прибыли не обязательно означает создание стоимости. Более рациональную картину мы получим, если посмотрим на те коэффициенты, которые оценивают, насколько эффективно руководство распоряжается вашими деньгами, и определим прибыль, приносимую на инвестиции. Учитывая критическую значимость наличных средств, можно оценивать приток денежных средств относительно инвестированных денег — это очень эффективный способ

оценки результативности. Когда мы сравниваем его с понесенными рисками, то получаем наглядное представление, действительно ли команда менеджеров создает стоимость для своих акционеров.

Чем выше прибыль (будь это прибыль от продаж, прибыль на инвестированный капитал или прибыль от роста биржевой стоимости акции), особенно если она устойчива с течением времени, тем более конкурентоспособен бизнес. Покупая акции, вы фактически покупаете долю в конкурентоспособности бизнеса. Создавать и поддерживать конкурентное преимущество компании — ключевая задача руководства, это ключевой фактор долгосрочного создания материальных благ. Более подробный анализ прибыли позволяет определить, эффективно ли действует руководство.

#### КОНТРОЛЬНЫЙ ПЕРЕЧЕНЬ ВОПРОСОВ

Насколько результативен бизнес в абсолютном выражении и относительно основных конкурентов?

##### Тренды

Необходимо оценивать динамику результативности по следующим направлениям:

- Продажи — динамика цены и объемов показывает, увеличивает ли компания долю на рынке, контролирует ли ценообразование или ее выручка зависит от новых продуктов, позволяющих взвинчивать цены.
- Прибыль — рост связан с основным бизнесом, вызван поглощением или одновременными выгодами?
- Показатель EBITDA — прибавление неденежных затрат позволяет увидеть создание денежных средств (хотя обесценивание в связи с износом — реальные затраты на ведение бизнеса).
- Денежные средства — компания создает денежные средства по финансированию своих капитальных затрат? Это важно для будущего успеха бизнеса и динамики акций.

##### Прибыль

Насколько успешно руководство управляет бизнесом?

Основные коэффициенты прибыли:

- Операционная маржа — какова прибыль на каждый фунт, выручен от продаж?

- Прибыль на инвестированный капитал — сколько потрачено средств на создание прибыли?
- Прибыль в виде денежных средств на инвестированные деньги — денежные средства являются ключевым фактором в увеличении стоимости, и ими труднее манипулировать, чем показателями прибыли.
- Добавленная экономическая стоимость — прибыль компенсирует понесенные риски?

Что нужно учитывать при оценке прибыли:

- Если прибыль намного больше, чем у конкурентов, можно ли верить таким показателям?
- Прибыль настолько высока, что это привлечет новых конкурентов? Каковы барьеры для входа?
- Прибыль настолько высока, что дальнейший рост компании невозможен?
- Если прибыль низкая, можно ли ее повысить? Если да, то каким образом и насколько осуществим такой план?

## Глава 5

# ФИНАНСОВОЕ СОСТОЯНИЕ КОМПАНИИ

Темы, которые раскрываются в этой главе

- Почему финансовое состояние так важно
- Каково финансовое состояние компании
- Рычаг — соотношение «заемные средства/акционерный капитал»
- Дефицит бюджета пенсионного фонда компании/другие пассивы
- Покрытие процентов и другие индикаторы финансовой устойчивости
- Кредитный рейтинг
- Условия банковского договора
- Почему большой финансовый рычаг может повредить компании и цене ее акций
- Сколько заемных средств должна иметь компания. Эффективный балансовый отчет
- Свежие вливания капитала: выпуск прав
- Денежный поток
- Итоги
- Контрольный перечень вопросов

## ПОЧЕМУ ФИНАНСОВОЕ СОСТОЯНИЕ КОМПАНИИ ТАК ВАЖНО

Как показало текущее состояние мировой финансовой системы, уровень задолженности компании (его часто называют финансовым рычагом (термин *gearing* или *leverage*)) является ключевым элементом

риска, а, как мы наблюдали, финансовые риски — ключевой фактор, влияющий на цену акций. Последний кредитный кризис наглядно продемонстрировал, что заемные средства отлично работают, пока дела в экономике/бизнесе идут отлично: когда экономика замедляется, они могут привести к развалу определенных секторов.

Финансирование бизнеса заемными средствами стало очень популярным в период экономического подъема 2004–2007 гг. Действительно, преимущества использования кредитов были настолько очевидны, что сектор частного капитала значительно вырос за счет агрессивного использования заемных средств, в то время как корпоративный сектор, часто находившийся под давлением частного капитала или акционеров, желавших видеть более эффективные балансовые отчеты (т.е. когда компания способна эффективно управлять значительными суммами заемных средств), стал в массовом порядке скупать собственные акции.

Аналогично тому, как при покупке дома по очень большой закладной (позволяющей приобрести большие и более дорогие апартаменты) ваше благосостояние резко увеличится, когда цены на дом значительно вырастут. Например, если вы покупаете дом за 500 000 фунтов, при этом вы выплачиваете сумму, указанную в закладной, рост цен на 20% приносит прибыль в 100 000 фунтов. При условии, что вы продадите дом, пока цены на недвижимость держатся на высоком уровне, это принесет вам хорошую и легкую прибыль. Таким образом, в условиях мощного экономического роста и (что является решающим фактором) роста цен на активы финансирование бизнеса заемными средствами дает отличные результаты. Но не стоит забывать, что это происходит вследствие экономического роста, роста стоимости активов и финансирования бизнеса заемными средствами, а не акционерным капиталом — ни в коем случае не по причине гениальности людей. Вспомните поговорку «Начавшийся прилив поднимает все суда».

Разумеется, если экономика замедляется, ситуация очень резко разворачивается в противоположную сторону. Растущие процентные ставки или прекращение кредитования, как это было в условиях нынешней рецессии, — при этом эффект был тот же самый — не только замедляют экономику, но также создают противоположный тренд в ценах на активы. Все это вызвало хаос в балансовой отчетности в индивидуальном и корпоративном секторах, который мы наблюдали. «Токсичные» активы, состоящие из обеспеченных активами займов на строительство, стали одной из главных проблем, с которыми стол-

кнулись банки. На корпоративном уровне наблюдаем точно такое же влияние экономических явлений, хотя можно рассматривать и многие другие риски — влияние конкурентов, импорта и обменных курсов, зависимость от определенных клиентов и т.д.

В таблице 5.1 показаны преимущества, которые дает финансирование бизнеса заемными средствами, позволяющие увеличить оборот и прибыль на акционерный капитал. И поскольку заемные средства дешевле акционерного капитала, с их помощью гораздо легче снизить биржевую стоимость акции. Однако, как видно из таблицы, если ситуация неблагоприятна, компании с высокой долей заемных средств очень быстро оказываются в невыгодных условиях.

В таблице показаны три идентичные компании, использующие разные варианты финансирования. Для иллюстрации операционного рычага и для простоты мы сделаем допущение, что все затраты пропорциональны обороту. Компания А профинансирована на 100% акционерным капиталом, в то время как компания В на 50% профинансирована заемными средствами и на 50% — акционерным капиталом, а компания С профинансировала свой бизнес заемными средствами на 100%. Как мы видим из таблицы, у компании С гораздо выше EPS (при том же обороте выпущено намного меньше акций) и намного выше прибыль на акционерный капитал. Также видно, что с учетом налоговых вычетов от суммы долга компания С выплачивает только половину суммы налога по сравнению с компанией А.

При увеличении оборота на 10% преимущества большого финансового рычага увеличатся. Прибыль обыкновенных акционеров компании А почти удваивается, в то время как у компании В прибыль увеличится на 50%. Покрытие процентов у компании С также более предпочтительное и равно 3,1х. Итак, если оборот будет расти, компания С профинансированная заемными средствами, будет продолжать увеличивать прибыль, причитающуюся на долю обыкновенных акционеров, и прибыль на акционерный капитал.

Однако, как можно понять из таблицы 5.2, если оборот по той же причине начинает падать, тогда компания С сразу же оказывается действительно в затруднительном положении. 10%-ное снижение оборота практически полностью аннулирует прибыль до выплаты налогов (и показатель EPS), так как вся операционная прибыль идет на погашение процентов. Покрытие процентов падает до минимального показателя 1,0х. Теперь мы видим, что заемные средства хороши, если все идет хорошо.

Таблица 5.1

Преимущества финансирования заемными средствами

	А		В		С		+10% оборота	
Оборот	1000 млн фунтов	1100 млн фунтов	1000 млн фунтов	1100 млн фунтов	1000 млн фунтов	1100 млн фунтов	1000 млн фунтов	1100 млн фунтов
Затраты	800 млн фунтов	800 млн фунтов	800 млн фунтов	800 млн фунтов	800 млн фунтов	800 млн фунтов	800 млн фунтов	800 млн фунтов
Операционная прибыль	200 млн фунтов	300 млн фунтов	200 млн фунтов	300 млн фунтов	200 млн фунтов	300 млн фунтов	200 млн фунтов	300 млн фунтов
Выплачиваемые проценты	0	—	(64 млн фунтов)	—	(96 млн фунтов)	—	(96 млн фунтов)	—
Прибыль до вычета налога	200 млн фунтов	300 млн фунтов	136 млн фунтов	236 млн фунтов	104 млн фунтов	204 млн фунтов	104 млн фунтов	204 млн фунтов
Налог	60 млн фунтов	90 млн фунтов	40,8 млн фунтов	70,8 млн фунтов	31,2 млн фунтов	61,2 млн фунтов	31,2 млн фунтов	61,2 млн фунтов
Прибыль обыкновенных акционеров	140 млн фунтов	210 млн фунтов	95,2 млн фунтов	165,2 млн фунтов	72,8 млн фунтов	142,8 млн фунтов	72,8 млн фунтов	142,8 млн фунтов
Количество акций	400 млн фунтов	400 млн фунтов	200 млн фунтов	—	100 млн фунтов	—	100 млн фунтов	—

Окончание табл. 5.1

	А +10% оборота		В +10% оборота		С +10% оборота	
EPS	35 пенсов	52,5 пенса	47,6 пенса	82,6 пенса	72,8 пенса	142,8 пенса
ROIC (после уплаты налога)	8,8%	13,1%	8,8%	13,1%	8,8%	13,1%
ROE	8,8%	13,1%	11,9%	20,7%	18,2%	35,7%
Покрытие процентов (Операционная прибыль/Выплачиваемый процент)	-		3,1x	4,7x	2,1x	3,1x

А → инвестиции в сумме 1600 млн фунтов = Только акционерный капитал, 400 млн акций.

В → инвестиции в сумме 1600 млн фунтов = 50% инвестиций в виде заемных средств при процентной ставке 8% = 800 млн фунтов.

С → инвестиции в сумме 1600 млн фунтов = 75% инвестиций в виде заемных средств при процентной ставке 8% = 1200 млн фунтов.

**Обратная сторона финансирования заемными средствами**

	А (-10%)	В	С
Оборот	900 млн фунтов	900 млн фунтов	900 млн фунтов
Загрты	(800 млн)	(800 млн)	(800 млн)
Операционная прибыль	100 млн фунтов	100 млн фунтов	100 млн фунтов
Выплачиваемые проценты	-	(64 млн фунтов)	(96 млн фунтов)
Прибыль до вычета налога	100 млн фунтов	36 млн фунтов	4 млн фунтов
Налог	(30 млн фунтов)	(10,8)	(1,2 млн фунтов)
Прибыль обыкновенных акционеров	70 млн	25,2 млн	2,8 млн
Количество акций	400 млн	200 млн	100 млн
EPS	17,5 пенса	12,6 пенса	2,8 пенса
ROIC (после уплаты налога)	4,4%	4,4%	4,4%
ROE	4,4%	3,1%	0,7%
Покрытие процентов (Операционная прибыль/Выплачиваемый процент)		1,6x	1,04x

Таким образом, когда мы рассматриваем финансовое состояние компании, главное — установить тип бизнеса и те риски, с которыми, по всей вероятности, придется столкнуться компании. Как показано на рисунке 1.1, некоторые сектора очень чувствительны к росту процентных ставок (или, как можно наблюдать в текущей ситуации, к отказу банков выдать кредит) и к связанному с этим воздействию на экономику.

Влияние операционного рычага (т.е. когда падение оборота снижает прибыль при высокой доле фиксированных затрат) также крайне негативно. Сочетание высокой задолженности, чувствительности компании к негативным явлениям в экономике и высокой доли фикс-



сированных затрат — прямой путь к катастрофе. Это мы и наблюдаем на примере автомобильного и авиатранспортного секторов, а также банков и строительных компаний.

Если компания находится на грани разорения или ей необходимо выпуск прав, риски финансирования заемными средствами у определенных типов бизнеса еще выше. Кроме суммы долга в бизнесе (и держит ли структура бизнеса такой долг) вы должны обратить внимание на тип и временную структуру такого долга (т.е. когда его необходимо вернуть). Если весь долг должен быть возвращен в течение, скажем, следующих 12 месяцев, а условия банковского договора неблагоприятны для компании, у компании могут возникнуть проблемы. Намного более рискованный вариант, чем компания с долгосрочным зательством по выплате долга, когда деньги выплачиваются равными частями на протяжении следующего десятилетия (и желательно, большая часть оставалась на конец этого периода). Компания, вернуть сумму долга, возможно, должна будет распродать ключевые активы по более низким ценам (поскольку никто не оказывается достаточно сильной позицией для финансирования покупки активов), чтобы остаться на плаву.

Еще один ключевой момент: проценты должны выплачиваться из денежного потока. Без денежного потока компании просто не имеет смысла брать в долг, так как долг нельзя будет обслужить. У компаний могут быть соответствующие активы в виде обеспечения, но если активы не создают наличных, то условия банковского договора, такие как привязка к покрытию процентов, скорее всего, будут нарушены в данной ситуации. Это практически гарантирует урезание дивидендов (они также выплачиваются из денежного потока компании); кроме того, банки могут сделать условием договора прекращение выплат, пока они не получат свои деньги назад.

Учитывая, что в центре внимания инвестора всегда находится конкурентоспособность бизнеса, компания с большим долгом, возможно, откажется от инвестирования в предложение продукта и грамму сокращения затрат. Процесс принятия решения будет децентрализован, так как главное для бизнеса в такой ситуации — сохранить наличные для расплаты с банками, а не эффективное обслуживание клиентов в краткосрочной или долгосрочной перспективе. Ясно, что в среднесрочной перспективе бизнес будет неэффективен. А поскольку компания теряет свою долю рынка, денежные потоки

обслуживания долга уменьшатся, об инвестировании в бизнес придется забыть.

Итак, необходимо досконально понять финансовое состояние компании и структуру денежного потока, чтобы эффективно минимизировать риски инвестирования и гарантировать, что вы инвестируете в здоровый бизнес с долгосрочным потенциалом на основе сильной конкурентоспособности.

## КАКОВО ФИНАНСОВОЕ СОСТОЯНИЕ КОМПАНИИ

Ключевые индикаторы для оценки финансовой состоятельности компании:

- финансовый рычаг — соотношение «заемные средства/акционерный капитал»;
- дефицит бюджета пенсионного фонда/другие пассивы;
- покрытие процентов и другие показатели финансовой устойчивости.

## РЫЧАГ — СООТНОШЕНИЕ «ЗАЕМНЫЕ СРЕДСТВА/ АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ»

Рычаг — наиболее распространенный способ измерения финансового состояния компании. Обычный способ получить это соотношение следующий. Сначала определите чистый долг компании. Чистый долг — вся задолженность компании минус все денежные средства (наличные), которыми она располагает. После этого нужно разделить полученную цифру на средства акционеров. Средства акционеров должны быть ясно указаны в балансе, и они, как правило, являются балансовой стоимостью активов компании в текущий момент времени. Сюда относятся стоимость зданий и заводов, запасы и вся прибыль, нераспределенная за истекшие годы. Общее определение рычага — соотношение «чистый долг/средства акционеров», последние включают миноритарные интересы (хотя некоторые инвесторы могут исключить миноритарные интересы, что дает более правильную картину). Миноритарные интересы — это часть активов, находящаяся в собственности у внешних

акционеров, когда компания владеет большей частью бизнеса, не принадлежит 100% бизнеса.

После этого вы умножаете полученный результат на 100 – это и будет цифровой показатель рычага в процентном выражении. Например, если чистый долг равен 100 млн фунтов, а средства акционеров равны 200 млн фунтов, то финансовый рычаг компании равен 50%.

Финансовый рычаг, таким образом, – это индикатор, показывающий, сколько капитала, задействованного в бизнесе, является средствами акционеров, а сколько – заемными средствами. Компания с небольшим рычагом располагает низкой долей заемного капитала, а компания с большим рычагом – высокой долей.

Компании в секторе, где основные средства составляют небольшую часть или где активы в основном нематериальные, например патенты, торговая марка, могут показаться вам невыгодными, если вы оцениваете их финансовое состояние только с точки зрения финансового рычага. То же самое можно сказать о компаниях, активно использующих тактику поглощений, у которых списывают большие суммы гонимых, уплачиваемые за приобретаемые компании. У этих компаний правило, будет большой финансовый рычаг, даже если сумма их долга невелика. В таких случаях, чтобы определить финансовое состояние лучше руководствоваться покрытием процентов.

Не существует «правильного» рычага (ведь это зависит от типа бизнеса), обычно 50% считается высоким показателем. Компания, действующая в стабильной отрасли, которая в состоянии определить свою будущую выручку и которая не испытывает потребности в инвестициях в свой бизнес, сможет работать с гораздо большим рычагом, чем компания в циклической отрасли, у которой неясные перспективы на будущую выручку (т.е. ей крайне сложно спрогнозировать объемы продаж и цены) и которая нуждается в гораздо большей сумме наличных средств для совершенствования цеха, завода или для закупки нового оборудования.

В этой связи важны следующие вопросы:

- насколько компания зависит от экономического цикла;
- насколько прогнозируема ее выручка;
- есть ли у компании контроль над ценообразованием;
- зависит ли компания от одного клиента;
- сколько денежных средств создает компания;
- необходимы ли ей крупные инвестиции;

- фиксированная или плавающая процентная ставка по заемным средствам;
- краткосрочный или долгосрочный долг;
- реально ли оценены средства акционеров.

### ПРИМЕР

#### Как рассчитать финансовый рычаг

##### «Молочный рай»

Возьмем еще одну воображаемую компанию, «Молочный рай». Компания занимается производством хлопьев для завтрака. Сделаем допущение, что долг компании равен 60 млн, а средства акционеров – 100 млн фунтов. Таким образом, про компанию можно сказать, что у нее рычаг равен 60%. Ежегодный объем продаж «Молочного рая» – 200 млн фунтов, операционная маржа равна 10%; следовательно, ее операционная прибыль равна 20 млн фунтов. Характерная особенность данного бизнеса – хорошая прогнозируемость продаж, увеличивающихся в рамках постоянного тренда на 4% ежегодно даже в периоды застоя.

Долг	60 млн фунтов
Средства акционеров	100 млн фунтов
Калькуляция финансового рычага	
Соотношение «заемные средства/средства акционеров»	60/100
Рычаг	60%
Общий объем продаж	200 млн фунтов
Маржа	10%
Операционная прибыль	20 млн фунтов

##### «Тормоз»

Сравним эту компанию с другой, уже известной нам компанией «Тормоз», воображаемым производителем тормозов для автомобиля. «Тормоз» также имеет долг в 60 млн фунтов и средства акционеров в 100 млн фунтов. Таким образом, у него, как и у «Молочного рая», рычаг равен 60%. Продажи в настоящее время – 150 млн фунтов, показатель снизился с прошлого года (было 200 млн фунтов). Маржа равна 5%, снизившись с 10% в прошлом году. В этом году операционная прибыль компании равняется 7.5 млн фунтов.

Долг	60 млн фунтов
Средства акционеров	100 млн фунтов
Калькуляция финансового рычага	
Соотношение «заемные средства/ средства акционеров»	60/100
Рычаг	60%
Общий объем продаж	150 млн фунтов
Маржа	5%
Операционная прибыль	7,5 млн фунтов

Главная особенность данной компании – ее большая цикличность (спрос на автомобили растет и падает вместе с циклом в отрасли). Кроме того, она крайне зависит от одного главного контракта с производителем автомобилей. Это вносит неопределенность в будущую результативность компании.

#### Анализ

Хотя у обеих компаний относительно одинаковый (большой) финансовый рычаг, очевидно, что у «Молочного рая» гораздо выше операционная прибыль и более стабильная динамика, чем у «Тормоз». «Тормоз» приблизительно с той же суммой заемных средств приносит меньше прибыли, и эта прибыль менее устойчива. В связи с этим инвестирования в данную компанию лучше воздержаться.

#### Когда нужно полностью вернуть долг?

Другой шаг, который особенно актуален в текущей экономической обстановке, – определить «временную структуру долга», т.е. через какой период наступает срок полного возврата долга. В идеальном варианте компания должна вернуть долг через несколько лет, поскольку краткосрочный заем (например, на 6 месяцев) осложняет заключение нового договора с банком (условия могут быть невыгодными).

#### ДЕФИЦИТ БЮДЖЕТА ПЕНСИОННОГО ФОНДА КОМПАНИИ/ДРУГИЕ ПАССИВЫ

Чтобы получить полное представление о структуре долга компании, а также оценить размер краткосрочных и долгосрочных займов (с вычетом наличных на счетах или денежных инвестиций), нам необходимо проверить другие обязательства, которые может иметь компания.

Сюда относятся обязательства по пенсионному и медицинскому страхованию, внебалансовая задолженность и находящиеся в обращении привилегированные и конвертируемые акции. В соответствии с новыми принципами МСФО все это отныне признается задолженностью, и кредитные агентства также будут учитывать перечисленные факторы при подсчете кредитного рейтинга компании.

#### Дефицит бюджета пенсионного фонда<sup>1</sup>

Обязательства по отчислениям в пенсионный фонд при оценке компании крайне важны для инвесторов. Согласно Фонду защиты пенсий в Великобритании, который занимается страхованием пенсионных программ, испытывающих недостаточное финансирование работодателями-должниками, разрыв между стоимостью активов в рамках этих программ и стоимостью обязательств, которые они гарантируют, вырос до 253,1 млрд фунтов.

Вступление в силу МСФО переместило данную проблему на первый план, так как влияние невыполнимых обязательств напрямую отражается в балансе. Это повлияет на чистые активы предприятия через распределяемые резервы и выплату дивидендов. Фактически данная проблема означает, что акционеры подвержены риску, вытекающему из пенсионных гарантий для ныне работающих и уволившихся сотрудников. Финансовое состояние компании очень сильно ухудшается, если дефицит бюджета пенсионного фонда считать задолженностью компании.

Ключевым моментом является то, что фонды, необходимые для выполнения таких обещаний (и часто они очень существенны), – это фонды, которые формируются за счет потенциального дохода инвесторов (в результате урезаются дивиденды) или за счет средств, которые в будущем должны быть инвестированы в бизнес с целью поддержания и усиления конкурентоспособности компании. Ясно, что в обоих случаях значительно подрывается привлекательность компании для инвестирования. Были случаи, когда компании, стремившиеся сократить свой долг с помощью ликвидационных распродаж, обнаруживали, что доверительные лица пенсионных фондов влияли на использование доходов от распродаж – и очевидно, что это была их законная

<sup>1</sup>В Великобритании многие компании имеют свой собственный пенсионный фонд. – Прим. пер.

обязанность, так как доверительные лица пенсионной схемы должны устранять дефицит бюджета пенсионного фонда.

Способы бухучета пенсионных фондов оказались в центре внимания в результате запроса Комиссии по ценным бумагам и биржам после высказываний американских фирм насчет ожидаемого дохода от акций. Чем выше получаемая на основе допущений прибыль, тем меньше дефицит и меньше необходимость отчислять средства в пенсионный фонд. В результате выигрывает показатель EPS, или им можно манипулировать. Некоторые компании заявили, что прибыль на акционерный капитал составит 10%. Глупость данных допущений очевидна, учитывая, что такая высокая ставка никогда не достигалась в течение значительного периода, да и прибыль на акционерный капитал в последние годы была намного меньше.

Кроме «гибких» допущений по ожидаемой прибыли другая переменная, влияющая на размер дефицита, — используемая ставка дисконта. Чем ниже ставка, тем больше обязательство (поскольку будущие обязательства дисконтируются или преобразовываются в текущую стоимость на данный момент по более низкой ставке) — это может заставить компанию выбрать высокую ставку для снижения дефицита. Таким образом, выбор ставки дисконта действительно очень важен. При «количественном облегчении», когда долгосрочные казначейские бумаги высокой степени надежности растут в цене (а доход по ним соответственно падает), это может привести к серьезным последствиям для размера дефицита.

Другой главный момент — как долго выполняется обязательство. Иными словами, как долго живет пенсионер? Такого рода допущения по продолжительности могут иметь огромное значение для размера дефицита, так как компания должна выполнять эти обязательства намного дольше, чем по допущению. По оценкам, дефицит пенсионного фонда Бута вырастет на 350 млн фунтов, если изменить заложенную продолжительность жизни на три года.

Еще один аспект, который требует рассмотрения, — распределение средств пенсионного фонда. Высокая изменчивость акций как класс активов создает неопределенность прибыли, и после введения новых стандартов бухучета по МСФО такое распределение средств отражается в отчете прибылей и убытков. Риск от вложения средств фонда в акции и от связанной с ними дополнительной изменчивости увеличивает стоимость капитала. Пенсионные программы таких компаний, как ВТ и гео, предусматривают распределение значительных средств в акции.

Таким образом, при оценке стоимости объекта будущих инвестиций дефицит пенсионного фонда должен быть включен в стоимость предприятия (показатель EV) — фактически дефицит аналогичен долгу. В пользу этого довода говорит и тот факт, что кредитные агентства принимают это обязательство в расчет при подсчете кредитного рейтинга. Связь стала очевидной при выпуске многими компаниями облигаций (включая самый крупный выпуск у GM, увеличивший капитализацию на 13 млрд долларов), целью которого была необходимость заткнуть брешь в пенсионном фонде. В Великобритании Marks and Spencer также выпустили корпоративные облигации исключительно с целью устранить дефицит своего пенсионного фонда.

Проблемы дефицита в первую очередь актуальны в консолидированных отраслях, где задействовано большое количество рабочих рук; в прошлом многие предприятия там принадлежали государству. Периоды усиленных выплат выходных пособий/пособий по раннему выходу на пенсию также могут создать обязательства такого рода. Соответственно, инженерная и автомобильная отрасли, национальные авиаперевозчики, пивоварни, коммунальный сектор, сектор фиксированной наземной связи и поддерживающий сектор — это те области, где необходимо проявлять бдительность.

Принимая во внимание плохую динамику фондовых рынков, компании, которые один раз в три года проводят анализ способности своих пенсионных фондов обслуживать будущие обязательства, вероятнее всего, обнаружат большое несоответствие между активами и обязательствами. Smiths Group предупредила 24 марта 2009 г., что, возможно, компания будет вынуждена увеличить отчисления в пенсионный фонд по результатам анализа. Дефицит данной компании вырос с 11 млн до 500 млн фунтов. В тот день, когда они это объявили, цена акций упала на 14%. Бывшие национализированные компании, такие как ВТ и ВА, также имеют большие проблемы с пенсионным дефицитом. ВТ придется удвоить ежегодные пенсионные отчисления до 560 млн фунтов в год по юридически обязывающему соглашению, подписанному компанией с доверительными лицами ее пенсионной программы в 2006 г., одобренному Пенсионным регулятором. По документам дефицит ВА составляет 600 млн фунтов, и она заплатит по программе 320 млн фунтов — это значительно увеличивает риски с учетом структуры долга компании и большого операционного рычага. Перспектива возобновления выплаты дивидендов в этой связи выглядит нереальной.

Один из ключевых вопросов — как пенсионный дефицит оказывается препятствием для сделки. Все чаще дефицит рассматривают как долговое обязательство, способное значительно поднять стоимость поглощения. Это произошло в случае поглощения WH Smith компанией Permira. Аналогичная ситуация, а именно неопределенность по размеру пенсионных обязательств, имела место в случае Philip Green и M&S. С другой стороны, одной из причин, по которым Belfour Beatty смогла поглотить Mansell, были необходимые ресурсы и финансовые возможности, которые позволили взять на себя ее пенсионные обязательства. Mansell знала, что собственных ресурсов для выполнения этих обязательств и финансирования роста бизнеса у нее нет.

#### Обязательства по медобеспечению работников

Еще одна область первостепенной важности, особенно в США — обязательства компании по медобеспечению своих работников (в прошлых и настоящих). Допущения, касающиеся инфляции расходов на здравоохранение и использованной ставки дисконтирования, так будут иметь большое влияние на объявленную прибыль обычных акционеров. Для внутренних автопроизводителей в США затраты на здравоохранение при производстве одного автомобиля часто превосходят расходы на сталь из расчета на один автомобиль (это относится и к GM, и к Ford). Кроме обязательства, которое необходимо учитывать при расчете экономической стоимости, очевидно, что имеет огромное значение для экономической конкурентоспособности компании. Многие иностранные игроки без таких обременительных обязательств «по закону» оказываются гораздо более конкурентоспособными. Следовательно, учитывая необходимость обслуживания такого «долга», для производителей США возникает искушение устроиться на рынке новых автомобилей, хотя гонка за объемами может быть обусловлена и фиксированными затратами как главной особенностью этого бизнеса.

Такая «объемная» стратегия (американские монополии получают от производства автомобилей очень мало (прибыль крайне низкая) неизбежно влияет на маржу, что также очень сильно уменьшает стоимость акций. Аналогичным образом плохая конкурентоспособность понижает кредитный рейтинг компаний. Интересно, что и S&P, и

озвучивали обеспокоенность по поводу дефицита бюджета пенсионного фонда и затрат на здравоохранение (это создает дополнительные риски, сопутствующие прогнозам по прибыли, учитывая реальную результативность фондовых рынков) каждый раз, когда они понижали кредитный рейтинг GM.

Обязательства компании по отношению к своим работникам с точки зрения пенсий и медицинских пособий — главная финансовая проблема. Учитывая, что такие обязательства ложатся на плечи акционеров, их необходимо иметь в виду при оценке компании. Как мы наблюдали по сектору американских автопроизводителей, такие обязательства действительно влияют на конкурентоспособность компании и ее привлекательность для инвестора. Признание таких обязательств задолженностью компании также поднимает обоснованные вопросы при анализе соответствующей финансовой структуры компании. Эти обязательства являются реальной проблемой уже на протяжении некоторого периода, но с появлением МСФО они оказались еще более актуальными для инвесторов, банков и при заключении сделок.

#### Внебалансовая задолженность

Всегда стоит убедиться, что компания объявила обо всех своих обязательствах полностью и они учтены в цифре долга. Компания может иметь долг в совместном предприятии, не учтенном в суммарном показателе долга. Его называют внебалансовой задолженностью. Компания также может иметь обязательства по лизингу, фактически являющиеся долгом.

Долги, не отраженные в балансе, безусловно, стали главной причиной банкротства энергетической компании Enron. Компания завышала балансовые показатели, пряча задолженность на счетах совместных венчурных компаний. Цель создания этих компаний и заключалась в сокрытии долга. Из этой шумевшей истории стало известно, что не учтенные на балансе компании имели активы, равные своим обязательствам. Эти организации специального назначения (известные в финансовой сфере как структурные инвестиционные компании (SIV)) использовали рычаг с показателем 100%. Подобную информацию нелегко получить обычному инвестору, но пристальное изучение примечаний к отчетам и счетам может помочь выявить транзакции и обязательства связанных сторон.

У банков было много таких SIV-компаний, не известных инвесторам, поскольку они не числились на балансе. Тем не менее их классифицировали как обязательства, когда ситуация ухудшилась. Некоторые аналитики считают SIV-компаниями одним из главных просчетов регуляторов, вызвавших банковский кризис.

### Конвертируемые и привилегированные акции – они тоже являются задолженностью?

Когда вы оцениваете соотношение «акционерный капитал/заемные средства», вам также необходимо установить, есть ли у компании конвертируемые или привилегированные акции, которые могут являться полноценным долгом компании. Это происходит потому, что эти акции могут погашаться и в итоге не превратиться в акционерный капитал. Многие компании исключают такие акции из своих показателей. Тем самым намного улучшая впечатление от своего финансового состояния. Большинство аналитиков считают их долгом – это консервативный взгляд на финансовое состояние компании.

Всегда излишне с осторожностью подходить к суммарной задолженности и проявлять как можно большую системность в оценке суммы долга компании.

### Краткосрочные и долгосрочные долговые обязательства

Важный момент, на который необходимо обратить внимание, когда речь идет о финансовом состоянии, – сроки, когда долг должен быть полностью возвращен. Это не менее серьезный вопрос, чем сумма общей задолженности. Если все долговые обязательства краткосрочные при плавающей ставке процента, прибыль компании очень сильно пострадает, если процентные ставки резко пойдут вверх. Кроме того, вместо пролонгации долга банки могут потребовать возврата долга, что вызовет панику у других кредитных организаций. Долгосрочное долговое обязательство по фиксированной ставке формирует более устойчивую финансовую структуру. Влияние изменений в краткосрочных процентных ставках, таким образом, будет сведено к минимуму, поскольку потребность в постоянном рефинансировании долга отпадает. Это

позволит обеспечить большую стабильность, ликвидность и гибкость по сравнению с краткосрочным долговым обязательством.

Еще один важный вопрос с точки зрения временной структуры долга – активы, которые должен финансировать долг. Если компания инвестировала деньги в заводы и капитальное оборудование с большим сроком экономической жизни, финансирование таких активов потенциально изменчивым краткосрочным долгом неприемлемо. Долг с длительным сроком погашения или облигация намного более приемлемы в данном случае (при финансировании краткосрочных нужд оборотного капитала за счет банковских ссуд и овердрафтов). Это напоминает покупку дома: закладная на 25 лет, вне всякого сомнения, более приемлема, чем овердрафт. Можно утверждать, что очень долгосрочные активы следует финансировать акционерным капиталом.

Ужесточение кредитной политики и отсутствие банковского кредитования – тот фактор, который сейчас вынуждает компании выпускать долгосрочные облигации, чтобы профинансировать бизнес, не прибегая к банковским ссудам и овердрафтам.

### Оценка активов и средств акционеров

После того как вы установили сумму долга, следует убедиться, что средства акционеров оценены правильно. В основном это не представляет проблемы. Однако есть ситуации, когда активы на балансе могут быть существенно переоценены, например, когда поглощение прошло на пике цикла по очень высокой цене. Если отрасль после этого впала в рецессию и будет пребывать в нижней точке цикла какое-то время, стоимость таких активов, скорее всего, окажется завышенной. Если результативность бизнеса упала на 40%, а перспективы улучшения ограничены, теоретически стоимость активов должна быть на 40% ниже. И даже еще ниже, учитывая переплату при поглощении.

Очень важный аспект оценки активов в текущих экономических условиях – оценка зданий и активов в виде недвижимости. Банки, предоставившие ссуды для финансирования покупки этих активов (другими словами, инвестировавшие средства в защищенные портфели этих активов), могут владеть активами, которые стоят существенно меньше выданной ссуды, если дело дойдет до того, что клиент или компания объявит дефолт. Итак, предоставляемое банкам обеспечение активами с большой долей жилой или коммерческой недвижимости

может стоять на самом деле существенно меньше, чем текущая балансовая стоимость. Ясно, что в такой ситуации средства акционеров значительно переоценены.

Аналогичным образом, если рассмотреть ситуацию, где поглощенная компания составляет 50% активов и эта поглощенная собственность после ухудшений признана переоцененной на 50%. 50% превращаются в то время как суммарные активы снижаются до 75%. Финансовый рычаг в данной ситуации резко увеличится. Если объявленный рычаг 60% на основании реальной стоимости активов он увеличивается до 60/(60/75). Важно, что, поскольку анализ ухудшений проводится на основе минимальных прогнозов денежного потока, то прибыли и денежные средства, чтобы обслуживать этот долг, будет гораздо меньше.

Очевидный способ проверки, правильно или нет оценены активы — проверить прибыль на активы (активы стоят ровно столько, сколько производят с точки зрения денежных средств и прибыли на инвестиции). Таким образом, если прибыль на активы равна 5% и держится на этом уровне какое-то время, такие активы, скорее всего, переоценены. Этот анализ может относиться к отдельным подразделениям или ко всей компании.

Активы очень важны для оценки компаний. Часто в условиях рыночного договора оговорены чистые активы и тот уровень, ниже которого они не должны падать в цене, или рычаг, который не должен превышать 100%. В таких условиях возникает искушение воспользоваться такими методами оценки, чтобы стоимость базовых активов была как можно выше. Ясно, что в действительности стоимость активов совершенно иная. Вот почему действительно стоит узнать точную стоимость активов.

## ПОКРЫТИЕ ПРОЦЕНТОВ И ДРУГИЕ ИНДИКАТОРЫ ФИНАНСОВОЙ УСТОЙЧИВОСТИ

Один из вопросов, связанных с соотношением «долг/акционерный капитал», заключается в том, что активы могут не приносить того дохода, который требуется для выплаты процентов. Другие индикаторы финансовой устойчивости, как правило, учитывают доход и денежный поток, создаваемый базовыми активами, и позволяют оценить, насколько комфортно компания чувствует себя со своими обязательствами. Как мы наблюдали на примере с операционным рычагом, главным здесь — устойчивость этих доходов и потоков денежных средств.

## Покрытие процентов

Это индикатор, показывающий, насколько легко компания сможет выплатить проценты по обслуживанию долга. Его получают делением операционной прибыли на ежегодные процентные выплаты. Оба показателя указаны в отчете о прибылях и убытках.

### ПРИМЕР

#### Калькуляция покрытия процентов

Вернемся к примеру с «Молочным раем». Долг компании 60 млн фунтов, а операционная прибыль 20 млн фунтов. Выплачивая 5% в год за обслуживание долга, компания в год тратит на выплату процентов 3 млн фунтов. Покрытие процентов составит  $20 \text{ млн} / 3 \text{ млн} = 6,7$ . Этот показатель означает, что операционная прибыль могла бы 6,7 раза покрыть выплату процентов по долгу. В счетах данная цифра выглядит так: 6,7x.

Такой простой и широко используемый метод оценки финансового состояния компании очень эффективен. В качестве практического правила имейте в виду, что цифры ниже 3 говорят о том, что надо проявить осторожность, выше 3 — сигнализируют о безопасности. Одним из преимуществ использования данного индикатора является то, что он более надежен для оценки финансовой устойчивости компании, чем обычное соотношение «долг/средства акционеров», если у компании очень мало активов.

#### Когда у компании мало активов

Использование покрытия процентов особенно уместно в сфере обслуживания, где активов мало (бизнес строится на людях), и в ситуациях, когда на активы оказывают большое влияние списания гудвилла. Компании, выпускающие потребительские товары и осуществившие ряд поглощений, могли списать значительные суммы гудвилла (он возникает, когда цена, уплачиваемая за поглощаемую компанию, значительно превосходит активы на балансе этой компании). Diageo, международная компания по производству напитков, обычно представляет свое финансовое состояние через покрытие процентов, так как соотношение долга и акционерного капитала не будет иметь никакого значения, учитывая большие списываемые суммы гудвилла. Иными

словами, средства акционеров относительно невелики — они значительно уменьшились из-за списания гудвилла.

### Насколько изменчива операционная прибыль

В соотношении «долг/акционерный капитал», так же как и в любом другом коэффициенте, степень опасности зависит от конкретных свойств бизнеса. Поскольку числителем является операционная прибыль, ключевая проблема — ее уязвимость при изменении цен и объемов (операционный рычаг). Если мы рассмотрим пример с производителем «Консервная банка», то поймем из особенностей его рынков — избыточные мощности, товарный бизнес и конкуренция со стороны импортеров, — что цены, по всей видимости, изменчивыми. С оборотом в 250 млн фунтов 5%-ное снижение приведет к снижению оборота на 12.5 млн. При фиксированных тратах прибыль снижается на 12.5 млн (50%).

Кроме того, при высокой доле фиксированных затрат прибыль компании становится крайне зависимой от изменений в объеме.

Если мы посчитаем, что операционная прибыль — 25 млн фунтов, а выплата по процентам — 5 млн, покрытие процентов равняется 5. Однако при снижении цены на 5% прибыль снижается вдвое (с 25 до 12.5 млн), таким образом, покрытие процентов падает до 2.5x. Это падение до опасных уровней. Такое резкое ухудшение происходит допущении, что цены снизятся только на 5%. Если цены упадут больше чем на 5%, да еще будет расторгнут основной контракт, финансовое состояние компании ухудшится более значительно. Десятипроцентное снижение цен аннулирует прибыль и сведет покрытие процентов к нулю.

Наоборот, в случае с «Молочным раем» и «Розовой таблеткой» большие объемы и цены значительно снижают риски. Соответственно, покрытие процентов может быть намного меньше, но инвесторы равно будут чувствовать себя спокойно при таком финансовом состоянии компании.

### Опасный уровень покрытия процентов

Компании с таким уровнем покрытия процентов находятся в трудном положении. Особенно если операционная прибыль изменчива, рассматривалось выше. При покрытии 2x и ниже банкиры почувствуют

себя неудобно и вполне возможно, что условия долгового соглашения с банком будут нарушены. Это вызовет пересмотр кредитного рейтинга компании в сторону понижения и заставит компанию ликвидировать часть активов или произвести выпуск прав либо сделать и то и другое одновременно. В таких сложных экономических условиях, как нынешние, скорее всего, только лучшие «кусочки» бизнеса привлекут покупателей. После ликвидационной распродажи вы вряд ли захотите инвестировать средства в то, что осталось от компании. Таким образом, если вам пришла в голову идея инвестировать средства, знайте, что риски при инвестировании в компанию с таким низким покрытием процентов очень высоки — это может стоить вам больших денег. Итак, простая и легкая калькуляция коэффициентов, таких как покрытие процентов, поможет вам избежать будущих катастроф.

### Проценты выплачиваются из денежного потока, а не из обеспечения в виде активов

Когда мы рассматриваем активы компании, необходимо иметь в виду, что есть вероятность завышения стоимости средств акционеров, указанных в балансе. Активы могут стоить намного меньше, чем их балансовая стоимость. Это неизбежно, если денежные потоки, которые они создают, значительно ниже исторических показателей. Но, без сомнения, именно денежные потоки обслуживают выплату процентов. Поэтому гораздо эффективнее будет использовать индикаторы, специально учитывающие текущие (и будущие) денежные потоки бизнеса. Приведенные ниже индикаторы полезны именно с этой точки зрения.

### Покрытие процентов денежным потоком — EBITDA/выплачиваемый процент

Покрытие процентов, вычисляемое по соотношению «операционная прибыль/выплата по процентам», должно дать покрытие процентов денежным потоком. При этом затраты на износ и амортизационные отчисления прибавляются к операционной прибыли, так как эти виды отчислений не являются денежными. Это, очевидно, указывает на то, что наличные средства, поступающие в бизнес, также можно использовать для выплаты процентов. Однако есть опасность, что фонды, которые предназначены для эксплуатационных издержек и инвестиций в поддержание конкурентоспособности бизнеса, пойдут на обслужи-



вание долга. Так или иначе, возможно, вам захочется воспользоваться покрытием выплат процентов с помощью денежного потока.

Важная деталь, которая должна приниматься в расчет при калькуляции, — часть процентов, которая капитализируется, ее вычитают из суммы, уплачиваемой в виде процентов. Проценты можно капитализировать при условии, что они включены в затраты на строительство завода или объекты долгосрочного использования (проценты рассматривают как важные затраты на развитие, поэтому их включают в суммарную стоимость проекта, иными словами, происходит капитализация процента). Каналы розничного сбыта продуктов питания, девелоперы в сфере недвижимости и отели — это отрасли, где капитализировать проценты. В капитализации процентов необходимо скрыт умысел манипулирования коэффициентами, однако с трудом узнать, капитализирует ли компания проценты, и если да, то в какой части. В этом случае покрытие рассчитывается на те проценты, которые компания действительно выплачивает банкам, а не на проценты, указанные в отчете о прибылях и убытках.

#### Чистый долг/ЕБИТДА

Это обратное соотношение, показывающее, во сколько раз превышает денежный поток. Чем выше мультипликатор (т.е. скажем, более чем в 4 раза превосходит показатель ЕБИТДА), тем виднее слабость состояния компании. Другой вопрос — это, конечно, предсказуемость или непредсказуемость ЕБИТДА, что снова заставляет нас посмотреть на тип бизнеса.

После ошибок в определении платежеспособности клиента в первой половине десятилетия XXI в. банки стали гораздо жестче подходить к таким мультипликаторам. Будущие условия банковского договора скорее всего, ограничат данный показатель 3х для многих секторов.

#### Покрывание фиксированных затрат

Также было бы разумным узнать, имеются ли привилегированные акционеры, которым предстоит выплачивать деньги, а также другие источники задолженности компании, в частности конвертируемые облигации. Выплаты держателям таких бумаг фактически приравниваются к выплатам процентов или формируют фиксированные издержки. В этом случае данные выплаты происходят в приоритетном порядке, остав-

шая на долю обыкновенных акционеров оставшуюся часть средств. Некоторые из таких выплат могут иметь место после подведения окончательных итогов по прибыли. В результате они могут не фигурировать в графе выплаты процентов. Соответственно, их необходимо прибавить к сумме выплачиваемых процентов при калькуляции покрытия. Иногда данную схему называют коэффициентом покрытия фиксированных затрат. Иногда принимают в расчет другие фиксированные затраты, например плату за аренду, так как она также может считаться формой процента по используемому в бизнесе активу.

### КРЕДИТНЫЙ РЕЙТИНГ



Кредитный рейтинг — индикатор способности эмитента обслуживать и вернуть свой долг. Кредитный рейтинг зависит от:

- финансового состояния компании (суммы долга, ликвидности и других обязательств, таких как обязательства перед пенсионным фондом и медицинское страхование);
- результативности бизнеса, который, кроме всего прочего, создает денежный поток, позволяющий обслуживать долг и полностью его погасить.

Рейтинги предоставляются основными рейтинговыми агентствами (S&P, Moody's и Fitch). В таблице 5.3 показаны рейтинги по схеме S&P.

Таблица 5.3

Рейтинги по схеме S&P

	Рейтинг	Уровень	Статус
AAA	Максимальный	Уровень пригоден для инвестирования	 Восходящая звезда
AA	Очень устойчивый		
A	Устойчивый		
BBB	Адекватный	Непригоден для инвестирования	 Падший ангел
BB	Спекулятивный		
B, CCC, CC, C	Спекулятивный		
D	Дефолтный		

Компания с очень солидной финансовой структурой — у которой заемные средства составляют очень небольшую часть и у которой мощный прогнозируемый денежный поток, — будет иметь рейтинг AAA. То есть компания может найти заемные средства гораздо легче и дешевле. Все, что имеет рейтинг выше BBB, считается «объектами для инвестиций». Если рейтинг компании ниже BBB, она непригодна для инвестирования, в связи с чем затраты на заемные средства резко возрастают, так как риск, что компания объявит дефолт по своим платежам, намного выше.

Культ заемных средств, возникший в 1900–2000 гг., привел к резкому снижению количества компаний с кредитным рейтингом AAA. Обратный выкуп акций, выкуп контрольного пакета акций с рычагом слияния/поглощения на заемные средства привели к неизбежному снижению рейтингов многих компаний.

Что удивительно, количество компаний с рейтингом A и выше значительно сократилось до 11 с 17% в 1998 г. и с 50% в 1980 г. В США осталось только пять компаний с рейтингом AAA: Automatic Data Processing, Exxon Mobil, Johnson & Johnson, Microsoft и Pfizer. Итак, принимая во внимание гораздо большую часть долгов с рейтингом ниже BBB, риск дефолта компании в нынешних экономических условиях гораздо выше, особенно с учетом слабых перспектив экономического развития.

С течением времени число промышленных компаний в США (включая коммунальный сектор и финансовые учреждения), попавших в категорию с рейтингом B, резко увеличилось, и сейчас им соответствует почти половина всех корпоративных кредитных рейтингов по версии S&P, в то время как в 1980 г. в этой категории находилось всего 7% компаний.

Согласно S&P в январе 2009 г. было выявлено 75 компаний — «павших ангелов», имевших суммарный долг в 174 млрд долларов. В 2008 г. ежемесячно число потенциальных «павших ангелов» равнялось 47.

Существуют определенные сомнения относительно независимости рейтинговых агентств. Поводом для этого послужили банковский кризис и низкая результативность многих компаний с кредитными рейтингами AAA. Проблема рейтингов заключается также в том, что снижение долгового рейтинга компании происходит со слишком большим опозданием. Таким образом, долговой рейтинг становится запаздывающим индикатором, в то время как акции всегда эффективно прогнозируют предстоящие проблемы компании.

## УСЛОВИЯ БАНКОВСКОГО ДОГОВОРА

Серьезная озабоченность связана с компаниями, набравшими много баллов и нарушившими условия договора с банком. Этот факт говорит о том, что их финансовое состояние настолько ухудшилось, что некоторые ключевые коэффициенты (покрытие процентов или операционная прибыль/выплачиваемый процент), которые оговаривались в условиях договора, упали ниже допустимого, указанного в соглашении с банком уровня. В примере с операционным рычагом мы наблюдали, что при падении цены на 5% операционная прибыль уменьшается вдвое. Ясно, что покрытие процентов также уменьшится вдвое. В этом примере покрытие процентов падает до 2х. Это тот уровень, при котором кредитная организация будет сильно обеспокоена, особенно если перспективы выручки компании остаются неопределенными. Скорее всего, компания нарушает условия договора с банком.

Условия договора определяют не только требуемый уровень покрытия процентов, но и метод его калькуляции. В противном случае компания смогла бы воспользоваться выгодными способами бухгалтерского учета, чтобы доходы визуально было больше, чем расходов.

Нарушение условий договора означает, что кредитные организации могут потребовать немедленного возвращения долга. Однако в большинстве случаев происходят переговоры по новым условиям долга, и если стороны приходят к соглашению, компания придется выплачивать гораздо больший процент. Очевидно, что при самом худшем варианте развития событий компания объявит дефолт по долговым обязательствам и станет банкротом. (В этом случае банки могут прибегнуть к обмену долга на имущество или акционерный капитал компании, если будет необходимо.) Такие переговоры могут вынудить компанию подписать соглашение о распродаже своих активов — это хорошо для банков, но не так хорошо для держателей акций, если речь идет о ключевых активах, продаваемых по сниженным ценам. В других случаях долг можно погасить только тогда, когда акционеры найдут дополнительные средства.

## ПОЧЕМУ БОЛЬШОЙ ФИНАНСОВЫЙ РЫЧАГ МОЖЕТ ПОВРЕДИТЬ КОМПАНИИ И ЦЕНЕ ЕЕ АКЦИЙ

В целом высокий показатель рычага предполагает более высокий риск. Ниже мы приводим краткий перечень проблем, связанных с высоким показателем финансового рычага, и описываем негативные

последствия, которые это может иметь для компании и для цены ее акций.

- *Более высокий риск.* Важный аспект большого долга — увеличение рисков. Это отпугнет потенциальных инвесторов, которые заинтересовались бы ситуацией, будь долг меньше (например, у инвесторов низкий рискованный порог, и они могут инвестировать только в компании с низким показателем рычага). Очевидно, что, если ожидается увеличение процентных ставок, инвесторы проявят осторожность.
- *Денежный поток для обслуживания долга — его нельзя инвестировать.* Это подрывает стоимость акций, особенно в сочетании с риском выпуска прав. Компания с высоким показателем финансового рычага может посчитать, что она не в состоянии финансировать качество активов или рост бизнеса. С точки зрения ликвидности это может быть весьма опасным. Хорошие коммерческие возможности будут упущены, так как компания потребуется слишком много времени, чтобы найти средства, ввиду невозможности это сделать. Это отрицательно скажется на оценке акций, особенно в сочетании с риском выпуска прав.
- *Бизнес работает на кредиторов, а не на акционеров.* Одна из новых проблем в этой связи заключается в том, что руководство будет принимать решения в пользу банкиров и эти решения не совпадут с долгосрочными интересами акционеров. Прямые затраты, такие как маркетинг и научно-исследовательская деятельность, скорее всего, будут сокращены, а капитальные затраты урезаны. Кроме того, возможно, придется отказаться от многообещающих проектов. Кредиторы, обеспокоенные трудностями с получением своих денег назад, могут заставить компанию продать наиболее ценные активы. В результате инвесторы могут оказаться в ситуации, когда первоначальная привлекательность компании растет как дым.
- *Риск выпуска прав.* Чем выше показатель рычага и слабее денежный поток, тем больше вероятность, что компания прибегнет к выпуску прав. Этого можно избежать, распродав активы, но при распродаже самые продаваемые активы являются наиболее прибыльными. Сам по себе выпуск прав может не являться главным негативом для цены акций, но законы предложения и спроса предполагают более низкую цену акций.

- *Стоимость долга.* Еще одной проблемой компании с большим финансовым рычагом является увеличение стоимости заемных средств, так как риски дефолта компании выше. Выпущенные телекоммуникационными компаниями облигации в конце 1990-х, целью которых было финансирование значительного расширения рынка, вызвали резкое увеличение стоимости долга, поскольку кредиторы, обеспокоенные плохим финансовым состоянием, решили поднять процентные ставки. Проблема еще более усложняется, если большая часть долга обслуживается по плавающим ставкам, а процентные ставки увеличиваются.
- Очевидно, что, если сумма долга значительна, когда стоимость обслуживания этого долга возрастает на 3–4 процентных пункта, затраты на выплату процентов значительно вырастут, оказав большое влияние на размер прибыли. Если говорить о прибыли акционеров, то, скорее всего, в такой ситуации сократят дивиденды (особенно если экономическая обстановка неблагоприятна).
- Влияние рейтинговых агентств в этой связи было значительным. Так, выпуск прав компанией ICI в 2001 г. обусловлен во многом предупреждением рейтинговых агентств, что может произойти со стоимостью долга, если не будут предприняты меры по его снижению, и, конечно, в сегодняшних экономических условиях многие выпуски прав вызваны той же причиной. В связи с этим выпуски прав осуществлялись с большим дисконтом и с привлечением спонсоров (андеррайтеров). Снижение кредитного рейтинга компании может иметь серьезные последствия для цены акций и усиливает риски, которые берут на себя акционеры.
- *Низкий рост дивидендов.* Необходимость обслуживать высокие суммы долга означает, что способность увеличивать дивиденды будет ограничена. Это может стать преградой для тех инвесторов, которым необходим рост дохода. В сочетании с неспособностью компании инвестировать в бизнес такой вариант делает акции малопривлекательными для инвестиций.
- *Банкротство.* При значительном ухудшении финансового состояния компании придется объявить о банкротстве. Если перспектив у бизнеса нет, а компания не может обслуживать свой долг, финансирование бизнеса на действующей основе окажется

невозможным. Можно вспомнить судьбу Marconi в этой связи: хотя компания и не объявила о банкротстве, ее акционеры в итоге получили 0,5% акционерного капитала, так как держатели облигаций конвертировали их в акции.

### СКОЛЬКО ЗАЕМНЫХ СРЕДСТВ ДОЛЖНА ИМЕТЬ КОМПАНИЯ. ЭФФЕКТИВНЫЙ БАЛАНСОВЫЙ ОТЧЕТ

Популярный в 1990-х годах подход к анализу инвестиций на основе «добавленной экономической стоимости (EVA)» заставил многие компании обратить внимание на «эффективность балансовых отчетов». Это означает, что стоимость капитала можно минимизировать при правильном соотношении заемных средств и акционерного капитала. Так, Hermes — очень большая инвестиционная фирма со штаб-квартирой в Великобритании — сделала одним из своих принципов инвестирования следующее:

#### Снижение стоимости капитала

**Принцип 6.** Компании должны иметь эффективную структуру капитала, которая минимизирует долгосрочную стоимость капитала.

#### Рычаг и прибыль

Понятие эффективных балансовых отчетов акцентирует внимание на финансовом рычаге — как показано на рис. 5.1. Финансирование бизнеса заемными средствами намного дешевле и более эффективно с точки зрения налогов (долговые выплаты подлежат налоговым вычетам, в то время как дивиденды облагаются налогом по более высокой ставке). Это улучшает прибыль. Во многих случаях это напоминает покупку дома по закладной, в которой вы платите 100% стоимости этого дома. Любое увеличение в стоимости является единоличным выигрышем держателя закладной.

Также возможно, что бизнес лучше управляется, если на руководство возложена повышенная ответственность, вызванная использованием заемных средств. Возникает необходимость обеспечить обслуживание долга так, чтобы часть прибыли гарантированно оставалась у акционеров.

### Высокий показатель рычага и изменчивый доход — то, чего необходимо избегать

Однако высокий показатель финансового рычага в сочетании с большим операционным рычагом может быть крайне губительным при замедлении экономики. Если объемы и/или цены падают в отрасли с высокой долей фиксированных затрат, операционная прибыль и денежный поток резко снизятся. В этой связи обслуживать долг компании будет нелегко и могут быть урезаны дивиденды. При продолжительной рецессии такое положение вещей приведет к периоду плохой результативности и к возможному банкротству компании.

Увеличение стоимости — это получение прибыли, превосходящей стоимость капитала. Компании с низкими суммами долга получили стимул для обратного выкупа акций, чтобы улучшить показатель стоимости капитала за счет увеличения доли (более дешевых) заемных средств в финансовой структуре компании. Финансовый рычаг стал широко использоваться в корпоративном секторе — частично это было вызвано описанным стремлением к эффективным балансовым отчетам.

Также стоит учитывать, что заемный капитал был не только дешевым в 1990-х и в начале 2000-х, его можно было легко получить. Поэтому сформировалась устойчивая среда, стимулирующая обратный выкуп акций, и, конечно, отрасль частного капитала активно уведила компании с фондового рынка, финансируя их в основном заемными средствами. Фактически происходило следующее: компания, которая могла быть приобретена частным капиталом, использовала обратный выкуп акций, чтобы отстоять свою заявку, так как такая защита считалась благоприятной для акционеров.

В текущих экономических условиях выкуп собственных акций не так выгоден, но это не означает, что такой вариант не должен рассматриваться: это означает, что доводы в пользу выкупа должны строго аргументироваться, а причины, лежащие в основе, должны обязательно способствовать созданию биржевой стоимости акции.

Итак, компаниям с очень убедительными балансовыми отчетами (стабильный бизнес с небольшим риском, не требующий больших новых инвестиций) может быть выгоден обратный выкуп акций. Например, в нефтяном секторе компания Exxon обдуманно выкупила собственные акции.

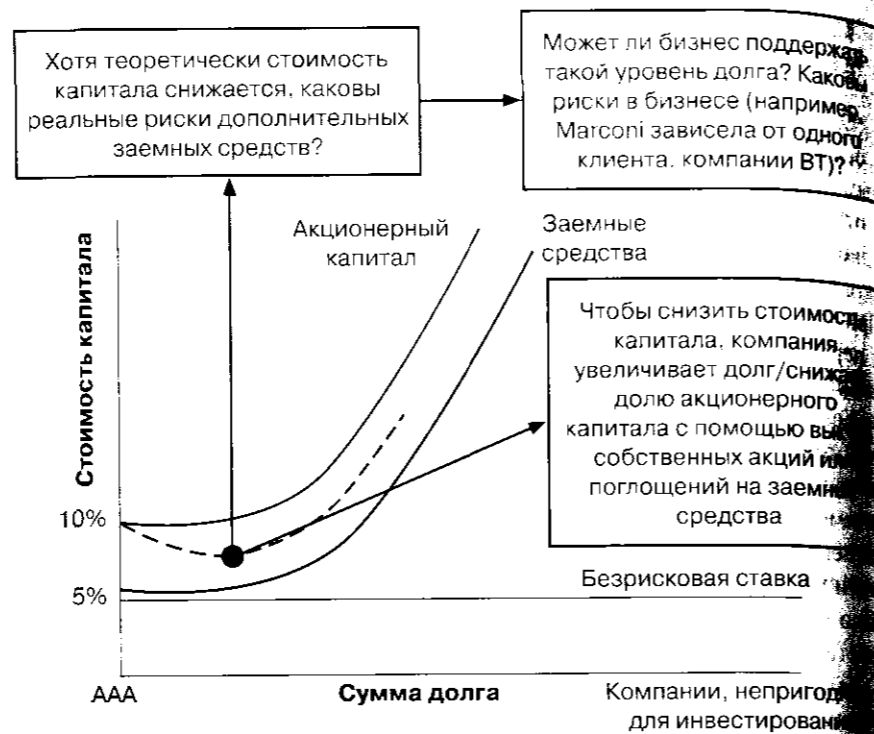


Рис. 5.1. Эффективные балансовые отчеты

Стоимость долга равна 7%, но проценты подлежат налоговым вычитаниям (ставка налога 30%), таким образом, чистая стоимость равна 4,9%.

По мере увеличения долга падает кредитный рейтинг, поэтому стоимость заемных средств увеличивается.

Стоимость акционерного капитала равна 10% (допущение на основе среднего показателя по рынку). По мере роста долга и финансовых рисков стоимость увеличивается. Это означает увеличение показателя бета, что приводит к увеличению стоимости акционерного капитала.

Таким образом, иметь эффективный балансовый отчет означает иметь правильное соотношение заемных средств с целью минимизировать стоимость капитала. (Имейте в виду, что данное определение работает только в том случае, если соблюдены перечисленные условия: стабильная выручка, мощный денежный поток, небольшой операционный рычаг и т.д.)

Следовательно, компания, в балансе которой значатся наличные или в нем нет долга, будет считаться «неэффективной» с точки зрения балансовой отчетности. Чтобы добиться эффективности баланса, необходимо нарастить сумму заемных средств (снизить сумму наличных), что можно сделать:

- инвестируя в бизнес;
- приобретая за наличные другую компанию;
- выкупом собственных акций;
- специальным дивидендом;
- наращивая обыкновенные дивиденды.

Однако, прежде чем заняться каждым из перечисленных видов деятельности, необходимо рассмотреть следующие вопросы.

*Какой тип бизнеса ведет компания и насколько он конкурентоспособен*

Ключевой вопрос в этой связи, в состоянии ли бизнес использовать больший финансовый рычаг — о каком типе бизнеса идет речь? Воспользоваться преимуществами увеличения заемных средств, которые заключаются в уменьшении стоимости капитала и в более четкой организации работы компании, необходимой, чтобы справиться с высоким долгом, могут компании с прогнозируемой выручкой (особенно если цены стабильны), генерирующие устойчивый поток денежных средств. Значительная часть фиксированных затрат (высокий показатель операционного рычага) также существенная преграда к использованию заемных средств. Сочетание большого финансового и операционного рычагов опасно — относительно незначительные изменения в выручке значительно ухудшают способность компании обслуживать долг.

В сфере розничных продаж, недвижимости и в гостиничном бизнесе во время экономического подъема 2004–2007 гг. менеджеры компаний часто выкупали контрольный пакет акций. Чтобы получить ссуду на покупку, было необходимо предоставить обеспечение активами — часто банки предоставляют средства до 90% стоимости недвижимости и только 70% стоимости действующего бизнеса. В некоторых сделках действующая компания оценивалась по-иному, чем ее собственный капитал. Действующие обязательства по аренде обеспечиваются собственным капиталом. Однако, учитывая серьезность спада, многие ри-

тейтеры. компании по торговле недвижимостью и гостиничный бизнес оказались в крайне стесненном финансовом положении.

Неизбежно возникают вопросы, достаточна ли степень прозрачности выручки и денежного потока действующего бизнеса в этих секторах, чтобы обслуживать высокую арендную плату и/или высокие проценты при увеличенном размере долга.

Такая точка зрения говорит в пользу того, что именно прозрачность выручки и денежных потоков имеет решающее значение при увеличении долга, а не обеспечение активами.

Если компания несет значительную долговую ношу и значительные денежные средства из денежного потока идут на обслуживание долга, главная проблема заключается в серьезном ослаблении конкурентоспособности компании ввиду недостаточного инвестирования в бизнес-рекламу. Эти проблемы особенно проявились при выкупе контрольного пакета акций, что акцентирует важность акционерного капитала. Учитывая высокий показатель рычага и связанные с этим негативные последствия для бизнеса, инвесторы не случайно проявляли большую осторожность, выкупая эти активы у частного капитала и предлагая за них взвешенную цену. Проблемы у Premier Foods, связанные с теряющей популярность от недостаточной рекламы торговой маркой, могут в условиях острой конкуренции привести к потере долгосрочной доли на рынке. Ясно, что такая потеря доли рынка серьезно осложнит долгосрочную способность компании обслуживать свой долг.

Итак, хотя финансовая структура компании является ключевым детерминантом стоимости ее капитала, долгосрочная способность компании увеличивать стоимость и обслуживать долговые обязательства будет зависеть от ее конкурентоспособности. Поэтому необходима ясная стратегия и управленческие/финансовые ресурсы, позволяющие эффективно вести борьбу с конкурентами. Хотя есть преимущество в финансировании заемными средствами, такой подход может быть саморазрушающим, если условия конкурентной борьбы требуют значительных капиталовложений.

#### *Как вернуть вложенные денежные средства с прибылью*

Если балансовый отчет неэффективен и бизнес может выдержать большую сумму долга без дополнительных рисков или ослабления своей конкурентоспособности, главное — найти наиболее эффективный

способ возврата денег акционерам: через скупку акций, увеличение дивидендов или с помощью специального дивиденда. Каждый способ имеет свои преимущества в определенных условиях. Кроме воздействия на стоимость капитала другой главный вопрос — о чем каждый из них сигнализирует инвесторам.

Налоговые выплаты в каждом случае будут иметь разные последствия для акционеров, и их необходимо принимать в расчет. Обычно выигрыш в результате роста капитала облагается налогом по более низкой ставке или налоговыми вычетами можно управлять. Этих преимуществ нет у дивидендного дохода. Программы выкупа собственных акций часто имеют структуры для акций A и акций B, что позволяет инвесторам отсрочить формирование выигрыша в результате увеличения капитала.

Другой важный фактор, определяющий способ исправления неэффективных балансовых отчетов, — это то, что у акционеров могут быть разные цели: акционеры, которые смотрят главным образом на недооцененность акций и возможность получения стабильного дохода, могут совершенно по-другому смотреть на ситуацию, чем инвесторы, рассчитывающие получить прибыль от долгосрочного роста. На сегодняшнем рынке рост снова становится популярным — такие инвесторы могут предпочесть слияния и поглощения или крупные программы капитальных затрат.

#### *Какова стоимость капитала*

Выкуп собственных акций исправляет неэффективные балансовые отчеты, т.е. когда у компании слишком много наличных средств (или небольшая сумма долга на балансе), а отрасль, денежный поток, создаваемый компанией, и необходимость в капитале для инвестирования позволяют задействовать более значительные суммы заемных средств. Большие долговые показатели на балансе снижают стоимость капитала, так как долг дешевле акционерного капитала и подлжет налоговым вычетам (иногда используют термин «налоговый щит»).

Заменив дорогой акционерный капитал на дешевый долг, можно снизить стоимость капитала, создав тем самым стоимость для акционеров. Одно из основных преимуществ выкупа собственных акций заключается в том, что при уменьшении стоимости капитала дисконтирование будущих денежных потоков происходит по более низкой ставке. Это может вызвать серьезные изменения в стоимости бизнеса, и, кроме того, теперь она распределена на меньшее число выпущенных акций.

### Когда можно считать акции «дешевыми»

Традиционными доводами в пользу обратного выкупа акций являются то, что руководство демонстрирует свою убежденность в значительной недооцененности акций, — ведь будущее у компании безоблачное. Руководство должно знать, какие активы покупать. Важно, что выкуп акций — это не денежная прибыль для акционеров, — деньги идут на инвестирование в компанию, после чего акционеры могут выбрать забрать наличные, продав собственные акции, или остаться в доле.

Так как обратный выкуп акций — это решение по размещению капитала/инвестированию капитала, выкуп необходимо осуществить по справедливой цене акций. Уоррен Баффет говорит, что едва ли стоит платить доллар и десять центов за бумагу, которая стоит один доллар. Инвесторы, которые сохраняют свои акции, будут владеть большей долей в компании и большей частью будущей прибыли. Как решение по распределению капитала скупка акций имеет смысл, только если акции дешевые. Это же поднимает главный вопрос: способно ли руководство определить акции «дешевые» или «справедливо оценены»?

Если акции дешевые с точки зрения внутренней, действительной стоимости, руководство сигнализирует рынку выкупом акций, что, по его мнению, компания недооценена с точки зрения долгосрочных перспектив, и самое лучшее сейчас, если у вас имеются излишки средств, вложить их в акции собственной компании. думают многие инвесторы (включая Уоррена Баффета), и на это веские причины. Очевидно, что, если акции взлетели на новостном фоне или считаются дорогими, скупка может быть неприемлемой. Компания, покупающая ваши акции по завышенным ценам, аннулирует стоимость. В этом случае намного более приемлем специальный дивиденд или рост обычного дивиденда.

### Речь идет не о показателе EPS

Часто компании, допустившие просчет в стратегии, используют скупку акций как способ повысить EPS. Такая причина для выкупа собственных акций не будет обоснованной. Любое воздействие от увеличения EPS уравновешивается более высокими рисками финансового рычага, который уменьшит показатель P/E. Важно, что при изменении соотношения «акционерный капитал/долг в финансовой структуре компании» наиболее уместно рассматривать показатель EV (стоимость предприятия), что

оценить стоимость компании. В теории он, очевидно, должен остаться прежним (другим является лишь финансирование бизнеса); коэффициент «EV/продажи» (для примера) останется прежним и улучшится, только если компания увеличит операционную маржу или продажи. Как мы скоро увидим, улучшение стратегической и операционной результативности — решающий элемент успешного выкупа собственных акций.

На уровне корпоративного управления обратный выкуп акций может помочь компании выполнить план по прибыли акционеров, за что исполнительные директора часто получают бонусы и пакеты вознаграждений. Здесь можно снова заметить, что план в виде высокого EPS, который не обязательно отражает результативность бизнеса или создание экономической стоимости, не слишком разумен.

### Распределение капитала и прибыль

Во многих случаях основополагающая причина для выкупа собственных акций — желание снизить стоимость капитала и таким образом поднять биржевую стоимость акции. Тем не менее еще одной причиной может быть желание акционеров, знающих о неудачных поглощениях своей компании, избежать очередной деструктивной сделки и направить средства на обратный выкуп акций. Фактически акционеры тем самым говорят: «Мы не доверяем вам осуществление сделки, которая не увеличивает стоимость».

Конечно, в этом случае напрашивается вопрос, почему акционеры вообще доверяют руководству управление компанией. Это может вызвать смену коллектива управляющих, особенно если они не отвечают требованиям акционеров.

Решающий фактор при оценке слияний и поглощений — биржевая стоимость акции, поэтому при обратном выкупе вы также можете использовать этот индикатор: выкуп акций является очевидной формой распределения капитала, какими являются слияния и поглощения и капитальные затраты. Когда используются деньги акционеров, выкуп собственных акций должен быть сигналом к увеличению биржевой стоимости акции.

### Более четкая организация работы компании

Акционеры эффективно действуют на руководство, заставляя его принимать более четкие решения по распределению капитала. Такая четкая организация работы связана с большим финансовым рычагом, застав-

ляющим руководство концентрировать свои усилия и более эффективно обеспечивать поступление прибыли, чтобы компания могла обслуживать долг. Кроме того, так как компания не может воспользоваться дополнительным долгом с прежней легкостью, руководство должно тщательно взвешивать решения по распределению капитала. Итак, в теории финансовый подтекст должен гарантировать, что руководство будет заниматься только теми проектами, которые приносят максимальные денежные зрения прибыли результаты. (Разумеется, полный контроль финансовых рычагов осуществляется фирмой частного капитала, фирма в основном полагается на использование заемных средств, поэтому представлять финансирование компании как непрерывный процесс, частью которого являются выкуп акций и частный капитал. Если участие частного капитала обеспечит максимальную эффективность финансовых отчетов/минимальную стоимость капитала.)

#### *Будет ли увеличен обыкновенный дивиденд*

Парадоксально, но некоторые очень крупные компании не увеличили стоимость своих акций в результате обратного выкупа. Это может быть связано с огромным размером компании, дальним рост которой уже невозможен, поэтому скупка акций является подтверждением этого факта.

Однако, что может быть, более важно в этой связи, — эффективность акций, вероятно, отражает взаимодействие намерений инвесторов в рост и инвесторов, оценивающих акции с точки зрения их цены на текущий момент. Необходимо время, чтобы эти намерения пришли в равновесное состояние. (Инвесторы в рост продают акции, поскольку они не подразумевают дальнейшего роста выше среднего показателя. Однако доход по акциям не поднялся до определенного уровня, значит, что цена акций недостаточно сильно упала, чтобы соблазнить инвесторов в недооцененные акции.) Это ни в коем случае не говорит о том, что компания внезапно оказалась плохой, просто ее инвестиционная структура значительно изменилась после того, как компания миновала определенную веху в своем жизненном цикле. Увеличение обыкновенных дивидендов сигнализирует о том, что руководство компании уверено в ее долгосрочной способности создавать денежные средства. Также это означает, что, вероятно, ключевым компонентом суммарной прибыли акционера (TSR) должен являться дивидендный доход, а не рост капитала.

В этой ситуации вы можете возразить, что резкое увеличение обыкновенного дивиденда является лучшим сигналом. То есть это показывает готовность компании выполнить обязательства по увеличению выплат в будущем. Постоянные высокие выплаты заставят руководство более собранно выполнять свои обязанности. Если компания может предложить меньшие темпы роста (но она создает значительный денежный поток), такой вариант идеален. Все статистические данные говорят о том, что именно рост дивидендов — невысокая отправная точка — приносит инвесторам деньги с течением времени. Можно утверждать, что Vodafone, являясь некогда растущей компанией, сделала главной задачей постоянный доход. Соответственно, ее доход должен отражать этот факт — должно последовать увеличение обыкновенного дивиденда и увеличение доли дивиденда в чистой прибыли.

Акционеры, оценивающие TSR с точки зрения постоянного дохода, а не роста капитала, посчитают такие акции более привлекательными. Бывает, однако, что в определенных ситуациях руководство крайне неохотно признает факт такого резкого изменения статуса компании.

#### *Что такое специальные дивиденды*

Учитывая, что обратный выкуп акций наиболее эффективен, когда цена акций находится ниже их **внутренней стоимости**, возврат денежных средств акционерам при сильном ралли на фондовом рынке или когда акции «справедливо оценены» рынком, осуществить невозможно. Если акции справедливо оценены и руководство не считает разумным прибегнуть к постоянному увеличению дивидендов, самым лучшим вариантом избавления от лишней наличности в таких условиях является специальный дивиденд.

Часто специальные дивиденды следуют за ликвидационной распродажей или единовременным выигрышем компании. (Единовременный выигрыш не позволяет увеличить сумму обычного дивиденда.) Примером может служить компания Carillion, объявившая о выплате специального дивиденда при очередной распродаже из своего портфеля инвестиций по частным финансовым инициативам. Поскольку это одноразовое событие, которое повторяется нечасто, специальный дивиденд — эффективный способ распределить наличные средства, полученные от распродажи.

Ясно, что если акции очень долго растут в цене — возможно, на ожиданиях главной ликвидационной распродажи, — тогда предпочтительнее воспользоваться специальным дивидендом, чем обратным выкупом акций.



### Что можно сказать о результативности и стратегии компании

Рынок не станет вдаваться в детали самой схемы обратного выкупа акций и оценит стоимость компании по увеличению эффективности и конкурентоспособности основного бизнеса. Ясная и убедительная стратегия, гарантирующая повышенную результативность, увеличенный денежный поток и EPS и, вне всяких сомнений, является решающим фактором, а ее выгоды будут впоследствии усилены для долгосрочных инвесторов меньшим числом акций. Она также предполагает возможность более крупных инвестиций в бизнес или удачного поглощения взамен возврата средств акционерам. Естественно, при условии, что вы доверяете руководству и уверены в его способностях увеличить стоимость компании с помощью таких капиталовложений!

Ликвидация неосновного бизнеса в сочетании с обратным выкупом акций может быть воспринята позитивно, так как это означает, что руководство больше усилий направит на главный бизнес, увеличиваемую от его деятельности прибыль, а повышенная результативность «распределяется» на меньшее количество акций. Стоимость капитала уменьшается, а время управляющих освобождается для повышения работы главного предприятия, которое теперь будет работать более высоко; на него не будет оказывать негативного воздействия неэффективная деятельность неосновного бизнеса. Предстоящее повышение результативности приведет к росту цены акций.

Рассмотрим это подробнее. Возьмем акционера с долей в доле 10%. Неосновное предприятие ликвидировано, что принесло рыночной капитализации. Обратный выкуп акций уменьшил количество акций в обращении (в качестве рабочего варианта) на 25%. Акционер уверен, что руководство занято исключительно созданием стоимости для своих акционеров и примет правильные решения по отношению к основному предприятию, которое улучшит конкурентоспособность всего бизнеса, он сохранит свою долю в 10%. (Предположим, что руководству пришлось провести огромную работу, чтобы убедить инвесторов в своих способностях повлиять на оборот и выручку.)

Если результативность бизнеса значительно улучшилась — у акционера теперь 10/75, или 13,3%-ная, доля в деле. Это можно рассматривать как противоположность ослаблению дохода, которое имеет место при выпуске прав. Таким образом, наш акционер должен получить 13,3% от увеличенного EPS и денежного потока бизнеса, подни-

вою результативность. Как отмечалось ранее, калькуляция DCF также делает бизнес более привлекательным, поскольку ставка дисконтирования будет ниже из-за снизившейся стоимости капитала — этому способствует не только более высокий долг в сравнении с акционерным капиталом, но и концентрация основной деятельности на основном предприятии, которая должна уменьшить риски.

Слишком много коллективов управляющих просто хотят произвести обратный выкуп акций. Для многих компаний такой обратный выкуп будет большим разочарованием с точки зрения ответных изменений цены акций, если он не подкреплен действиями по улучшению основной результативности и/или ростом бизнеса. Очевидно, что, если компания очень крупная, это может быть ловушкой, так как они возвращают деньги обратно в компанию, потому что не располагают главными возможностями для увеличения стоимости. (Может быть, в этом случае лучше рассмотреть вариант с выплатой обыкновенного дивиденда?) Так или иначе, рынку должна быть объяснена четкая стратегия, показывающая, какие прибыли можно ожидать в будущем.

### Когда срабатывает обратный выкуп акций

Итак, обратный выкуп акций имеет смысл, когда:

- структура бизнеса — прозрачность денежных потоков — означает, что он сможет легко справиться с возросшей суммой заемных средств;
- у компании неэффективная структура капитала, т.е. компания не сводит к минимуму стоимость капитала, потому что у нее много наличности или очень мало долгов на балансе;
- компании не требуется много инвестиций для того, чтобы гарантированно остаться конкурентоспособной или не упустить возможностей роста, т.е. на этот случай у компании есть запас инвестиций, которые увеличат биржевую стоимость акции;
- реальная цена акций компании недооценена рынком;
- компания увеличивает стоимость.

Важно, что все эти условия должны выполняться, чтобы гарантировать эффективный обратный выкуп — переплата едва ли в интересах акционеров, в то время как дополнительные риски увеличившегося

долга, когда он неприемлем, едва ли оправданны с точки зрения разумности.

Обратный выкуп акций должен рассматриваться не как изолированный, краткосрочный ответ на снизившуюся цену акций, а как обоснованного долгосрочного подхода к увеличению биржевой стоимости акции. Руководство должно иметь четкую и ясную стратегию по обеспечению более высоких прибылей, EPS и денежных потоков, что с учетом уменьшившегося количества циркулирующих акций служит на пользу долгосрочным акционерам, поддерживающим управляющих и их стратегию.

С обратным выкупом тем не менее связаны негативные ассоциации. Часто ситуация интерпретируется таким образом: компания перешла на стадию роста; возможностей инвестиций, чтобы увеличить стоимость, у нее практически не осталось; руководству не хватает стратегического мышления. Это особенно актуально в активно растущих секторах, когда инвесторы ожидают от компании максимального использования возможностей роста. (Интересно, что в сфере высоких технологий обратный выкуп акций часто связан с желанием избежать ослабления прибыли, имеющего место из-за программ опционов в виде покупки акций для сотрудников.)

Однако обратный выкуп акций должен рассматриваться с точки зрения создания стоимости, но не роста. Многие решения, связанные с распределением капитала, приводят к росту EPS, но разрушают стоимость. Аналогичным образом, обратный выкуп акций не оправдывает компанию, у которой отсутствует убедительная стратегия.

Итак, в то время как финансовая структура компании является ключевым детерминантом стоимости капитала, в долгосрочной перспективе именно конкурентоспособность компании будет определять ее способность увеличивать стоимость. Это означает, что конкурентоспособная компания сможет генерировать прибыль и денежные средства для выплат по своим обязательствам. Более высокие суммы долга, особенно если конкуренты финансируются по более консервативным схемам, могут подорвать конкурентоспособность компании. Конкурентоспособность означает наличие ясной стратегии и управленческих и финансовых ресурсов для эффективного позиционирования компании. В то время как имеются значительные преимущества в финансировании заемными средствами, такой подход может быть саморазрушительным в тех случаях, когда сохранение конкурентоспособности требует больших капиталовложений.

Во время подъема 2003–2007 гг. брать в долг было модно и кредиторов было много — во многом культ акционерного капитала уступил место культу заемных средств. Было выгодно использовать финансовые рычаги с более высокими показателями и переходить на долговое финансирование.

Однако влияние рецессии, ужесточение кредитной политики и повсеместное использование заемных средств компаниями с низким качеством прибыли/непредсказуемостью выручки, необходимых для обслуживания долга, неизбежно привели и многие компании к рефинансированию через фондовый рынок.

Методы деятельности снова развернулись в сторону небольшого финансового рычага и разумной долговой структуры, т.е. долгосрочной структуры долга. Это заставило многие компании, у которых подчас не оставалось иного выбора, прибегнуть к выпуску прав.

## СВЕЖИЕ ВЛИВАНИЯ КАПИТАЛА: ВЫПУСК ПРАВ

Кредитный кризис закрыл для многих компаний доступ к банковским ссудам и, в некоторых случаях, к рынку облигаций. С учетом серьезности рецессии и резкого снижения прибылей компаний условия договоров с банками часто нарушались или были близки к этому. Это серьезно ухудшило финансовое состояние многих компаний.

Если у компании был большой долг, а основная деятельность заключалась в продаже товаров потребителям, у которых у самих накопились огромные долги и которым необходим сбор средств для закупки товаров (продажа дорогостоящих товаров), сложные условия торговли могут остаться неизменными в течение определенного периода. Процесс избавления от финансового рычага (снижение уровня долга) может занять значительное время, так как его должны проработать и корпоративный, и потребительский сектора.

Итак, если доступ к заемным средствам так затруднен, компаниям, чтобы выжить, необходимо собрать средства у своих акционеров, — хотя, разумеется, компании, находящиеся в более выгодном положении, могут собирать капитал и для реализации планов роста. В самых крайних случаях долг бизнеса можно конвертировать в акции, если компании не устоять иным образом. В этой ситуации первоначальные акционеры могут остаться ни с чем, заплатив непомерную цену за риски инвестирования в акции, так как акционе-

ры — самые последние, кому причитаются средства при реализации имущества.

Выпуск прав — это способ сбора средств, при котором компания продает новые акции. Акции предлагаются прежним акционерам в пропорции к их текущим долям с учетом их преимущественных прав. Последнее означает, что как прежние акционеры компании вы имеете право первого голоса, хотите ли вы поддержать сбор средств и сохранить свою долю в бизнесе. Очень несправедливо, если компания отыщет фантастическую возможность вложения средств и, чтобы профинансировать этот проект, решит передать акции новым акционерам, которые не поддерживали компанию в прошлом. С точки зрения справедливости такой путь действий совершенно неприемлем. Например, противоречивым был способ, которым банк Barclays собрал средства у фондов национального благосостояния на Ближнем Востоке с помощью привлекательной для инвесторов процентной ставкой.

Существуют точки зрения, что и процесс выпуска прав, и преимущественных прав ставят некоторые компании в невыгодное положение. Так, например, для небольших технологичных и биотехнических компаний сбор средств через серию размещений вне биржи, и небольшой пакет акций передается инвесторам, готовым гарантировать сбор средств, — более гибкий и выгодный вариант. С точки зрения процесса очень большие выпуски прав, предпринятые банковским сектором Великобритании, вероятно, послужили причиной многих проблем. Значительное время, которое требуется для сбора средств, привело к тому, что хедж-фонды смогли с прибылью продать акции сыграв на понижение.

Соблюдение принципа преимущественных прав означает, что акции предлагаются в пропорции к текущим долям. Например, на старые акции приходится одна вновь выпущенная акция. Это соотношение один к двум. Очевидно, что, чем больше средств необходимо собрать, тем больше акций потребуется выпустить.

Цена, по которой предлагаются акции, обычно ниже текущей цены акций (они предлагаются со скидкой), что дает инвесторам стимул к покупке новых акций — если они этого не делают, стоимость их пакетов ослабляется (в их распоряжении будет меньшая доля компании, чем до выпуска прав). Величина скидки зависит от условий на фондовом рынке и масштабов выпуска прав (т.е. сколько средств должно быть собрано и выпускаются ли новые акции по схеме один к двум и скажем, один к пяти). В последнее время многие компании стали при-

бежать к выпуску прав с большой скидкой, когда акции можно купить за 50% от первоначальной цены. Это делается для того, чтобы акции стали привлекательными и гарантировали сбор средств. В прошлом такой вариант часто использовали для того, чтобы компании не нужно было гарантировать (страховать) выпуск прав через спонсора — при гарантированном сборе средств (андеррайтинге) уверенность в сборе средств 100%. Однако в рыночных условиях андеррайтинг используют, даже если выпуск прав проводится с еще большей скидкой.

### ПРИМЕР

#### Как работает выпуск прав

Компания А должна собрать 150 млн фунтов. Цена акции в выпуске равняется 2 фунтам (цена до выпуска прав), выпущено 200 млн акций. Текущая рыночная капитализация компании (число акций в выпуске, умноженное на цену акций), таким образом, 400 млн фунтов. Выпуск прав будет проходить с большой скидкой по цене 1 фунт за акцию.

Итак, необходимо выпустить 150 млн акций по цене 1 фунт. В обращении находится 200 млн акций. Таким образом, при выпуске прав по схеме три новые акции на четыре старые количество новых акций равно 150 млн. Схема выпуска прав, таким образом, три к четырем по цене 1 фунт.

Вы, как акционер, можете купить три акции по цене 1 фунт. С учетом, что у вас 4 акции по 2 фунта, у вас 8 фунтов вложено в старые акции и 3 фунта — в новые, т.е. вы инвестируете 11 фунтов в семь акций. Тогда каждая акция стоит  $11/7$  фунтов, или 1,57 фунта. Эта цена известна как теоретическая цена после выпуска прав или TERP.

Новые акции продаются с 50%-ной скидкой к обычной цене или с 36%-ной скидкой к цене TERP.

Технически сумма собранных средств определяется исходя из текущей рыночной цены акций; таким образом, возникает премия от выпуска прав, и показатель EPS за предыдущий год корректируется с учетом цены TERP, разделенной на цену акции последнего дня «с правами» на покупку новых акций (когда акции дают права на приобретение новых акций по льготной цене). Если она останется на уровне 2 фунта, то коэффициент корректировки  $1,57/2,00$ , или 0,785. В более реальных условиях произойдет смещение цены акции в сторону цены TERP. Мы знаем, что сейчас в обращении находится 350 млн акций и 75 млн акций могли быть выпущены по цене 2 фунта. Это означает, что поправка составляет  $75 \text{ млн} / 350 \text{ млн} = 0,214$ . Итак, прибыль обыкновенных акционеров по предыдущему году будет на 21,5% меньше, чем первоначально было объявлено.

Для инвесторов важно получить больше информации о выпуске прав, так как, возможно, им предстоит столкнуться с ним в будущем.

### ПРИМЕР

#### Варианты для инвесторов

Используя пример, приведенный выше, допустим, что у вас 1000 акций. Первоначальная их стоимость в 2000 фунтов превратилась в по цене TERP. Есть три варианта.

1. **Взять права.** Если вы принимаете выпуск прав полностью, инвестируете в 750 новых акций по 1 фунту, или 750 фунтов. Этого у вас будет 1750 акций по 1,57 фунта, или 2747,50 инвестиций всего, и та же доля компании, что и раньше, т.е. подвергнетесь ослаблению.
2. **Продать достаточно много, чтобы в итоге нейтрализовать изменения собственных денежных средств.** Если вы не можете этого позволить, то можете продать достаточно прав, чтобы оставшиеся права вы можете продать по 57 пенсов. Акции снизятся до TERP. Таким образом, права стоят 427,50 пенса (что практически дает вам стоимость вашего первоначального инвестирования). Итак, продав половину прав, вы получите 213,75 фунта, что достаточно для приобретения (с округлением) 214 акций. Теперь у вас 1214 акций.
3. **Отказаться от прав.** Если вы не подписываетесь на ваши права, компания продаст ваши права по рыночной цене от вашего имени.

#### Вы передадите свои деньги компании?

Каждый раз, когда компания и ее руководство поднимают вопрос о сборе средств, главная проблема заключается в доверии коллегам-управляющих, которым предстоит использовать собранные средства и реально изменить ситуацию в бизнесе с прибылью для акционеров. Задайте себе следующие вопросы:

- Зачем они собирают средства?
- Что они с ними сделают?
- Принесет ли это приемлемую прибыль?

Конечно, во многих случаях с выпуском прав ситуация может сложиться непростая в связи с негативными последствиями, если акци-

онеры не поддержат компанию. Однако если у вас нет веры в команду управляющих, то смена руководства может стать необходимым условием для сбора средств. В этом случае более крупные инвесторы должны будут сыграть свою роль в реализации необходимых изменений.

Исследование, проведенное Morgan Stanley, предполагает, что выпуск прав наиболее успешен, т.е. акции покажут хорошую динамику, когда:

- акции показывали очень плохую динамику;
- компания собирает значительную сумму в сравнении со своей рыночной капитализацией;
- собранные средства используются для снижения долга.

Почему это происходит? Один из способов объяснить это заключается в том, что плохая динамика акций уже отражает значительные риски плохого финансового состояния. Устранив полностью финансовые риски — так как размер выпуска предполагает, что компания не будет нуждаться в средствах в обозримом будущем, мы можем дать новую, более высокую цену акций на основе гораздо лучших перспектив компании и снизившегося финансового риска. Конечно, мы должны убедиться в устойчивости конкурентоспособного состояния компании, позволяющего зарабатывать компании деньги для нас. Кроме того, улучшенное текущее финансовое состояние означает, что компания может эффективнее инвестировать в свою франшизу и принимать более долгосрочные решения.

Интересно, что при сборе не таких крупных сумм на цели, отличные от снижения суммы долга, — например на поглощение другой компании, — особого эффекта не наблюдается. Конечно, мы знаем, что львиная доля поглощений не создает биржевую стоимость акции, поэтому, возможно, возврат долга — лучшее основание для выпуска прав.

Все вышесказанное подразумевает, что вы верите в способность руководства успешно реализовать стратегию и эффективно инвестировать в бизнес с целью усиления его конкурентоспособности. Таким образом, используя компоненты системного подхода при оценке, мы сможем точно сказать, следует или нет поддерживать выпуск прав.

### ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК

Не существует ни одного определения денежного потока. Тем не менее следует обратить внимание на этот аспект корпоративной результативности как для оценки операционной деятельности компании, так и для определения ее стоимости.

Изменения в денежном потоке в бизнесе более красноречиво говорят о его реальном состоянии, чем, например, EPS. И главное здесь — анализ качества прибыли акционеров и то, как она конвертируется в наличные. Как мы наблюдали, EPS может сильно зависеть от способов бухучета и искажений, таких как использование резервов.

Общепринятый индикатор денежного потока — EBITDA. Его можно получить, снова прибавив к операционной прибыли (узнав ее из отчета о прибылях и убытках) неденежные затраты на бизнес, сумму начисленного износа и амортизационные отчисления. Однако, как обсуждалось ранее, полезность этого показателя вызывает вопросы.

Валовой денежный поток состоит из операционного входящего денежного потока (операционная прибыль с учетом влияния изменений в оборотном капитале), неденежных статей, амортизации материальных и нематериальных активов, которая снова прибавляется. Чистый денежный поток учитывает влияние налоговых вычетов и стоимости дивидендов. Иногда он используется для получения показателя прибыли в виде денежного потока из расчета на одну акцию, который получают делением суммы нераспределенной прибыли и начисленного износа на количество выпущенных акций.

Операционный свободный денежный поток определяется как чистая операционная прибыль после вычета налогов плюс сумма износа и амортизационные отчисления, за вычетом капиталовложений на поддержание бизнеса (с поправкой на все необходимые изменения оборотного капитала). Таким образом, понятие признает необходимость средств для поддержания структуры и качества базовых активов и соответствия требованиям оборотного капитала для большего оборота. Он устраняет один из недостатков EBITDA, признавая капиталовложения на поддержание бизнеса реальными затратами на ведение бизнеса. К этому определению мы еще вернемся, когда будем обсуждать дисконтированный денежный поток.

Хотя все эти определения можно использовать для анализа и оценки компании, необходимо помнить, что акционерам причитается та часть прибыли, которая остается после уплаты налогов и обслуживания капитала в бизнесе.

### Почему важен денежный поток

Мощный денежный поток имеет решающее значение. Без него компания не сможет существовать на самом базисном уровне. Нали-

чные позволяют компании поддерживать и расширять бизнес, давая средства на:

- поддержание качества активов;
- инвестирование в рост;
- обслуживание долга;
- выплату растущего дивиденда.

Если денежный поток резко сократится, последствия могут быть самыми серьезными, особенно если компания использует высокий показатель финансового рычага. Способность обслуживать долг может быстро ухудшиться, приведя к большой неопределенности (и высокому риску) для держателей акций. Стоимость долга, скорее всего, будет расти, уменьшая прибыль и EPS для акционеров. Чтобы снизить долг, возможно, придется продать активы. Это приведет к ослаблению бизнеса и неопределенности перспектив. Кроме того, цена, полученная за любой актив, может быть ниже его реальной стоимости, так как компания становится вынужденным продавцом. Не забывайте: акционеры получают свои средства в последнюю очередь, если компания будет ликвидироваться.

Поэтому очень важно определить ухудшение денежного потока и финансового состояния компании. Иногда непрерывное увеличение показателя EPS может скрыть такое ухудшение. EPS можно манипулировать с помощью учетной политики или поправок: денежный поток, входящий или выходящий из бизнеса, дает более реальное представление о состоянии дел и результативности компании.

Может случиться и так, что компания переживает серьезный отток денежных средств без серьезных проблем для бизнеса. Она может агрессивно инвестировать в рост или делать замену крупного оборудования или части завода. Самое важное в этой ситуации — чтобы капитальные затраты создавали прибыль, приемлемую с точки зрения рисков по проекту.

Вам необходимо рассмотреть степень разнородности программы капитальных затрат — это один большой объект или набор небольших разобщенных компонентов? — и ее временной интервал, т.е. сколько пройдет времени, прежде чем инвестиции начнут приносить прибыль? Чем больше срок, тем больше риск в изменении экономических условий. Неоднородные инвестиции должны быть доведены до конца, чтобы создать хоть какую-то стоимость, в то время как небольшие по-

шаговые приращения имеют преимущества, так как их можно в любой момент остановить при изменении обстоятельств.

Самый худший вариант — обрабатывающий завод, который надо строить три или четыре года. Начало строительства происходит на пике цикла (когда возникает нехватка мощностей), но объект вступает в строй, когда объемы и цены значительно ниже, поскольку отрасль оказывается в нижней точке цикла. Ясно, что прибыль на инвестиции разочарует инвесторов, как минимум в краткосрочной перспективе.

С точки зрения структуры рисков необходимо учитывать размер проекта относительно размера компании. Большие проекты, вероятно, всего, будут испорчены задержками и перерасходом средств, что может негативно сказаться на денежном потоке и EPS небольшой компании, в то время как более крупный бизнес справится с ситуацией.

Более значительные капитальные затраты приведут к резкому увеличению сумм начисленного износа, которые ограничат рост EPS в краткосрочной перспективе. Это не проблема с точки зрения денежного потока (По этой причине многие стартапы, требующие крупных капитальных вложений, оцениваются по коэффициенту EBITDA.)

### На что обращать внимание

При оценке структуры денежного потока бизнеса важно знать, действительно ли компания создает денежные средства, где они создаются и на что расходуются. Отслеживание изменений чистого долга — один из способов узнать, создает ли компания наличные (убедитесь, что долг не снижается вследствие одновременных финансовых вливаний, таких как ликвидационные распродажи или выпуск прав). Наличные денежные средства также обязательно должны создаваться действующим бизнесом, а не ликвидацией актива. Реализация периферийного ненужного актива может быть важным и разумным ходом в бизнесе, но она также может скрывать плохую основную результативность и реакцию на ухудшение денежных потоков. В конечном счете необходимо принимать в расчет качество прибыли и эффективность, с которой прибыль конвертируется в денежные средства. Это особенно актуально, если большая часть прибыли поступает от ассоциированных компаний.

Спад в операционном денежном потоке может быть вызван утечкой средств в оборотный капитал (традиционно определяемый как запасы

и плюс торговые должники минус торговые кредиторы). Это может не представлять проблему при условии, что цель утечки — планируемое расширение бизнеса. Однако это может быть опасно, если запасы накапливаются спонтанно из-за резкого падения спроса.

### Ключевой фактор стоимости

Денежный поток — один из наиболее значимых факторов стоимости (может быть, самый важный): любой актив стоит столько, сколько денежных средств он может создать. Способность создавать наличность критична для успеха любого бизнеса. Нет смысла быстро расти и агрессивно инвестировать средства в бизнес, если вы не создаете денежных средств, — вас неизбежно постигнет банкротство.

### ИТОГИ

Финансовая устойчивость компании определяется по коэффициенту «долг/акционерный капитал», покрытию процентов и размеру создаваемых денежных средств. На практике стоит рассматривать все три показателя, так как они явно взаимосвязаны, и вы получите объективную картину финансового состояния компании. Если компания создает много денежных средств, тогда высокий показатель финансового рычага не должен вызывать беспокойство. Наоборот, высокий коэффициент «долг/акционерный капитал» в сочетании с плохим денежным потоком может сигнализировать о надвигающейся опасности.

Методы ведения бизнеса в середине—конце 1990-х ставили на первое место эффективные балансовые отчеты и сокращение стоимости капитала, это приводило к увеличению коэффициента финансового рычага (часто с помощью обратного выкупа акций). Однако сочетание кредитного кризиса, более трудной коммерческой обстановки и неопределенности фондовых рынков заставило использовать небольшое соотношение «долг/акционерный капитал» и мощный денежный поток как более предпочтительные финансовые атрибуты.

Один из ключевых уроков, извлеченных из этого периода, — опасность большого финансового рычага или большого долга в условиях замедления экономики. Компании, у которых: а) высокая зависимость от экономических явлений; б) большой операционный рычаг

или в) высокие риски в бизнесе, не должны брать значительные финансовые риски, т.е. они не должны использовать много заемных средств. Крах авиаперевозчиков, автопрома и строительных компаний ясно показывает, что необходимо избегать сочетания высоких рисков в бизнесе и высоких финансовых рисков.

При рассмотрении финансовых коэффициентов важно помнить, что хотя соотношение «долг/акционерный капитал» очень полезно, но проценты по ссуде оплачиваются из денежного потока, а не из обеспечения активами. Поэтому, чтобы получить точную картину финансового состояния компании, нужно смотреть на коэффициент покрытия процента или на соотношение «чистый долг/ЕБИТДА».

Также необходимо лишний раз убедиться, что вам известны все обязательства компании. Компания может иметь огромные обязательства по пенсионным и медицинским программам и внебалансовые задолженности, которые также следует выявлять самым тщательным образом.

#### КОНТРОЛЬНЫЙ ПЕРЕЧЕНЬ ВОПРОСОВ

Чтобы определить правильный уровень долга для компании, задайте себе следующие вопросы:

- Каковы экономические особенности бизнеса?
- Насколько прогнозируемы выручка и прибыль?
- Есть ли вероятность, что объемы будут колебаться?
- Подвержены ли цены серьезному давлению со стороны конкурентов?
- Насколько компания контролирует цены?
- Компания зависит от одного главного клиента?
- Высоки ли фиксированные затраты, соответственно, высокий ли операционный рычаг?
- Сколько наличности создает компания?
- Требуется ли бизнесу больших инвестиций для поддержания конкурентоспособности?
- Плавающая или фиксированная ставка по проценту за кредит?
- Краткосрочный или долгосрочный долг?
- Имеются ли привилегированные акции или конвертируемые облигации, которые необходимо включить?

- Имеются ли внебалансовые обязательства, которые необходимо учитывать?
- Есть ли дефицит в программе пенсионного обеспечения и каковы допущения в этой связи (сроки, прибыль от инвестиций, ставка дисконта), которые учитывали при получении показателя этого дефицита?
- Реально ли оценены средства акционеров?

#### Индикаторы финансовой устойчивости:

- соотношение «долг/акционерный капитал» – сумма долга, включая привилегированные акции, пенсии и внебалансовые обязательства, разделенные на средства акционеров (чистые активы компании);
- покрытие процента: соотношение «операционная прибыль/выплачиваемый процент»;
- денежное обеспечение: соотношение «ЕБИТДА/выплачиваемый процент» (денежные потоки обслуживают долг, не являются обеспечением, как активы);
- обеспечение фиксированных затрат: соотношение «операционная прибыль/выплачиваемый процент», затраты на дивиденды по привилегированным акциям и выплаты по аренде;
- коэффициент «чистый долг/ЕБИТДА»: имеет форму мультипликатора, поэтому привлекателен невысокий мультипликатор.

#### Опасности большого финансового рычага:

- более высокие риски компании;
- компания не сможет сделать инвестиции в бизнес, чтобы поддерживать конкурентоспособность или рост;
- бизнес управляется в интересах кредиторов, а не акционеров;
- отражая возросшие риски, стоимость долга увеличится – тем выше будут выплаты процентов;
- риск выпуска прав давит на цену акций;
- риски снижения дивидендов и нулевых дивидендов в будущем;
- риск банкротства, а своп долговых обязательств в акции аннулирует эффективную стоимость акций.



## Глава 6

### ПЕРСПЕКТИВЫ КОМПАНИИ

Темы, которые раскрываются в этой главе

- Почему от перспектив зависит цена акций и их оценка
- Каковы прибыль и доходы акционеров в будущем
- Как руководство видит будущее
- Операционный рычаг
- Прогнозирование операционной маржи
- Проверка достоверности
- Итоги
- Контрольный перечень вопросов

#### ПОЧЕМУ ОТ ПЕРСПЕКТИВ ЗАВИСИТ ЦЕНА АКЦИЙ И ИХ ОЦЕНКА

Инвестиции направлены в будущее. При оценке любого актива именно будущие денежные потоки определяют его стоимость. В перспективе компании — решающий фактор оценки. В главе 2 мы видели, что по макроэкономическим факторам и особенностям сектора можно эффективно предсказать, что произойдет в будущем. Таким образом, мы можем попытаться предсказать, что может произойти с объемами, ценами и затратами в отрасли.

Ключевой аспект перспективной оценки — изменение конкурентной структуры. Оно подразумевает оценку потенциальных рисков и прогнозирование структурных изменений в отрасли — что должно произойти и как на это ответит руководство компании. Используя модель пяти сил Портера, постараемся установить, как изменится динамика отрасли и ее конкурентная структура. Для будущих денеж-

потоков это будет иметь решающие последствия. Появление нового конкурента или слияние клиентов компании, в результате которого они могут назначать лучшую цену, решительным образом повлияет на контроль над ценообразованием. Или низкая прибыль и низкие цены в секторе розничной торговли (например) вынудят многих крупных игроков выбыть из игры, тем самым позволив оставшимся участникам увеличить свою долю на рынке. Анализ управления по этим трендам — надежная и убедительная стратегия, позволяющая компании эффективно лавировать в этих меняющихся условиях. — решающий фактор, оказывающий влияние на вашу возможную прибыль.

Собрав эти элементы вместе, можно прогнозировать будущие прибыли, EPS и денежные потоки. Важно помнить, что предсказать будущее невозможно, и мы склонны либо преувеличивать будущие выгоды, либо видеть будущее в черном свете — в зависимости от того, в какую сторону качнется маятник между страхом и жадностью.

Цена акций, реагируя на прогнозы, всегда смотрит в будущее. Обычно дисконтирование или учет в цене акций будущих событий охватывает промежуток от 18 месяцев до 2 лет. Таким образом, акции — это смесь надежд и опасений рынка на ближайшие два года, сумма мнений, перевешивающая то в сторону покупателей, то в сторону продавцов. Если компания объявляет о рекордных прибылях в истекшем году, но опасается предстоящих 12 месяцев, цена на акции упадет. Часто происходит следующее: текущая торговля компании в полном порядке и соответствует ожиданиям. Однако цена акций падает, и их оценка будет очень низкой. Это связано с тем, что рынок учитывает следующие 12 месяцев и берет в расчет, что произойдет по истечении этого периода. Это объясняет, почему отчет и счета, которые учитывают значительную перспективу, более полезны как источник информации.

Например, в 2007 г. цены на акции строительных компаний и банков и их коэффициент P/E были очень низкими. Торговля шла хорошо, убеждая управляющих, что акции дешевы. Однако ключевым фактором было предчувствие резкого замедления экономики и особенно сектора недвижимости с учетом высоких рисков в секторе, особенно для компаний с большим долгом. Банки значительно расширили портфели займов под долгосрочные активы, финансируя их краткосрочными депозитами оптового денежного рынка. Часто критерии и коэффициенты дохода, по которым принимались решения о выдаче ссуд, расходились с общепринятыми критериями и были не такими строгими. Цены на недвижимость были на беспрецедентных уровнях, и потребительские



возможности соответственно уменьшались. Банки активно выдавали ссуды многим группам населения, у которых не было кредитной истории. Было и много других отрицательных стимулов к выдаче ссуды, так как главное, на что обращали внимание, были объемы, а не основные риски или долгосрочная доходность по ссуде. Это отчетливо показывает провал руководства.

Таким образом, цены акций точно прогнозировали грядущие проблемы — дешевые акции просто отражали тот факт, что данные сектора завершили стадию роста или достигли высшей точки невиданного подъема. Кроме того, риски, сопутствующие такому большому подъему в системе, и плохие решения руководства также означали, что компании должны пережить нелегкие времена. Рынок не всегда так, как его оценка колеблется в оптимистическую или пессимистическую сторону. Однако низкая стоимость акции подразумевает, что рынок сомневается относительно будущего и потенциальных рисков. Поэтому нам необходимо выяснить: речь идет действительно о дешевых акциях или в цену заложены будущие плохие условия торговли и высокие риски? Такое прогнозирование будущих условий и рисков называют дисконтированием или учетом в цене будущих факторов.

В настоящее время степень предсказуемости EPS крайне низка, а время и скорость будущего восстановления в высшей степени неопределенны. Невероятно трудно понять, что принесут ближайшие месяцы, не говоря о целом годе. Экстраполирование на 10 лет и далее (эти периоды необходимо прогнозировать при анализе дисконтированного денежного потока) становится крайне проблематичным.

Вышеописанная неопределенность в сочетании с обоснованным желанием ориентироваться на долгосрочное благосостояние компании заставила многие компании прекратить выдачу рынку информации о росте прибыли. При условии, что у руководства ясная и убедительная стратегия создания долгосрочных материальных благ, которую можно в состоянии эффективно воплотить, отсутствие показателей не было слишком большой проблемой. Кроме ясной стратегии, однако, должно быть четкое и простое представление:

- о том, что лежит в основе прибыли компании;
- о ключевых рисках и слабых местах;
- о том, как ими управлять.

В частности, необходимо определить ключевые индикаторы результативности (KPI), которые сигнализируют руководству, не сблизь

ли оно с курса на поставленные цели. Индикаторы должны отражать долгосрочную основу материальных благ.

Хоть мы не можем предсказать будущее, но можем увеличить наши шансы, выбрав компанию с качественной франшизой и коллективом управляющих, готовым выполнить обязательства по увеличению и поддержанию долгосрочного благосостояния благодаря конкурентоспособности компании и созданию стоимости для акционеров.

## КАКОВЫ ПРИБЫЛЬ И ДОХОДЫ АКЦИОНЕРОВ В БУДУЩЕМ

Мы стремимся узнать особенности сектора, оценить конкурентоспособность и финансовое состояние компании и результативность руководства, потому что для нас важно получить представление о будущих прибылях и EPS компании. Анализ компании, ее послужного списка, операционной и финансовой результативности и финансового состояния имеет первостепенное значение.

Будущая прибыль компании прямо зависит от прогнозируемых объемов, цен, затрат и маржи. Однако с учетом зафиксированного за последние годы ухудшения прибыли это не настолько просто сделать, как нам хотелось бы. Будущие прибыли — решающий фактор цены акций, поэтому для успешного инвестирования необходимо представить, что может пойти «не по плану».

### Риски при прогнозировании

Фондовый рынок ненавидит неопределенность, и стоимость компании/цены на акции резко упадут при большой степени неопределенности. С точки зрения прогнозирования операционной прибыли разумно представлять степень этой неопределенности, которая влияет на прибыль, объем, цены и затраты.

### Объем

Большой спад в инвестициях и урезание произвольных расходов корпоративным сектором привели к экономическим трудностям в момент написания данной книги. Это затронуло типы компаний, на которые влияют предупреждения о прибыли. Таким образом, снижение

расходов компаний на технологии и компьютерные программы стали причиной больших проблем для части технологического сектора, обслуживающего эти рынки.

Возросшая зрелость рынка мобильной связи — прекрасный пример неуверенности и неопределенности, которыми характеризуются уровни будущего спроса для данного сектора. Перспективы более долгосрочного роста зависят от внедрения технологии 3G и использования клавиатур/голоса для ввода информации. И так, образ ключевой быстрорастущей отрасли быстро исчез, а прогнозы в кратко- и долгосрочной перспективе значительно расходятся. Точно так же урезание произвольных расходов на рекламу практически сразу же вызывает позитивный эффект — компания может снизить затраты и сохранить наличность. Но при этом объемы продаж в секторе СМИ падают в мировом масштабе.

При оценке факторов, ответственных за перспективы объемов, выясните:

- Насколько спрос пострадает при замедлении экономики?
- Спрос цикличен, переживает зрелую фазу или растет?
- Речь идет о капитальных товарах, т.е. они являются частью инвестиционной программы компании?
- Если речь идет о расходах компании, насколько они произвольны? (Например, расходы на инвестиционные проекты нельзя резко сократить, а на рекламу — можно.)
- Это потребительский товар?
- Главный заказчик — правительство?
- Закупки товара произвольны?
- Это дорогостоящий товар?
- Допущения по доле на рынке: опережает ли прогнозируемый рост объемов рынок в целом?
- Находится ли компания в сегменте рынка, который опережает рынок в целом?

### Цена

Цены имеют огромное влияние на рентабельность и маржу — вот почему важна концепция пяти сил Портера и идея Баффета о «крепостной стене». При замедлении экономики спрос упал, что вызвало

снижение цен. Во многих областях присутствуют также специфические причины, определяющие тренды по ценам. Они неизбежно зависят от структуры рынка, конкурентоспособности отрасли и степени избыточных мощностей.

Во многих технологичных областях инвестиции в период подъема конца 1990-х резко увеличили производственные мощности по многим товарным секторам. Это создало массу проблем с ценообразованием при спаде экономики, особенно с учетом степени резкого падения спроса. Устранение избыточных мощностей в промышленности — сложный процесс, который неизбежно занимает больше времени, чем ожидали. Обеспечить стабильное ценообразование в таких условиях очень непросто.

Тотальная глобализация рынков и использование технологий (особенно Всемирной паутины) для выхода на традиционные рынки привели к созданию нового вида конкуренции во многих отраслях экономики. В связи с этим неопределенность по поводу цен еще больше выросла. Именно с этим связана проблема дефляции. Онлайн-продажи оказывают такое влияние на ценообразование в автомобилестроении, книжной отрасли, туризме, организации досуга и предложении финансовых продуктов, что его можно назвать драматичным. Через Интернет потребители получают гораздо больше качественной информации по ценам, и они в состоянии торговаться и назначать более выгодную цену покупки.

Чрезмерный «ценовой» оптимизм — одна из главных причин снижения прогноза по прибыли. При оценке факторов, влияющих на прогнозы по ценам, стоит смотреть и на спрос, и на предложение:

- Экономика — каково влияние спроса?
- Какова структура отрасли и меняется ли она?
- Каковы барьеры для входа?
- Есть ли новые формы конкурентной борьбы?
- Оказывает ли глобализация влияние на ценообразование?
- Есть ли избыточные мощности, и если есть, то в каком размере?
- Идет жесткая борьба за долю на рынке?
- Насколько дифференцирован товар или услуга?
- Есть ли изменения в ассортименте товаров, влияющие на ценообразование?

- Почему рост цен, будучи объявленным, станет негибким?
- Как потребитель среагирует на это повышение цен?
- Какова будет реакция конкурентов и каковы их цели?

### Затраты

Затраты могут стать проблемой при резком увеличении цен на ключевой исходный материал. Влияние скачка нефтяных цен на перевозчиков и транспортные компании огромно. Аналогичное увеличение тарифов на электроэнергию станет причиной проблем с затратами для многих видов производства, эта проблема актуальна для крупных секторов промышленности. Рост цен на сельхозпродукцию будет давить на маржу в продовольственном секторе и при производстве продуктов питания.

Переменные затраты будут иметь решающее значение для прибыли. Также прибыль зависит от возможности переложить увеличение затрат на потребителя (рост цен). Эта способность очень сильно различается у разных отраслей.

Затраты, связанные с новыми продуктами или выводом новых продуктов на рынок, имеют негативную тенденцию превышать допустимые пределы, это разочарует инвесторов. Однако по своей природе они являются единовременными и создадут прибыль в долгосрочной перспективе.

При рассмотрении факторов, влияющих на будущие затраты, обратите внимание на приведенные ниже вопросы:

- Что произойдет с затратами на исходные материалы (переменные затраты) и какую часть от всех затрат они составляют?
- Что происходит с расходами на закупаемые товары и услуги в целом?
- Есть ли затраты, связанные с новым продуктом или выводом продукта на рынок?
- Какова структура затрат, т.е. отношение между фиксированными и переменными затратами?
- Что происходит с трудовыми затратами/оплатой труда работников и какую часть от всех затрат они составляют?
- Наблюдается ли резкое увеличение/снижение произвольных затрат на маркетинг и научно-исследовательские разработки?

### Прибыль

Итогом всех воздействий — объемов, цен и затрат — является прибыль. С учетом неопределенности и трудности в прогнозировании всех этих компонентов едва ли будет удивительным тот факт, что прогнозирование прибыли может оказаться весьма неблагоприятным занятием. Кроме того, выручка связана с прибылью операционным рычагом, а это означает, что небольшое изменение в выручке может вызвать значительный рост/падение прибыли.

При любом пересмотре прогноза в сторону понижения необходимо выявить, что было причиной снижения — разочаровывающие объемы, ценообразование или ухудшающийся тренд в затратах. Это может помочь сформировать представление о масштабе проблем. Если произошел небольшой спад спроса по легко объяснимым причинам, на долгосрочную динамику он не окажет большого влияния. Падение объемов, значительное снижение цен и избыточные мощности в отрасли могут представлять гораздо более серьезные проблемы и высокую степень неопределенности будущей динамики.

Такая сложная природа этих факторов и трудность в определении количественного снижения прибыли приводят к тому, что компании и аналитики недооценивают необходимую степень «понижения» прогноза. По этой причине выходит целая серия пересмотренных прогнозов, что подрывает репутацию компании и уверенность в ее способности понимать обстановку на своих рынках.

Всегда есть опасность возникновения неосуществимых надежд. Прогноз на следующий год может основываться не на строгом анализе, а на оптимизме руководства, дающем повод верить в успех «несмотря ни на что». Поэтому необходимо делать поправку на степень оптимистичности, свойственной всем прогнозам.

### КАК РУКОВОДСТВО ВИДИТ БУДУЩЕЕ

Как мы наблюдали, инвестирование основано на правильном прогнозировании будущих событий, поэтому прогноз — ключевой фактор оценки. Компании могут облегчить жизнь инвесторам, свободно взаимодействуя с акционерами. Отчет и счета на текущий момент — менее подходящий ретроспективный анализ, если успешность решений инвесторов зависит от будущей динамики. Операционный и финансовый

анализ (OFR), который является перспективным и объясняет ключевые индикаторы результативности (KPI) бизнеса, ключевые риски и слабые места, равно как и результативность компании в сравнении с основными конкурентами — эффективный способ информировать инвесторов по ключевым факторам, от которых зависит будущее бизнеса. Для более полного понимания перспектив необходимо хорошо разбираться в стратегии компании, которую называют «хроникальным отчетом». В США это анализ и дискуссия руководства (MD&A), являющиеся частью отчетов и счетов, в Великобритании — операционный и финансовый анализ (OFR) или анализ бизнеса.

Такая информация делает отчет и счета гораздо более ценным документом для инвесторов, так как позволяет получить более всестороннее, системное представление о конкурентоспособности компании, тренде ее развития и о том, как она намерена управлять потенциальными рисками. Требуемый анализ, в основном, должен углублять анализ, выполненный правлением компании, и показывать, чем были вызваны те или иные тактические и стратегические решения. В результате оценить перспективы (сделать прогноз) будет гораздо легче, поскольку инвесторы лучше понимают бизнес.

Правильно проведенный OFR обеспечит лучшую реализацию перспективных методов корпоративного управления, что в долгосрочной перспективе увеличит прибыль акционеров. Он дает прекрасную возможность дифференцировать компанию с точки зрения качества руководства, ясности стратегии, способности читать рынки и реагировать на изменения.

В частности, он должен обладать открытостью и прозрачностью, которые помогают инвесторам (владельцам бизнеса) лучше понять бизнес, куда он движется, риски и как ими управляет компания.

Информация, необходимая инвесторам для оценки перспектив компании, включает:

- ключевые тренды и факторы, лежащие в основе рынков компании и ее результативности в будущем. — истинные причины результативности бизнеса;
- носители стоимости бизнеса;
- ключевые риски и как ими управлять;
- ключевые слабые места;
- результативность в сравнении с основными конкурентами по выбранным KPI;

- какие клиенты/регионы приносят большую часть прибыли;
- будет ли это продолжаться;
- какие подразделения увеличивают стоимость и когда те подразделения, которые ее не приносят, начнут это делать;
- балансовый отчет и структуру капитала — особенно ценные в текущих экономических условиях;
- бюджетную политику и ее цели;
- факторы экономической среды, кадровые вопросы, нефинансовые факторы.

Согласно требованиям МСФО должна предоставляться более системная информация по сегменту, и эта информация включается в OFR. В частности анализируется, какие подразделения увеличивают стоимость, а какие — нет. Это должно пролить свет на ключевые вопросы стратегии. Распределение капитала — главная обязанность руководства, и оно должно отчитываться за принятые решения. Если подразделение находится в фазе стартапа, тогда объяснение факторов, которые сделают его работу успешной, и объяснения по срокам, когда это подразделение окупит стоимость вложенного капитала, смогут убедить акционеров в долгосрочных достоинствах инвестиций. Это исключительно та область, куда идеально вписываются рассчитанные на будущую динамику требования к OFR.

OFR также требует больше информации по структуре балансовой отчетности — речь идет о структуре долга, ликвидности, бюджетной политике и т.д. В текущих экономических условиях такой подход особенно актуален. Должны объясняться причины и риск, сопутствующий решениям по финансированию, — это огромный шаг вперед, помогающий как акционерному, так и долговому инвестору отслеживать разумность решений. Для инвесторов в облигации срок погашения долга является наиболее критическим фактором стоимости. Такое требование большей детализации и объяснений балансовых отчетов дает переднюю привязку к МСФО, поскольку такие пассивы, как обязательства перед пенсионным фондом, медобеспечение, обязательства по охране окружающей среды, аренда и внебалансовые задолженности, более явно признаются задолженностью компании в новых стандартах учета. Таким образом, это позволяет более точно оценить финансовое и конкурентное состояние компании, потенциальные риски и ее

способность эффективно бороться с будущими проблемами. Данное требование также оказывается исключительно разумным в связи с тем, что структура балансового отчета определяет стоимость капитала — решающая составляющая добавленной экономической стоимости.

Чем больше отчет и счета ориентированы на будущее, тем лучше инвесторы смогут понять, что управляет их бизнесом и как руководство распределяет ресурсы. На такой более эффективной основе легче принимать инвестиционные решения. Затраты на OFR должны рассматриваться в контексте создания документа, который точнее отражает добавленную стоимость. То есть МСФО и OFR должны восприниматься не как навязанные регуляторами лишние затраты, а как обоснованная возможность дифференцировать компанию с точки зрения качества управления, корпоративной стратегии, прогресса в движении к объявленным целям и способности читать рынок. Решающим фактором является то, что руководство должно обеспечить гораздо более информативный диалог со всеми инвесторами и использовать передовые практические методы взаимодействия с акционерами.

### Ключевые индикаторы результативности (КРИ)

КРИ критичны для качественных хроникальных отчетов компании. Решающие элементы КРИ следующие:

- Ключевой — когда он имеет фундаментальное значение для бизнеса. Важно, что он называется «ключевым», так как показывает, что у бизнеса есть конкурентное преимущество или он его развивает. Это должен быть такой коэффициент, который действительно отражает успех бизнеса и характеризует его стратегию.
- Результативность — когда эффективность управления может прямо отразиться на бизнесе и ее можно выразить числовым показателем.
- Индикатор — он устремлен в будущее и обеспечивает опережающую информацию по прогнозируемой результативности. Например, это может быть создание канала для сбыта новых продуктов.

КРИ намного облегчают инвесторам понимание сути компании (каковы ключевые переменные, за которыми надо следить?), а также дают основные привязки для оценки результативности управления. Эффективные системы измерения результативности позволяют менеджерам и инвесторам успешно отслеживать прогресс в бизнесе. Жизненно важная информация о том, как работает компания, оказывается доступной. Компания, КРИ которой непрерывно улучшаются, определенно находится на правильном пути, а ее руководство идеально пользуется ситуацией. (Наоборот, если руководство не выполняет план по КРИ или компания следует нисходящему тренду — поступает важный сигнал, что на какие-то аспекты не обратили внимания и есть вопросы, которыми необходимо заняться.) КРИ также помогают сформировать послужной список руководства. КРИ — это такие индикаторы, которые позволяют оценить, выполняется ли стратегия компании и контролируются ли риски и степень неопределенности.

КРИ также позволяют сравнить результативность управления с группой основных конкурентов. Это означает, что КРИ следует выбирать таким образом, чтобы они формировали уровень текущей результативности по наиболее успешным конкурентам, другими словами, отражали конкурентоспособность бизнеса. Индикаторы, показывающие конкурентоспособность бизнеса, компания может использовать для оценки своей результативности и распределения бонусов.

Итак, выбор ключевых индикаторов результативности может обеспечить гораздо более системный и сбалансированный подход к оценке результативности компании. То есть рынку не нужно следить только за одной переменной (например, согласованный EPS, о котором пойдет речь ниже). Таким образом, при оценке можно использовать решения, которые в краткосрочной перспективе ухудшат один КРИ (EPS), но улучшат другие важные КРИ, тем самым улучшив конкурентоспособность бизнеса. Такой более долгосрочный подход позволяет понять решения руководства с учетом реальной обстановки, вместо того чтобы переживать из-за невыполнения краткосрочных планов по EPS.

Список примеров КРИ (ниже) не полон, и каждый сектор или отрасль должны иметь свой собственный набор соответствующих КРИ. Также может быть несколько КРИ, не являющихся финансовыми, но показывающих готовность выполнить обязательства перед своими сотрудниками, по охране окружающей среды и перед государством, которые не менее важны и могут быть источником конкурентной выгоды.

## ПРИМЕРЫ

### ключевых индикаторов результативности (KPI)

- Продажи из расчета на одного клиента;
- прибыль из расчета на одного клиента/на один звонок клиенту;
- средняя выручка на одного клиента/абонента;
- продажи на квадратный метр;
- прибыль на квадратный метр;
- валовая маржа на товар или единицу прибыли;
- ROCE;
- процент продаж новых товаров;
- продажи на одного работника;
- прибыль на одного работника;
- текущая доля на рынке;
- стоимость на единицу продукции;
- накладные расходы на единицу продукции.

Хотя некоторые KPI могут быть специальными и детализированными, в конечном счете они должны давать коэффициенты более высокого уровня, которые действительно несут большой смысл, — особенно ROCE и создание денежных средств.

Один KPI, если его плохо подобрать, может дать очень однобокое представление о результативности. Поэтому необходим более системный подход. Для розничных сетей хороший рост продаж по принципу «похожее сравнивается с похожим» (LFL) может использоваться в сочетании с превышением затрат на квадратный фут, превышением объемов низкомаржинального товара и падающей прибылью. Наоборот, слабый LFL можно использовать в сочетании с продажами товаров с большей маржой.

Джим Коллинз объясняет, как крупнейшие компании добиваются определения единственного самого важного KPI, который и будет ключом к успеху. Он называет этот KPI ключевым экономическим детерминатором, который приводит в действие экономическую машину.

Компания Walgreen сменила KPI прибыли из расчета на один магазин на прибыль из расчета на один визит клиента. Ее стратегия основывалась на удобном расположении магазинов (вблизи клиентов), что во многих районах может стоить денег. Увеличение прибыли на один

магазин можно было обеспечить, сокращая количество магазинов или открывая их в менее дорогих и потому менее удобных местах. Важно заметить связь между стратегией компании и выбором экономического детерминатора. Точно так же Gillette отказалась от индикатора «прибыль на подразделение» в пользу прибыли из расчета на одного клиента, чтобы усилить влияние торговой марки — продажа дорогостоящих товаров с повторяющимися закупками бритвенных лезвий.

Эти примеры отражают решающий элемент KPI, который заключается в их связи со стратегией — руководство хорошо знает, что оно делает и что необходимо отслеживать для устойчивого успеха бизнеса. Выработать истинный показатель «экономической машины» можно только с помощью высокого профессионализма и глубокого понимания бизнеса, которыми определенно должно обладать руководство компании. Кроме того, правильно выбранный KPI дает возможность получить максимальную прибыль на задействованный капитал.

Поскольку анализ KPI показывает слабые места бизнеса, он может намного облегчить формирование согласованного EPS. Рынку намного легче понять уязвимые места компании и что стоит за цифрами. Он также обеспечивает более системный и сбалансированный подход, чтобы рынок не привыкал к одной переменной (например, согласованному EPS). Итак, при оценке можно использовать решения, которые в краткосрочной перспективе ухудшат один KPI (EPS), но улучшат другие важные KPI, тем самым улучшив конкурентоспособность бизнеса. Вот мы и нашли ключ к будущему. Такой системный подход к результативности бизнеса позволяет оценивать факторы, которые повлияют на конкурентоспособность компании и увеличат биржевую стоимость в перспективе. Руководство именно этому аспекту должно уделять основное внимание.

### Оценка прибыли обыкновенных акционеров

Часто компании с готовностью предоставляют информацию, которая позволяет рынку оценить форвардный EPS. То есть из этой информации можно заключить, что EPS может превысить 10% или будет в диапазоне 5–7%. Он может рассчитываться на ближайшие 12 месяцев, а в США — ежеквартально.

После этого выходит консенсус-прогноз, и с учетом того, что рынок не любит сюрпризов, показатели, как правило, не сильно расходятся.

Очевидно, что в такой ситуации присутствует элемент биржевой игры, если руководство выдало инвесторам невысокие или консервативные показатели, после чего приятно уливило рынок, превзойдя прогноз. Если у руководства репутация подобного рода, то инвесторы могут поверить прогнозу и посчитать, что на самом деле показатели будут выше. Конечно, это может вызвать бурю продаж и покупок на фондовом рынке — инвесторы, особенно хедж-фонды, будут играть на волатильности, что результаты превзойдут прогнозы/окажутся ниже прогнозов. По этому принципу многие хедж-фонды играют на понижение на ожиданиях разочаровывающих результатов.

Текущая экономическая ситуация и значительная неопределенность, которая нависла над многими компаниями, заставили их отказаться от такого прогнозирования. General Electric, Pepsico, GSK и Unilever перестали давать прогнозы, а Google вообще не прибегала к ним с момента выхода на рынок. Тот факт, что компании с относительно стабильным бизнесом (пищевая отрасль, напитки и фармацевтическая промышленность) прореагировали таким образом, настораживает, поскольку они традиционно гораздо более зависимы от экономического цикла компаний. Невероятно сложно предугадать, что произойдет в ближайшем месяце, не говоря о 12 месяцах. Итак, мы находимся в экономической обстановке, когда степень прогнозируемости EPS низкая. Но и от прогнозов отказываются не по причине низкой прогнозируемости, а потому что руководство не принимает реальности, которую оно видит.

Существует правило фондового рынка, которое гласит, что изменение прогнозов происходит в три ступени. То есть если EPS снижается в результате предупреждения о прибыли, полугодового отклонения или по совокупности показателей, это будет только первым из минимум трех этапов снижения. Может быть, это связано с тем, что руководство действительно верит в существенное улучшение дел, но что оно сократит расходы, чтобы нейтрализовать другие проблемы. Однако, по нашему опыту, влияние трудных экономических условий, как правило, длится дольше, чем ожидали. В частности, может случиться так, что полный эффект операционного рычага не был оценен с самого начала. Таким образом, предупреждение о прибыли или изменение в прогнозе — важный сигнал, если у вас акции данной компании. Ernst&Young подсчитали, что в первом квартале 2009 г.<sup>1</sup> цены на акции упали в среднем на 18% после первого снижения прогноза.

<sup>1</sup> Ernst&Young (Q1, 2009) «Analysis of Profit Warnings Issued by UK Quoted Companies».

Вероятно, в некоторых случаях такое падение предвосхищало будущие плохие новости.

Если вслед за первым снижением действительно следуют два других (иногда это происходило 5–6 раз), доверие руководству будет серьезно подорвано. Есть надежда, что коллектив управляющих сделает все, что от него зависит, и обеспечит разворот, прекратив поток негативных новостей, так что дело не пойдет дальше первого прогноза. Тогда сформируется уровень, от которого акции снова смогут начать расти.

Если происходит три или более снижений прогноза, коллектив управляющих могут заменить. При высоком операционном рычаге имеет смысл воспользоваться подходом компании Ryanair, которая озвучивает все ключевые слабые места, — это отличный способ прогноза.

Одна из ключевых причин отказа от прогнозов EPS — внимание к выполнению краткосрочного плана отвлекает от создания биржевой стоимости акций и поддержания конкурентоспособности бизнеса. Фактически компания управляет ценой на акции, а не самим бизнесом.

Такой акцент на четком выполнении плана, как мы видим, искажает процесс принятия решений. Руководство может принимать решения, которые в долгосрочной перспективе вредят бизнесу. Примеры — сокращение расходов на научно-исследовательские разработки и рекламу, за счет которых EPS можно поддержать на ожидаемом уровне. Такие действия руководства не встретят благоприятной реакции инвесторов, тогда в чем именно ценность таких краткосрочных решений? Состояние торговли разочаровывает, а деятельность управляющих вызывает сомнения.

Что более важно и гораздо более губительно — это намеренное манипулирование способами бухучета, чтобы прибыль гарантированно не разочаровала инвесторов. Как правило, такая ситуация наиболее вероятна в компаниях, где составляют агрессивные планы роста или где принципы оплаты или выплаты вознаграждений связаны с EPS. В этом заключаются разногласия по поводу корпоративного управления: принятие решений дезорганизуется в угоду политике, обеспечивающей рост (или иллюзию такового), но при этом аннулируется биржевая стоимость акции. Такой подход работает в первую очередь на руководство, обеспечивая должности и зарплату, но не на акционеров. Привязка зарплаты к краткосрочным и весьма спорным показателям результативности приводит к циничному отношению к делу. Что гораздо важнее, такой подход также отвлекает внимание от ключевых долгосрочных стратегических вопросов, которые в первую очередь определяют результативность компании и создание стоимости.

Классический пример — компания Enron. Ее философия, по известным сведениям, основывалась на принципе «сначала прибыль — потом совесть». Она использовала незаконную практику искусственного повышения цен на акции, вводящую в заблуждение покупателей, чтобы продать дешевые акции по более высокой цене — т.е. пользовалась принципом «накачки» показателя EPS сверх плана с целью довести до максимума цену акций, чтобы потом выгодно продать свои акции и опционы<sup>1</sup>.

Если акционеры впоследствии раскроют, что руководство манипулировало счетами или принимало решения, ставящие под сомнение долгосрочные интересы компании, репутация руководства понесет поправимый урон. Это может иметь намного более губительные следствия, чем невыполнение плана, причины невыполнения которого могут быть весьма обоснованными.

#### ПРИМЕР

##### Ключевые слабые места, влияющие на будущую прибыль

«Европейские авиаперевозчики столкнулись с одним из типичных спадов, который может вызвать настоящую бурю: высокие цены на нефть, низкого потребительского спроса, слабого английского фунта и высоких затрат в охраняемых монополией аэропортах, таких как аэропорт Дублина и Стэнстеда, через которые проходит основной трафик компании Ryanair. Пока невозможно точно спрогнозировать нефтяные цены и прибыль на весь год, очень велика вероятность, что в следующем году прибыль снизится. По нашим самым оптимистичным прогнозам, сочетание равномерного дохода по ценным бумагам и цены в 75 долларов за баррель нефти приведут к увеличению прибыли на 6% — приблизительно до 500 млн евро, однако, по нашим самым консервативным оценкам, если форвардные цены на баррель нефти останутся на уровне 85 долларов, а снижение спроса и/или слабого фунта снизит доход на 5%, прибыль в наступающем году может упасть не менее чем на 50% — до уровня в 235 млн евро (мы не учитываем прибыль от ликвидационных распродаж авиалайнеров). Мы надеемся, что сумеем дать более точный и информативный прогноз после выпуска 3 июня 2008 г. нашего полного годового отчета»<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> См.: «Smartest Guys in the room» documentary (Director Alex Gibney, 2005).

<sup>2</sup> Ryanair Company Announcement, Q2, 2008.

Прогноз Ryanair действительно полезен, так как он описывает ключевые слабые места и KPI этой отрасли бизнеса: помогая инвесторам приблизиться к руководству в его оценке текущей ситуации. С учетом изменчивой отрасли авиаперевозок такой прогноз очень профессионален. Нас не удивит факт резкого увеличения прибыли компании, если цена на нефть превысит 85 долларов.

Итак, если компания осознанно отказывается от прогнозов и действительно направляет все усилия на долгосрочную биржевую стоимость акции, это не так уж плохо. Однако должен быть открытый и прозрачный хроникальный отчет, позволяющий инвесторам хорошо понять динамику бизнеса и его KPI. Такой подход намного более способствует созданию долгосрочной стоимости. KPI дают инвесторам возможность точно определить, идет ли компания по правильному намеченному пути, обозначенному в долгосрочной стратегии, и как она конкурирует с группой основных соперников. Эту информацию нельзя извлечь из EPS, особенно если компания должна ежеквартально отчитываться перед рынком.

#### ОПЕРАЦИОННЫЙ РЫЧАГ

Он показывает степень роста/падения прибыли вслед за изменениями в обороте. Такое свойство во многом связано со структурой затрат в бизнесе. Чем выше доля фиксированных затрат по сравнению с переменными затратами, тем больше рост/падение прибыли при определенном изменении продаж.

Таким образом, когда компании пересматривают свои ожидания по продажам в сторону снижения на очень скромную цифру, прибыль и EPS могут упасть так, что это сильно ударит по бизнесу. Для бизнеса с большим операционным рычагом 5%-ное снижение в выручке может перейти в 30–80%-ное снижение прибыли. Такое снижение будет еще больше, если выручка снижается не из-за объемов, а из-за цены — так как вычет происходит напрямую из суммы прибыли — и с этим ничего не поделаешь.

Чтобы проиллюстрировать это, возьмем компанию с высокими фиксированными затратами и компанию с высокими переменными затратами и посмотрим, что произойдет, если объемы и цены упадут на 10%. В таблице 6.1 приводится бизнес, 70% затрат которого фиксированные, а операционная маржа — 10%. При снижении оборота



на объемах на 10% такой бизнес испытает 80%-ное снижение операционной прибыли. Переменные затраты в 20% снизятся на 10% за падением объемов. В результате неизменных 70% фиксированных затрат операционная прибыль упадет с 10 млн до 2 млн фунтов — на 80%. Итак, 10%-ное снижение товарооборота на объемах приведет к 80%-ному снижению прибыли. Это означает, что операционный рычаг очень большой. Каждый процент изменения объемов будет иметь 8%-ное влияние на прибыль. Тот же принцип действует в сторону увеличения прибыли. Увеличив объемы на 10%, компания увеличит прибыль на 80%.

Таблица 1

**Компания с высокими фиксированными затратами**

	- 10% объема	- 10% цены	
Объем	50	45	50
Цена	2	2	1,8
Выручка	100	90	90
<b>Фиксированные затраты</b>	<b>70</b>	<b>70</b>	<b>70</b>
Переменные затраты	20	18	20
Операционная прибыль	10	2	0
Операционная маржа	10%	2,2%	0

Эффект рычага еще больше, если падение оборота вызвано падением цены. В таблице 6.2 показано, как 10%-ное снижение цены вызовет 100%-ное снижение прибыли. Переменные затраты привязаны к объемам, следовательно, они не сокращаются при снижении цен. Поэтому 10%-ное снижение цены полностью аннулирует прибыль.

Таблица 2

**Компания с высокими переменными затратами**

	- 10% объема	- 10% цены	
Объем	50	45	50
Цена	2	2	1,8
Выручка	100	90	90
Фиксированные затраты	20	20	20
<b>Переменные затраты</b>	<b>70</b>	<b>63</b>	<b>70</b>
Операционная прибыль	10	7	0
Операционная маржа	10%	7%	0

Наоборот, если переменные затраты высоки, эффект операционного рычага при падении объемов более ограничен. При переменных затратах в 70% от выручки падение объемов на 10% приведет к 30%-ному снижению прибыли. Переменные затраты снижаются на 10% вместе с падением объемов. Итак, операционный рычаг намного меньше из расчета на каждый процент снижения объемов, при этом прибыль снижается на 0,3%.

Важно, что при падении цен эффект тот же, что и в случае с фиксированными затратами, так как затраты в этом случае нельзя изменить. Как и в первом случае, 10%-ное снижение цены полностью «съедает» прибыль.

Такое кратное усиление, с которым прибыль реагирует на изменения в обороте, объясняет, почему прогнозы по прибылям могут быть так резко изменены в сторону понижения, если оборот не оправдывает ожиданий. А если снижение оборота происходит на падающих ценах, пересмотр будет еще более значительным. Это может являться главной причиной слабости цены акций.

Вы можете легко и точно вычислить рычаг, следя за взаимосвязью между оборотом и операционной прибылью (которые можно узнать из отчета и счетов компании и отчетов, публикуемых в прессе). Конечно, это несколько несовершенный метод — ведь могут быть другие факторы, которые влияют на цифровые показатели, например одновременные затраты или изменения курса валют. Однако такой способ полезен при установлении взаимосвязи.

Так вы можете определить будущие прибыли и влияние, которое на них могут оказать будущие объемы и цены. Это также даст вам преимущество при быстрой продаже, если вы обеспокоены ценами, а значит, перспективой будущей прибыли. (Если компания, в которую вы вложили средства, имеет ряд подразделений, вы, возможно, захотите представить, какова ситуация в каждом подразделении, если компания предоставляет разбивку по филиалам.)

Итак, основная сложность в прогнозировании — понимание взаимосвязи между падающими объемами/ценами и прибылью. Когда объемы торговли и цены начинают падать, часто первый пересмотр (ухудшение прогноза) не полностью учитывает влияние на прибыль — эффект оказывается серьезно недооценен. Частично это происходит из-за желания видеть более оптимистичную картину, частично — от нежелания взваливать на себя полный комплекс проблем, которые возникнут, если дать полный прогноз по прибыли.

Соответственно, возникает знакомая схема «поэтапного» снижения прогноза, когда он происходит в три или более ступеней. Знакомый с такой схемой рынок начинает активные распродажи на первой ступени.

### ПРОГНОЗИРОВАНИЕ ОПЕРАЦИОННОЙ МАРЖИ

Хороший способ проверить точность прогнозов по объемам, ценам и затратам — убедиться, что неявная результирующая маржа достаточна. Операционная маржа важна для оценки как результативности компании, так и ее акций.

В последние годы операционная маржа достигла максимальных значений в некоторых секторах, эти значения вряд ли повторятся в будущем. Сочетание мощных объемов и сильного контроля над ценами позволило марже увеличиться до очень привлекательных уровней. Мы также должны определить степень завышения маржи при использовании гибкой учетной политики.

Если цены значительно снизились и ни одна веская причина не указывает на то, что они когда-нибудь восстановятся, маловероятно, что маржа приблизится к пиковым значениям. В случае с секторами, подверженными дефляции, прогнозы по марже должны быть очень осторожными.

Кроме факторов, влияющих на объемы, цены и затраты, от которых зависит маржа, стоит проверить следующее:

- какая маржа действительно соответствует капиталоёмкости бизнеса;
- когда и где был последний пик;
- что произошло с ценами после этого пика;
- что случилось с затратами после этого пика;
- каковы причины, которые заставляют вас думать, что возврат к максимальной марже возможен;
- какова маржа у конкурентов;
- есть ли новые конкуренты;
- уравнивают ли сокращения затрат плохой тренд цен.

### Прогнозирование: самые распространенные ошибки

В 2008 г. началась фаза массового снижения прогнозов по EPS, которая, очевидно, осложнила рост рынка в целом. Это соответствует сложившейся традиции, что первое понижение прогноза по компании вряд ли является последним — как правило, их не меньше трех. Почему это происходит и почему необходимы три или более этапов для доведения показателя EPS до разумного уровня? Частично это вызвано вечной надеждой на улучшение, свойственной отдельным прогнозам, когда эмоции явно довлеют над рациональностью. Может быть, это вина излишне оптимистичного руководства или аналитиков, игнорирующих логику ценовых и объемных трендов, и зараженных чрезмерным оптимизмом менеджеров.

Такой чрезмерный оптимизм часто вызван разницей между прогнозами «сверху вниз» по прибыли компании, которые дают стратегические обозреватели рынка, и прогнозами аналитиков по принципу «снизу вверх» (его дают сами компании). Расхождения могут быть очень значительными. Анализ «сверху вниз», отражающий экономические условия, в которых оказываются компании, как правило, более надежен с точки зрения динамики прибыли и EPS, чем прогнозы аналитиков «снизу вверх». Они в основном запаздывают в своих оценках, не предсказывают будущую ситуацию. Компании часто говорят, что текущая торговля вполне отвечает бы ожиданиям, если бы за две недели до конца их отчетного периода (6 или 12 месяцев) не произошел резкий спад (или сразу же после отчетного периода). Фактически они комментируют то, что уже произошло или что происходит, а не будущие события. Стратегический обозреватель стремится предсказать состояние дел на будущие 12 месяцев и будет более заинтересован в опережающих индикаторах, а не запаздывающих или текущих.

В конце 2008 г. аналитики давали положительные прогнозы на первый квартал 2009 г. В действительности EPS упал более чем на 25%. С учетом неопределенности, нависшей над экономикой, дефляционных и ценовых давлений во многих секторах рынка это расхождение выглядит обоснованным.

Последствия вашего решения очень важны. Если вы сможете найти прогнозы «сверху вниз» на страницах финансовых изданий или исследований брокерских компаний, необходимо отталкиваться от этой цифры при оценке будущей прибыли по любой отдельной акции. Если доходы экономики должны вырасти только на 7%, не верьте прогнозам

в 15% по компании, которую вы выбрали! При пересмотре прогноза в сторону понижения, если он будет иметь место, цена на акции неизбежно упадет.

Аналитики всегда стремятся предложить важные причины, по которым компания сможет превзойти оценку «сверху вниз». В реальности в течение года может последовать серия пересмотров с сильным понижением. Причиной будут более слабые, чем надеялись, объемы и цены, а благодаря эффекту операционного рычага могут сильно пострадать прибыль и EPS. В текущих экономических условиях необходимо проявлять осторожность, учитывая озабоченность по поводу ВВП, влияние дефляции, растущую глобализацию рынков и обострение конкурентной борьбы, избыточные мощности во многих сферах экономики.

Некоторые факторы, которые вызывают пересмотр прогнозов, приведены ниже:

- чрезмерный оптимизм по объемам, ценам и затратам;
- падающие объемы и цены отслеживаются с опозданием или не фиксируются;
- недооценивается влияние падающих объемов и цен;
- недооценивается влияние растущих объемов и цен;
- снижение затрат проходит до прибыли, но не в случае постоянного снижения цен и объемов (операционный рычаг);
- нет представления о серьезности ухудшения позиции компании — потеря большей, чем признает компания, доли на рынке, более слабое финансовое состояние, чем оценивают;
- предыдущие результаты, достигнутые путем одновременной выгоды или использованием резервов, перестали оказывать влияние. В этом случае прошлая результативность была оценена неправильно и завышена, создав неприемлемую привязку для прогноза.

### ПРОВЕРКА ДОСТОВЕРНОСТИ

Учитывая, сколько EPS пересматриваются в сторону понижения в момент написания книги, необходимо провести серию «проверки достоверности». Вам необходимо убедиться, что вы учли ключевые

моменты и полностью удовлетворены прогнозами по вашей компании. Это важно для результативности акций, поэтому остановимся на этом вопросе.

Возможно, вы используете консенсус-прогнозы, публикуемые на некоторых веб-сайтах. — значит, необходимо проверить, насколько обоснован процентный рост прибыли в следующем контексте:

- Каков прогноз «сверху вниз» в сравнении с прогнозом «снизу вверх»?
- Каковы более широкие тренды в экономике и как они влияют на компанию?
- В какой точке цикла мы сейчас находимся?
- Есть ли структурные факторы, которые нагнетают ситуацию в цикле (т.е. слишком много избыточных мощностей, клиенты в стесненном финансовом состоянии и т.д.)?
- Какой рост объема реален с учетом трендов на рынке товаров в целом?
- Вызван ли рост объемов выигрышем в доле рынка и как ответят несогласные конкуренты?
- Каковы прогнозы по ценам, насколько компания контролирует цены?
- Есть ли новые игроки или конкуренты из других областей?
- Каковы тренды на зарубежных рынках?
- Избегайте однозначных прогнозов!
- Избегайте фраз, вроде «на этот раз все по-другому».
- Долгосрочные допущения: избегайте слишком большой экстраполяции в будущее.

### ИТОГИ

При оценке любого актива именно будущий поток наличности определяет его стоимость. Цены на акции всегда учитывают, что должно произойти с компанией в будущем, предвосхищая или «дисконтируя» будущие события. Обычно дисконтирование охватывает ближайшие

18 месяцев или два года. При анализе DCF нам предстоит взглянуть еще дальше.

Перспективы компании по прибыли и денежным потокам определяются обстановкой в экономике и секторе, а также ее конкурентоспособностью. Объемы, цены и затраты в их перспективе зависят от этих факторов. В текущих экономических условиях степень предсказуемости EPS очень низкая, а сроки и скорость восстановления крайне неопределенны. Очень сложно сказать, что будет через три месяца, а прогноз на целый год сделать практически нереально.

При прогнозировании используют анализ «сверху вниз» (на экономическом и секторном уровнях) и анализ «снизу вверх» (т.е. учитываются факторы, специфичные для конкретной компании) – сможет ли компания увеличить долю на рынке благодаря низкой базовой стоимости, вывести новые товары и инвестировать в рост и расширение бизнеса? Всегда стоит убедиться, что акцент делается на подход «сверху вниз», когда оценивается позиция компания и ее конкурентоспособность. Часто прогнозы «снизу вверх», которые делают сами управляющие и аналитики компании, намного более оптимистичны, чем стратегические обзоры «сверху вниз».

Когда результаты хуже ожиданий, готовьтесь к трехступенчатому снижению прогнозов. То есть если компания, которую вы выбрали, разочаровала рынок, ждите новых плохих новостей. Одна из причин – неполная оценка влияния операционного рычага с первого раза. Таким образом, решающее значение будет иметь понимание структуры затрат, ценовой перспективы, правильное прогнозирование объемов.

Хотя мы не можем предсказать будущее, но можем повысить наши шансы, выбирая компании с качественной франшизой (позволяющей хорошо контролировать ценообразование), которые создают много денежных средств и руководство которых готово выполнить обязательства по улучшению и поддержанию долгосрочной конкурентоспособности компании и увеличению стоимости акций.

#### КОНТРОЛЬНЫЙ ПЕРЕЧЕНЬ ВОПРОСОВ

##### Перспективы компании

- Обычно цена акций учитывает предстоящий двухгодичный период и все факторы, от которых зависят будущий показатель EPS и денежные потоки – цены, объемы и особенно затраты, – должны быть приняты во внимание.

Некоторые факторы, которые делают прогнозы слишком неточными:

- излишний оптимизм по объемам, ценам и затратам;
- недооценка влияния краткосрочных снижений выручки, так как не учитывается полный показатель операционного рычага.

##### Проверка достоверности

Насколько обоснованы прогнозы в следующем контексте:

- Каков прогноз «сверху вниз» в сравнении с прогнозом «снизу вверх»?
- Каковы более широкие тренды в экономике и как они влияют на компанию?
- Сильно ли повлияет на затраты увеличение цен на исходные материалы?
- В какой точке цикла мы сейчас находимся?
- Есть ли структурные факторы, которые нагнетают ситуацию в цикле (т.е. слишком много избыточных мощностей, клиенты в стесненном финансовом состоянии и т.д.)?
- Какой рост объема реален с учетом трендов на рынке товаров в целом?
- Вызван ли рост объемов выигрышем в доле рынка и как ответят несогласные конкуренты?
- Каковы тренды на зарубежных рынках?
- Избегайте однозначных прогнозов!
- Избегайте фраз, вроде «на этот раз все по-другому».
- Долгосрочные допущения: избегайте слишком большой экстраполяции в будущее.

##### Ценообразование

Учитывая важность ценообразования для прогноза по денежным потокам (особенно если у компании высокая доля фиксированных затрат), необходимо понять структуру отрасли и установить степень контроля над ценами, который имеет компания.

- Какова структура отрасли и меняется ли она?
- Каковы барьеры для входа?
- Есть ли новые формы конкурентной борьбы?
- Затрагивает ли глобализация ценообразование?

- Есть ли избыточные мощности и, если есть, в каком размере?
- Идет ли за долю на рынке жесткая борьба?
- Насколько дифференцированы товар или услуга?
- Есть ли изменения в ассортименте товаров, влияющие на ценообразование?
- Почему рост цен, будучи объявленным, станет негибким?
- Как потребитель среагирует на это повышение цен?
- Какова будет реакция конкурентов и каковы их цели?

## Глава 7

# АБСОЛЮТНАЯ ОЦЕНКА – ДИСКОНТИРОВАННЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК (DCF)

Темы, которые раскрываются в этой главе

- Почему мы должны использовать DCF
- Оценка по методике DCF
- Преимущества DCF
- Недостатки DCF
- Итоги
- Контрольный перечень вопросов

### ПОЧЕМУ МЫ ДОЛЖНЫ ИСПОЛЬЗОВАТЬ DCF

Стоимость компании по дисконтированному денежному потоку часто называется внутренней стоимостью. Она полезна тем, что дает отправную точку для определения фундаментальной стоимости бизнеса – причина, по которой Уоррен Баффет предпочитает именно этот метод оценки:

*Критичным для инвестора является определение внутренней стоимости бизнеса и назначение справедливой цены<sup>1</sup>.*

Конечно, текущая цена акций может значительно отличаться от внутренней стоимости в обе стороны. Краткосрочная цена акций будет отражать эмоции и мнения, последние новости и влияние спекулятивных инвесторов. Соответственно, цена акций может несколько отличаться

<sup>1</sup> Miller, B., Hagstrom, R.G. and Fisher, K. (2005) The Warren Buffett Way, 2<sup>nd</sup> edn. New York: Wiley, pp. 122–126.

от фундаментальной стоимости бизнеса. Представляя точно внутреннюю стоимость, вы получаете преимущество, когда цены акций резко меняются. Фундаментальная оценка в таких условиях позволяет точно сказать, в какой точке акции очень дешевые, а в какой — очень дорогие.

Денежный поток — основной фактор стоимости. Методика DCF используется для установления стоимости будущих денежных потоков компании с последующим преобразованием ее в эквивалентную стоимость на данный момент. Цель — определить стоимость актива с учетом его денежного потока, характеристик роста и структуры рисков. Иногда используют термин **чистая текущая стоимость**. То есть мы можем сказать, что акции дешевы или дороги на данный момент, если все будущие потоки денежных средств конвертировать в эквивалентную стоимость на этот момент.

Способность создавать наличные критична для успеха любого бизнеса. Это не вызвало никаких сомнений в прошлом и особенно актуально в текущих экономических условиях, когда внешние источники наличных средств не так доступны, как раньше. Часто используемые способы бухучета могут завышать прибыль и EPS бизнеса, но гораздо труднее обмануть инвесторов через денежный поток компании. В конце года можно нарядить «новогоднюю елку», скрыв долги, но в долгосрочной перспективе долговое состояние компании быстро ухудшится, если она не создает потока настоящих наличных средств.

Метод прогнозирования денежных потоков компании — с использованием допущений по ценам, объемам и затратам — очень полезный способ выявления ключевых переменных и слабых мест бизнеса. Важно, что мы должны детально проанализировать ключевые допущения, на которых строятся прогнозы, и очень тщательно взвесить вескость этих допущений: действительно ли прогнозы по ценам, объемам и затратам чего-нибудь стоят? Насколько они обоснованы? После этого мы сможем заняться другими допущениями и определить зависимость результатов от них.

При анализе дисконтированного денежного потока используется ставка дисконта, отражающая риски в бизнесе, что и является ключевой причиной использования DCF — он напрямую (хоть и не в совершенной форме) учитывает риски в процессе оценки. В главе 1 (при оценке рисков) мы увидели, что, хотя стоимость капитала очень полезный показатель, она не обязательно охватывает все сопутствующие риски. Однако мы всегда можем «играть» допущениями (комбинировать их различные сочетания), чтобы понять, какие из них нам покажутся более подходящими с учетом рисков в бизнесе. Это, безусловно,

отражает субъективность большей части процесса DCF — допущения ставки дисконта могут быть очень субъективными — в итоге можно получить совершенно разные результаты.

Некоторые инвесторы воспринимают DCF скептически, и на то существуют свои причины. Во многих отраслях невозможно предсказать следующие 6 месяцев, не говоря о периоде в 20–30 лет, особенно в условиях сегодняшней неопределенности. Другой фактор — DCF часто используется для предопределенной оценки: при калькуляции используют допущения, которые доказывают, что компания стоит 1 млрд фунтов, или чтобы получить другой желаемый результат. Такова была характерная черта IPO во время подъема интернет-продаж.

Акции, которые активно поддерживаются из-за привлекательности по оценке DCF, часто лопаются как мыльный пузырь. Eutelsat, Telewest (и другие кабельные компании) и ряд компаний с большим потенциалом роста в период подъема продавались исключительно по причине благоприятной оценки DCF. Фактически других вариантов оценки не было — ни прибыли, ни доходов не предвиделось в перспективе, а для завершения проектов требовались значительные капиталовложения. Но не следует отвергать этот подход — имея представления об опасностях данного метода, вы сможете правильно скорректировать оценку приглянувшихся по этому показателю акций. В частности, решающее значение имеют допущения по будущим объемам и ценам и риски — по прогнозам.

Однако во многих случаях, когда разрабатывается новый продукт или запускаются новые проекты, при IPO и поглощениях такой метод оценки является важным инструментом. Действительно, если мы рассматриваем проект с 30-летним сроком жизни, другого способа решить, стоит ли продолжать этот проект, просто нет. Следует также заметить, что, когда компания производит анализ ухудшения активов или компаний, полученных в результате поглощения, а результаты анализа оказываются разочаровывающими (т.е. заплатили много, торговые достоинства не оправдались), бухгалтеры используют DCF с новыми допущениями по ценам, объемам и затратам, отражающим более проблемную торговую ситуацию. Новая стоимость заносится в бухгалтерский журнал, а потери списываются по первоначальной цене или как ухудшение через отчет о прибылях и убытках.

Итак, знание принципов и опыт использования DCF необходимы для оценки стоимости компании. В частности, имея представление

о ее сильных/слабых сторонах и о том, как оперировать ключевыми допущениями для получения обоснованных диапазонов внутренней стоимости. вы не только получите хорошее подспорье при определении стоимости бизнеса, но и приобретете навык оценки.

## ОЦЕНКА ПО МЕТОДИКЕ DCF

Главное – понять ключевые идеи, лежащие в основе DCF. Это не должно вызывать трудностей, хотя поначалу формулы могут показаться не вполне понятными.

В основном в процессе можно выделить пять шагов:

- 1 – определение операционного свободного денежного потока;
- 2 – прогнозирование операционного свободного денежного потока компании на период начального роста;
- 3 – установление окончательной стоимости в конце данного прогнозируемого периода;
- 4 – определение ставки дисконта путем расчета средневзвешенной стоимости капитала;
- 5 – калькуляция.

### Шаг 1. Определение операционного свободного денежного потока (ОСДП)

Итак, что такое операционный свободный денежный поток? Обычно определяют как

$$\begin{aligned} & \text{Чистая операционная прибыль после уплаты налогов} + \\ & + \text{Суммы износа} + \text{Амортизационные отчисления} - \\ & - \text{Капитальные затраты (на поддержание бизнеса)} - \\ & - \text{Оборотный капитал} = \text{ОСДП}. \end{aligned}$$

Износ и амортизация нематериальных активов прибавляются, так как это – неденежные затраты. То есть когда при получении суммы прибыли вычитают эти показатели, они не создают оттока денежных средств.

Капитальные затраты являются критическим компонентом выполнения плана компании по прогнозируемому росту. Капвложения

на поддержание бизнеса часто используют в более медленно растущей среде или на замедленных этапах развития компании. Это гарантирует защиту структуры бизнеса и говорит о том, что капвложения на поддержание бизнеса – реальные затраты на ведение бизнеса (недостаток, на который обращалось внимание при рассмотрении EBITDA как индикатора стоимости).

Так же необходим оборотный капитал, поскольку увеличившиеся продажи в периоды роста потребуют расходов наличных средств, чтобы профинансировать увеличение оборотного капитала.

Необходимо учитывать следующее:

- *От основного ли бизнеса поступают денежные средства, стабилен ли денежный поток?* Хотя на первый взгляд это кажется очевидным, всегда стоит убедиться, что средства поступают от бизнеса, а их поток стабилен. Единновременный всплеск активности оборотного капитала, который увеличивает поток денежных средств, может прекратиться в следующем году.
- *Сколько наличных поступило от единовременных выгод (например, ликвидационных распродаж)?* Если одноразовые выгоды вызваны распродажей активов/подразделений, их необходимо исключить из общей картины или рассматривать отдельно.
- *Доход от ассоциированных компаний.* Как мы установили при анализе качества прибыли акционеров и денежных потоков, важно исключить доход ассоциированных компаний. С точки зрения денежного потока он создает дивиденд. Часто лучше всего исключить этот вклад и вычитать стоимость ассоциированной компании из стоимости предприятия (EV), относя ее к периферийным активам.
- *Миноритарные акционеры.* Как уже отмечалось при анализе EPS, если часть бизнеса принадлежит внешним акционерам, это также необходимо учитывать.

### Шаг 2. Прогнозирование денежного потока

Начальный прогнозируемый период в основном охватывает период от 5 до 10 лет. Ключевые переменные, управляющие операционным денежным потоком, ценами и объемами (которые создают выручку)

и затратами, необходимо правильно спрогнозировать, а связь между этими переменными необходимо хорошо проанализировать — например, как падение цен скажется на операционной прибыли?

Как разъясняется в разделе, посвященном трудностям при прогнозировании, такой процесс имеет много подводных камней, и прогнозировать даже на краткосрочную перспективу нелегко, не говоря о более продолжительном сроке.

Частые пересмотры прогнозов по прибыли в сторону понижения, которые будоражат фондовый рынок, показывают риски и трудности в прогнозировании. Интересно, что во время бума интернет-продаж многие акции, которые ассоциируются с большим потенциалом роста (например, телекоммуникации и технологии), пережили серию понижающих прогнозов, хотя можно было использовать DCF для оправдания их цены/стоимости. В текущей экономической обстановке непредсказуемость будущих трендов во многих отраслях, крайне зависящая от цикла, делает практически невозможным использование DCF.

Итак, при прогнозировании начального периода обратите внимание на следующее:

- **Прогнозирование объемов, цен и затрат.** Это ключевые факторы денежного потока, к их прогнозу необходимо относиться с большой осторожностью. В разделе, посвященном трудностям при прогнозировании объемов, цен и затрат, этот элемент DCF рассматривается более подробно. Влияние операционного рынка и зависимость прибыли и денежного потока от изменений цен особенно важны. Надежность прогноза также зависит от конкурентоспособности компании и непреодолимости «крепостной стены», т.е. способности противостоять входу в рынок новых участников.
- **Проверка достоверности — можно ли положиться на прогноз?** Уровень объемов, цен и затрат должен проверяться на достоверность, чтобы очистить прогноз от излишне оптимистичных составляющих. Прогнозы по объемам строятся на изменении доли на рынке? Это неизбежно развяжет ценовую войну. Или экстраполирование объемов исходит из высоких и потому непостоянных текущих уровней? Или цены, по всей вероятности, окажутся под давлением из-за новых игроков или клиентов, имеющих большие возможности сбивать цену? Операционная маржа реальна с точки зрения условий в отрасли? Не забывайте, что необходимо критиковать любые прогнозы.

- **Как долго продолжается период роста?** На протяжении начального прогнозируемого периода компании часто переживают фазу активного роста. Такой период высокого роста и больших прибылей прекратится, после того как компания заявит о себе. На какой-то стадии спрос замедлит темпы роста, а условия высокой конкуренции будут оказывать главное влияние на рост и прибыль. Продолжительность этого начального периода, конечно, невозможно точно определить. Во многих новых отраслях периоды роста могут быть намного короче, чем ожидали, так как зрелая фаза наступает почти моментально вслед за фазой аномального роста. Ясно, что, если отрасль вступает в зрелую фазу на пятый год, а прогнозы по аномальному росту охватывают восемь лет, оценка акций резко упадет.

Теоретически в конце начального периода роста прибыль упадет до уровня, который покрывает стоимость капитала. Когда компания дошла до этой стадии своего развития, достигнув конца прогнозируемого начального периода, процесс оценки перейдет в фазу постпрогнозной стоимости.

### Шаг 3. Постпрогнозная стоимость

Постпрогнозная стоимость составляет 50–60% от общей стоимости компании. Правильные допущения по этой стадии развития компании, таким образом, имеют решающее значение. Так, на этой стадии может использоваться гибкий подход, позволяющий получить сильно отличающиеся результаты.

Есть два способа определить постпрогнозную стоимость. Первый — можно использовать мультипликатор операционной прибыли или операционного свободного денежного потока. В качестве альтернативы можно использовать подход на основе роста в стабильном состоянии.

- **Использование мультипликатора.** При использовании мультипликатора вы берете (например) операционную прибыль на этой стадии и умножаете на коэффициент  $x$ . Допустим, что, по прогнозам, компания должна принести операционную прибыль в 50 млн фунтов. Сравнив другие компании с теми же характеристиками и структурой роста, вы увидите, что они торгуются на рынке с коэффициентом  $7x$  от операционной прибыли.



Вы просто умножаете 50 млн на 7 и получаете построгозную стоимость в 350 млн фунтов. Сумму затем необходимо дисконтировать (преобразовать в эквивалентную стоимость на данный момент). То есть если построгозная стоимость определяется на 7-й год, дисконтирование происходит от этого года.

- Опасность, связанная с этим методом, вероятно, в том, что абсолютный характер использования подхода DCF нарушается использованием относительной оценки, которую предполагает данный мультипликатор. Возникают сомнения в правильности выбора мультипликатора с учетом невысокого роста на этой стадии развития компании.
- *Рост в устойчивом состоянии.* Понятие обозначает зрелость бизнеса и косвенно подразумевает относительно низкий рост. При прогнозировании роста на построгозной стадии имеет смысл связать допущения с долгосрочным трендом роста.
- Существует формула, которую можно использовать для определения построгозной стоимости (ПС) на основе так называемой модели роста Гордона. Не вдаваясь в детали, заметим, что формула действительно полезна.

$ПС = \text{Операционный денежный поток} / WACC - \text{Темпы роста}$

- В этом случае факторами стоимости выступают стоимость капитала и предполагаемые темпы роста. Чем выше темпы роста, тем выше стоимость, так как операционная прибыль в числителе будет давать больший показатель.
- Сумма, получаемая из этой формулы, затем дисконтируется от последнего прогнозируемого периода. То есть если вы прогнозировали до 7-го года, построгозная стоимость будет дисконтироваться от 7-го года.

Теперь нам необходимо оценить стоимость капитала и определить средневзвешенную стоимость капитала.

#### Шаг 4. Средневзвешенная стоимость капитала (WACC)

Определившись с прогнозами по фазе начального роста и допущениями, которые используются для фазы построгозной стоимости, необходимо дисконтировать денежный поток. То есть будущую

стоимость наличных средств снова преобразуется в эквивалентную стоимость денежных потоков на данный момент. Поэтому часто говорят о калькуляции «чистой текущей стоимости». Чем больше обобщаются наличные и выше риск, сопутствующий им, тем меньше их эквивалентная стоимость на данный момент.

По сути, ставка дисконта показывает, какова величина риска, сопутствующего будущим денежным потокам, — насколько непредсказуемы цена, объем и затраты как составные части уравнения и насколько изменчива прибыль? Итак, чем выше риск, тем выше WACC. Компания биотехнического сектора, например, может иметь ставку дисконта 25%, в то время как в коммунальном секторе, где денежный поток предсказуем, мы можем использовать ставку в 6%.

Ставка дисконта — это и есть WACC; как его рассчитывать, мы рассматривали в главе 1. Ключевой элемент WACC — соотношение акционерного капитала и долга, использованных при финансировании бизнеса. Здесь необходимо использовать рыночные значения (если возможно) акционерного капитала (рыночная капитализация) и долга. Акционерный капитал — так как он более рискованный — имеет намного большую стоимость, чем долг (который к тому же уменьшается из-за налоговых вычетов).

#### Шаг 5. Калькуляция

Для иллюстрации процесса дисконтирования денежного потока снова возьмем наши две вымышленные компании: фармацевтическую корпорацию «Розовая таблетка» и производственное предприятие «Консервная банка». Мы исследуем механизм DCF и сравним этот метод оценки с другими.

Прогнозы по основной деятельности показаны в таблицах 7.1 и 7.2.

Таблица 7.1

Прогноз основной деятельности компании «Розовая таблетка»

	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	Стабильное состояние
Операционная прибыль	105	130	160	180	200
Налог	30%	30%	30%	30%	30%
Норат	73,5	91	112	126	140
Износ	21	25	28	31	34

Окончание табл. 7.1

	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	Стабильное состояние
Капитальные затраты	40	45	50	50	55
Оборотный капитал	15	18	20	20	20
ОСДП (операционный свободный денежный поток)	39,5	53	70	87	99
WACC	8,9%				
Калькуляция NPV	39,5/1,089	53/1,19	70/1,29	87/1,41	2912/1,41
NPV	36,3	44,5	54,3	61,7	2065,2
Всего: 2262 млн фунтов					

Процесс включает следующие операции:

- определение операционного свободного денежного потока;
- рассмотрение начального периода роста;
- оценка постпрогнозной стоимости;
- WACC;
- калькуляция.

#### Определение операционного свободного денежного потока

Таблица 7.1 приводит компоненты операционного свободного денежного потока «Розовой таблетки». Операционная прибыль облагается налогом по ставке 30%. Сумма начисленного износа (неденежные затраты) снова прибавляется. После этого нам нужно вычесть сумму, потраченную на капитальные затраты. В этом случае она относительно невелика, так как основной областью инвестирования у фармацевтических компаний являются научно-исследовательские разработки, а их относят на статьи доходов. После этого вычитаются суммы, необхо-

димые для оборотного капитала. В итоге нам остается операционный свободный денежный поток.

#### Начальный период роста

Мы спрогнозировали операционную прибыль на первые четыре года. Темпы роста очень высокие в первые два года, операционная прибыль растет на 23% в год. Это отражает спрос на лекарства, которые вышли на рынок в первый год и сформировали продажи в первые два года. В 4-й год происходит замедление. Для наглядности мы ограничили начальный период роста первыми четырьмя годами. Часто складывается ситуация, при которой начальный период роста продолжается 7–10 лет. Очевидно, что риски, сопутствующие показателям при таком большом горизонте прогнозирования, резко возрастают.

#### Постпрогнозная стоимость – фаза роста в стабильном состоянии

Предполагается, что в конце 4-го года темпы стабильного роста значительно замедлятся. Стабильное состояние показывает увеличение в 11% в 4-й год. После этого мы исходим из темпов роста в 5,5%. Это намного выше темпов роста экономики (которая, для сравнения, растет долгосрочным темпом в 2,5%).

Формула, которую мы используем:

$$ПС = \frac{\text{Денежный поток в устойчивом состоянии}}{(WACC - \text{Темпы роста})}$$

После этого нам необходимо определить WACC.

#### Средневзвешенная стоимость капитала

Стоимость долга: мы уже знаем, что «Розовая таблетка» использует очень небольшой рычаг и создает много наличности. В результате она может занимать деньги очень легко. Сделаем допущение, что она выплачивает 6,5% по своему долгу. С учетом того что выплаты процентов облагаются налогом, чистая стоимость долга равна 70% от 6,5%, или 4,6%.

Стоимость акционерного капитала: мы знаем, что для фармацевтической компании влияние экономики на основную деятельность

незначительно, операционный рычаг относительно мал, а компания имеет относительно небольшой долг. В результате бета-показатель акций будет низким. Мы воспользуемся цифрой в 0.7 – так обычно рынок смотрит на акции фармацевтического сектора.

Если допустить, что безрисковая ставка по долгосрочным гособлигациям составляет 5,5%, а премия за риск по акциям достаточно высокая и равна 5% (с учетом нынешней неопределенности экономики), тогда:

Стоимость акционерного капитала = Безрисковая ставка + (Премия за риск по акциям × Показатель бета) = 5,5% + (5 × 0.7) = 9%.

Компания использует очень много акционерного капитала. Рыночная капитализация 2415 млн фунтов при долге в 50 млн фунтов. Таким образом, бизнес профинансирован на 98% акционерным капиталом и только на 2% – заемными средствами.

Отсюда WACC равна:

$$0,98 \times 9 + 0,02 \times 4,6 = 8,9\%.$$

#### Калькуляция

Теперь мы можем рассчитать DCF «Розовой таблетки». Процесс дисконтирования проходит, как мы определили, путем деления операционного свободного денежного потока на  $(1 + WACC)$  с поправкой на соответствующий коэффициент. Обычно формулу представляют так:

$$\frac{ОСДП_1}{(1 + WACC)} + \frac{ОСДП_2}{(1 + WACC)^2} + \frac{ОСДП_3}{(1 + WACC)^3} + \dots + \frac{ОСДП_n}{(1 + WACC)^n}.$$

Таблица 7.1 показывает, как последовательно построить цепочку из показателей начального периода роста:

$$39,5/1,089 + 53/(1,089)^2 + 70/(1,089)^3 + 87/(1,089)^4.$$

Используя эту формулу, получаем постпрогнозную стоимость  $99/(8,9\% - 5,5\%) = 2912$ . Так как это стоимость на конец 4-го года, нам необходимо ее дисконтировать обратно для получения чистой текущей стоимости. Дисконтируя ее обратно от окончания 4-го года, т.е.  $2912 \text{ млн фунтов}/(1,089)^4$ , мы получаем 2065,2 млн фунтов. Тогда общая стоимость равна 2262 млн фунтов.

Это стоимость всего бизнеса или показатель EV (стоимость предприятия). Чтобы получить стоимость акций, нам необходимо из этой суммы вычесть долг. В итоге получим стоимость акционерного капитала. Таким образом,  $2262 \text{ млн} - 50 \text{ млн} = 2212 \text{ млн}$ .

По рыночной капитализации мы знаем, что рынок оценивает акции в 2415 млн. Итак, мы можем сказать, что DCF дает сумму на 8,5% ниже рыночной стоимости. Поэтому если мы доверяем всем нашим показателям и прогнозам, то сделаем вывод, что акции переоценены. Или мы можем сказать, что рынок делает более оптимистичные допущения, чем в нашем среднем значении.

Чтобы показать уязвимые места метода, мы допустим, что постпрогнозный рост составит 6% (это допустимо с учетом структуры роста фармацевтической компании), постпрогнозная стоимость – 3414 млн; дисконтированная сумма – 2421,2 млн фунтов; увеличение на 356 млн по сравнению с начальной оценкой. Это означает, что акционерный капитал стоит 2568 млн, на 6% выше, чем цена акций.

Допущение, что постпрогнозный рост выше на 0,5% привело к тому, что акции, переоцененные на 8,5%, стали недооцененными на 6%.

Таблица 7.2

#### Прогнозы по основной деятельности компании «Консервная банка»

	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	Стабильное состояние
Операционная прибыль	25	23	25	22	22
Налог	30%	30%	30%	30%	30%
Норат	17,5	16,1	17,5	15,4	15,4
Износ	20	22	23	24	24
Капитальные затраты	(20)	(15)	(20)	(15)	(15)
Оборотный капитал	(12)	(12)	(15)	(12)	(12)
ОСДП (операционный свободный денежный поток)	5,5	11,1	5,5	12,4	12,4
WACC	10%				
Калькуляция NPV	5,5/1,10	11,1/1,21	5,5/1,33	12,4/1,46	155/1,46
NPV	5	9,2	4,1	8,5	106,2
Всего: 133 млн фунтов					

Процесс включает те же операции:

- определение операционного свободного денежного потока;
- рассмотрение начального периода роста;
- оценка постпрогнозной стоимости;
- WACC;
- калькуляция.

#### Определение операционного свободного денежного потока

Таблица 7.2 приводит компоненты операционного свободного денежного потока «Консервной банки». Операционная прибыль облагается налогом по ставке 30%. Сумма начисленного износа (неденежные затраты) снова прибавляется. После этого нам нужно вычесть сумму, потраченную на капитальные затраты. В этом случае мы сделали допущение, что капвложения на поддержание бизнеса равны 15 млн фунтов – на 5 млн ниже суммы начисленного износа.

#### Начальный период роста

Мы спрогнозировали операционную прибыль на первые четыре года. Для наглядности мы ограничили начальный период роста первыми четырьмя годами. Часто складывается ситуация, при которой начальный период роста продолжается 7–10 лет. Очевидно, что риски, сопутствующие показателям при таком большом горизонте прогнозирования, резко возрастают.

Прогнозы отражают цикличность рынков и перспективы несуществующего роста.

#### Постпрогнозная стоимость – фаза роста в стабильном состоянии

Предполагается, что в конце 4-го года темпы стабильного роста значительно замедлятся. Стабильное состояние в 4-й год не изменится. После этого мы исходим из темпов роста в 2%. Это соответствует темпам роста экономики (которая, для сравнения, растет долгосрочным

темпом в 2,5%). С учетом специфики бизнеса это немного оптимистичная цифра.

Формула, которую мы используем для получения постпрогнозной стоимости:

$$ПС = \frac{\text{Денежный поток в устойчивом состоянии}}{WACC - \text{Темпы роста}}$$

После этого нам необходимо определить WACC.

#### Средневзвешенная стоимость капитала

*Стоимость долга:* мы уже знаем, что «Консервная банка» использует очень большой рычаг и создает мало наличности. Однако она может брать долгосрочную ссуду по очень привлекательной процентной ставке в 7,5%.

Стоимость долга в этом случае  $7,5 \times 70\% = 5,3\%$ .

*Стоимость акционерного капитала:* мы знаем, что «Консервная банка» очень зависит от изменений объемов и цен (в отрасли высокая конкуренция, есть влияние импортеров), операционный рычаг большой. При рычаге 50% компания к тому же использует еще и большой финансовый рычаг. В итоге бета-показатель компании очень высокий. Допустим, что он равен 1,3 (что обосновано с учетом динамики акций технических компаний на рынке).

Если мы допустим, что безрисковая ставка по долгосрочным гособлигациям составляет 5,5%, и возьмем достаточно высокую премию за риск по акциям в 5% (с учетом нынешней неопределенности экономики), тогда:

Стоимость акционерного капитала = Безрисковая ставка + (Премиа за риск по акциям × Показатель бета) =  $5,5\% + (5 \times 1,3) = 12\%$ .

Рыночная капитализация 138 млн фунтов при долге в 60 млн фунтов. Таким образом, бизнес профинансирован на 70% акционерным капиталом и на 30% – заемными средствами.

Отсюда WACC равна:  
 $0,7 \times 12 + 0,3 \times 5,3 = 9,9\%$  (при калькуляции округлим до 10).

#### Калькуляция

Рассчитаем DCF «Консервной банки»:

$$5,5/1,1 + 11,1/(1,1)^2 + 5,5/(1,1)^3 + 12,4/(1,1)^4$$

Получаем постпрогнозную стоимость  $12.4 / (10\% - 2\%) = 155$  млн. Так как это стоимость на конец 4-го года, нам необходимо ее дисконтировать обратно для получения чистой текущей стоимости. Дисконтируя ее обратно от окончания 4-го года, т.е.  $155 \text{ млн фунтов} / (1.1)^4$ , мы получаем 106,2 млн фунтов. Тогда общая стоимость равна 133 млн фунтов.

Это стоимость всего бизнеса или показатель EV (стоимость предприятия). Чтобы получить стоимость акций, нам необходимо из этой суммы вычесть долг. В итоге получим стоимость акционерного капитала. Таким образом,  $133 \text{ млн} - 60 \text{ млн} = 73 \text{ млн}$ .

По рыночной капитализации компании мы знаем, что фондовый рынок оценивает акции в 138 млн фунтов. Таким образом, мы видим, что DCF создает цифру, которая почти на 50% ниже рыночной стоимости компании. То есть если мы доверяем всем нашим показателям, то приходим к выводу, что акции компании сильно переоценены рынком. Может быть, рынок считает, что восстановление по EPS будет стремительным или рост в фазе постпрогнозной стоимости будет гораздо сильнее. Специфика бизнеса делает такой прогноз маловероятным. А вот темпы восстановления прибыли часто оценивают излишне оптимистично. Кроме того, цена может учитывать, что компания может быть поглощена — это действительно необходимо иметь в виду, исходя из особенностей отрасли. Произойдет ли это на самом деле — другой вопрос.

Чтобы показать уязвимые места оценки, мы допустим, что постпрогнозный рост составит 4%, постпрогнозная стоимость — 200 млн фунтов, дисконтированная сумма — 136 млн фунтов: увеличение на 33,1 млн по сравнению с начальной оценкой. Это означает, что акционерный капитал стоит 102,8 млн фунтов.

Допущение, что постпрогнозный рост выше на 2%, привело к тому, что акции оказались переоценены не на 48%, а на 25%.

## ПРЕИМУЩЕСТВА DCF

- *Денежные средства — ключевой фактор стоимости.* Теоретически стоимость любого актива равна дисконтированной стоимости наличных денежных средств, которые создает этот актив. Таким образом, наличные средства — ключевой фактор стоимости. Мы установили манипуляции, которые могут иметь место в отчете о прибылях и убытках для получения впечатляющего показателя EPS, который говорит о хорошей результативности. Мы также

установили одну из слабых сторон EPS — его нельзя оценить во взаимосвязи с создаваемым потоком денежных средств. Однако намного труднее исказить отток/приток в бизнес наличных средств.

- *Абсолютный индикатор.* Одна из сильных сторон использования DCF — он является абсолютным индикатором бизнеса — отсутствует сравнение с другими «похожими» компаниями.
- *Нет проблем с бухгалтером?* DCF избегает всех узких мест в бухгалтерии, которых стало очень много в последнее время. Метод предполагает, что различия в способах начисления сумм износа/амортизации нематериальных активов также не представляют проблемы.
- *Учитывает капитальные затраты.* В отличие от EBITDA, требование учитывать капвложения в рост или в поддержание бизнеса прямо выражено и принимается в расчет. Без этих расходов невозможен рост, за счет которого генерируется будущий денежный поток, и нельзя обеспечить устойчивую конкурентоспособность бизнеса, которая напрямую влияет на структуру денежного потока компании.
- *Долгий срок.* Другой плюс (а может быть, и минус) заключается в том, что определение стоимости по DCF основано на долгосрочных прогнозах денежных потоков. Таким образом, один выпадающий из общей картины год не окажет влияния на DCF. Важна долгосрочная стоимость. Как мы заметили, около 60% стоимости определяется постпрогнозной стоимостью. Это, вероятно, нейтрализует критику сторонников краткосрочных подходов, предпочитающих использовать другие индикаторы оценки.
- *Учитывает убытки при старте.* Сильная сторона DCF — его можно использовать для компаний с долгосрочным ростом, которые понесли большие убытки на начальной стадии. Метод позволяет получить показатель акционерного капитала там, где другие способы оценки неприемлемы.
- *Прямо учитывает стоимость капитала.* Стоимость капитала — жизненно важные затраты компании, на которые часто не обращают внимания. Дисконтирование денежных потоков компании на стоимость капитала прямо признает ее важность при создании

стоимости. Соответственно, оценка по DCF отражает риски, которые сопутствуют компании и ее структуре финансирования. В частности, в формуле учтены операционный и финансовый рычаги и стадия развития компании. Чем выше риски, тем ниже стоимость, создаваемая денежным потоком, когда ее затем преобразуют в эквивалентную стоимость на текущий момент.

- *Анализ уязвимых мест ... гибкое использование допущений.* Одно из ключевых достоинств DCF — то, что вы можете «играть» различными допущениями, чтобы увидеть их влияние на оценку. Гибкое применение показателей роста позволяет вам увидеть, что произойдет с ценой на акции, если рынок изменит прогноз по росту компании. Аналогично, если вы полагаете, что рынок недостаточно оценил риски (или ваш рискованный порог ниже, чем у рынка), то можете применить более высокую ставку дисконта и после этого решить, привлекательны акции и в этом случае или нет.
- *Возможность понять допущения, которые делает рынок.* Важный аспект использования этого подхода — оценить показатель EV компании (рыночная капитализация компании плюс долг и другие пассивы) и посмотреть, какие допущения прямо делает рынок по поводу темпов роста данной компании. Если, например, показатель EV предполагает рост в 2% в год и вы осознаете, что это самое меньшее, чего может достичь компания, значит, акции потенциально дешевые. После этого вы, возможно, захотите более подробно рассмотреть будущие перспективы компании и воспользоваться другими методами оценки. Вам необходимо знать стоимость капитала и допущения по темпам роста, используемые этими методами.

## НЕДОСТАТКИ DCF

В ряде случаев инвесторы понесли крупные потери, когда компании использовали DCF как главный метод оценки, с помощью которого они поддерживали цену акций или выводили компанию на фондовый рынок. Кабельные компании (Cablevision), интернет-компании и многие технологичные фирмы частично полагались на DCF, чтобы поддержать свою инвестиционную привлекательность. Пример небез-

вестных IPO (мы рассматривали их ранее) показывает, как получают оценки при изменении допущений в пользу компании.

Во многих случаях такой плохой опыт говорит о рисках, которые сопутствуют прогнозам по компаниям или проектам в стадии стартапа, или на ранней стадии развития, когда продаж нет, прибыль и EPS нельзя оценить. Другая проблема — факт, что потенциал роста привлекает огромное количество конкурентов, которые хотят выиграть от возможностей этого роста в отрасли. К сожалению, высокий уровень конкуренции давит на прибыль — в отрасли или секторе поступает избыточные инвестиции, которые развязывают ценовую войну с целью заполучить долю на рынке. В конечном счете прибыль снижается.

Излишний оптимизм по потенциалу роста — также главный фактор будущего разочарования. Спрос, на который наделись, часто не реализуется. Кроме того, затраты на многие проекты разрастаются, особенно если речь идет о долгосрочных затратах на строительство.

Итак, оценка по этой методике должна восприниматься с большой осторожностью. Приведем некоторые ключевые «узкие места»:

- *Достоверность краткосрочных и долгосрочных допущений.* В разделе «Риски при прогнозировании» мы говорили, что всем ключевым переменным, определяющим денежный поток, сопутствуют большие риски. То есть как краткосрочно, так и долгосрочно оценка подвергается сомнению с равной силой, но долгосрочное прогнозирование традиционно вызывает скептическое отношение. Изменения краткосрочного прогноза, как правило, вызывают снижение прогноза на весь период прогнозирования. Кроме того, краткосрочные показатели имеют гораздо большее значение, так как их дисконтирование не такое значительное. Таким образом, если начальные периоды неправильно оценены, весь процесс DCF должен быть серьезно пересмотрен.
- Аналогичным образом, при постпрогнозной стоимости, составляющей 60% результата, допущения по этому показателю имеют решающее значение. Одновременно они являются основной проблемой: это только допущения, которые относятся к максимально удаленному временному отрезку. Если невозможно предсказать ближайшее будущее, почему допущения по темпам роста компании через десять лет должны быть достоверными?
- *Субъективность и уязвимость — допущения изменяются для получения правильного результата?* Допущения по начальной фазе

роста и по постпрогнозной фазе крайне субъективны. Это может привести к изменению допущения для получения правильного результата. Например, чтобы IPO прошло успешно или чтобы оказавшаяся не «в фаворе» бумага (бумага, не пользующаяся спросом на рынке) привлекла инвесторов.

- Уязвимость стоимости при допущениях можно показать очень легко. Предположим, что у нас компания, которая готовится разместить акции на фондовом рынке. Брокерская компания-спонсор опубликовала прогнозы и DCF, они показаны в таблице 7.3. Рост в фазе стабильности должен быть 5% после 3-го года.

Таблица 7.3

Дисконтированный денежный поток для IPO P1c

	1-й год	2-й год	3-й год	Стабильное состояние
Износ	20	25	28	30
Амортизация нематериальных активов	7	7	7	7
ЕВИТ	100	110	122	135
Налог	-30	-33	-36,6	-40,5
Капитальные затраты	-30	-35	-40	-40
Оборотный капитал	-5	-5	-5	
Свободный денежный поток	62	69	75,4	86,5
DCF при WACC = 11%	55,9	56,1	55,2	1054,6
NPV	1221,7			
ОСДП в стабильной фазе	86,5/6%			
WACC – Темпы роста	1441,7			
Дисконтирование от 3-го года к нулевому году	1054,6			

На основе DCF получаем чистую текущую стоимость в 1221,7 млн фунтов. Компания имеет долг в 300 млн фунтов. Тогда стоимость акционерного капитала равна:

$$1221,7 \text{ млн} - 300 \text{ млн} = 921,7 \text{ млн.}$$

Однако если мы считаем, что компания-брокер слишком оптимистична насчет:

- роста в 5% в фазе стабильности и
- уровней рисков.

то можем сделать наши собственные допущения. Посмотрим, что произойдет, если стоимость капитала вырастет до 13%, а темпы роста в фазе стабильности снизятся до 3% (табл. 7.4).

Таблица 7.4

Увеличение стоимости капитала

DCF при 13%	54,9	54,0	52,3	599,4
NPV	760,6			
ОСДП в стабильной фазе	86,5/10%			
WACC – Темпы роста	865			
Дисконтирование от 3-го года к нулевому году	599,4			

Увеличение стоимости капитала на 2 процентных пункта и снижение на 2 процентных пункта темпов постпрогнозного роста приводят к почти 40%-ному падению DCF – до 760,6 млн фунтов.

При долге в 300 млн акционерный капитал равен:

$$760,6 \text{ млн} - 300 \text{ млн} = 460,6 \text{ млн.}$$

Стоимость акционерного капитала падает на 50%. Итак, «игра» допущениями приводит к снижению стоимости акций на 50%. Замечаем сильный эффект при калькуляции постпрогнозной стоимости, когда снижение темпов роста и возросшая стоимость капитала сокращают постпрогнозную стоимость с 1054,6 млн. до 599,4 млн. Вместо того чтобы разделить операционный свободный денежный поток на 6% (11% – 5%), мы делим его на 10% (13% – 3%). Итак, наличие крайняя уязвимость компании к относительно незначительным поправкам в допущениях. (Следует заметить, что данный пример только иллюстрация, так как в большинстве прогнозов DCF начальная фаза роста доходит до 7–10 лет.)

Используя этот подход, мы можем посмотреть, что произошло с оценкой стоимости высокотехнологичных компаний. Если ожидания разочаровывают, прогнозы роста значительно пересматриваются в сторону понижения, так как становится ясно, что они основывались на трендах в более широкой области экономики, и в частности на снижении капитальных затрат. Предложат ли эти сегменты рынка реальный рост, сейчас вызывает большие сомнения.

Фактически период и степень ненормального роста сократились, что значительно ухудшило DCF. Соответственно, степень роста на постпрогнозной стадии активно пересмотрели в сторону понижения. Поэтому прогнозы по операционной прибыли и денежному потоку резко снизились.

Увеличившаяся стоимость капитала, как и снижение прогноза по денежному потоку, оказала давление на оценку. Возросшие риск и изменчивость намного увеличили стоимость капитала. На всем рынке премия за риск по акциям выросла, что увеличило стоимость капитала.

Значительные пересмотры прогнозов в сторону понижения, когда проявляется эффект операционного рычага, увеличили изменчивость и риски на уровне отдельной акции. Кроме того, значительно ухудшается финансовое состояние компаний, растут долги, так как компании:

- занимали средства на финансирование сделок, которые не принесли ожидаемых результатов;
- занимали средства на финансирование больших инвестиционных программ;
- имеют пересмотренный прогноз по прибыли и меньшую маржу, а это означает ослабление денежного потока и увеличение суммы долга.

Такое сочетание высокой операционной изменчивости и большой задолженности значительно увеличило бета-показатель компаний.

Сочетание этих факторов может вызвать резкое увеличение ставки дисконта. Увеличение на 2 процентных пункта премии за риск по акциям (ERP) и изменение бета-показателя с 1,5 на 2 значительно увеличат стоимость капитала. При безрисковой ставке в 5,5%, если ERP равнялась 4% и увеличилась до 6%, стоимость акционерного капитала выросла с 11,5 до 16,5%. Это серьезно ухудшит оценку по DCF, как показано в примерах.

\* *Прогнозируемый период ненормального роста и прибыли?* Как обсуждалось ранее, одним из ключевых компонентов калькуляции DCF является прогнозирование до фазы постпрогнозного роста. Как правило, этот начальный период является периодом необычно высокого роста. Трудность прогнозирования — в степени такого роста и продолжительности его фазы. Если отрасль имеет потенциал роста, она привлечет большие капиталовложения, что может ухудшить ценообразование — цены опустятся ниже прогнозируемых уровней. Кроме того, зрелая фаза может наступить очень быстро, и отрасль перейдет в стабильное состояние намного раньше, чем предвидели. Мобильная телефония — отрасль, которая пережила взрывной рост, но, по всей видимости, вошла в зрелую фазу раньше, чем ожидали. При огромных инвестициях в новые технологии (3G) более низкий, чем надеялись, рост значительно уменьшает стоимость по модели DCF. Ключевой фактор, который позволит создать сверхвысокие темпы роста, до сих пор не определен.

■ *Сложность калькуляции.* Для частных инвесторов сложность прогнозирования операционного денежного потока и определения стоимости капитала делает этот подход к оценке очень запутанным. Найти бету и стоимость долга может быть просто не удобно. Но даже если вы не планируете использовать этот довольно сложный метод, то все же должны представлять его сильные/слабые стороны, чтобы понимать просчеты исследований, выводящих акции в лидеры на основании DCF, и сформировать особое «необходимо-скептическое» отношение к данному методу.

## ИТОГИ

Принимая во внимание, что денежные средства — основной фактор стоимости, все активы фактически стоят столько, сколько стоят их дисконтированные будущие денежные потоки. Показатель стоимости получают из долгосрочных прогнозов по денежному потоку компании, после чего эти денежные потоки преобразуют в эквивалентную стоимость на данный момент. DCF — абсолютный индикатор стоимости компании, который часто именуется чистой текущей стоимостью или



внутренней стоимостью компании. При его определении используется ставка дисконта, которая является стоимостью капитала и в теории отражает риски, сопутствующие компании. Ясно, что такие риски должны быть прямо учтены в оценке компании.

Чтобы эффективно выполнить оценку по методике DCF, необходимо долгосрочное прогнозирование цены, объема и затрат компании и допущения по капитальным затратам и оборотному капиталу, требуемым для бизнеса. Однако в среде, где невозможно строить прогнозы на следующий квартал, метод, предполагающий прогнозирование на ближайшие 10–20 лет, имеет много подводных камней.

Хотя у данной методики существует много потенциальных проблем, иметь представление о том, какой показатель стоимости бизнеса формируется по DCF, полезно и необходимо. Можно применить различные сценарии по ценам и объемам (и по другим переменным) и получить вероятный диапазон стоимости бизнеса. Или можно ознакомиться с рыночной оценкой бизнеса, а потом исследовать, какие допущения по операционной прибыли и капитальным затратам были сделаны, чтобы в итоге получился именно такой показатель стоимости. Если вы считаете, что оценка рынка слишком осторожна, используйте ваши собственные допущения и посмотрите, не будет ли внутренняя стоимость компании более высокой, — тогда вы купите эти акции.

DCF часто воспринимают скептически — менеджеры фондов и аналитики считают прогнозы слишком субъективными, кроме того, их часто пересматривают. В модель могут быть включены очень амбициозные/излишне оптимистичные допущения, чтобы сделать акции привлекательными. Это часто делается во время IPO, и именно по такой схеме происходило размещение бумаг на рынке во время взлета интернет-продаж. Стоимостью можно ловко манипулировать, если завышать долгосрочные прогнозы или снижать стоимость капитала — как мы заметили, при очень скромных «изменениях» в наших допущениях стоимость акционерного капитала уменьшалась в два раза.

Инвесторы в недооцененные акции часто ищут оказавшиеся не «в фаворе» и недооцененные акции и по консервативному DCF (или используя ряд допущений-вариантов) определяют вероятную внутреннюю стоимость компании. После этого принимается решение, покупать или не покупать акции на фундаментальных показателях, игнорируя негативную «шумиху» на рынке.

## КОНТРОЛЬНЫЙ ПЕРЕЧЕНЬ ВОПРОСОВ

### Определение денежного потока

- Калькуляция DCF включает следующие компоненты:
  - Чистая операционная прибыль после вычета налога (NOPAT)
  - Сумма износа
  - + Амортизационные отчисления по нематериальным активам
  - Капитальные затраты (капвложения в поддержание бизнеса)
  - требуемые суммы по оборотному капиталу
  - = операционный свободный денежный поток

### Ставка дисконта

- Она отражает риски, сопутствующие предприятию: чем выше риск, тем выше ставка дисконта.
- Ставка дисконта также зависит от финансовой структуры бизнеса. Долг дешевле акционерного капитала и имеет преимущества при налогообложении. Таким образом, чем больше бизнес финансируется заемными средствами, тем ниже стоимость капитала.
- При расчете WACC принимается в расчет сочетание долг/акционерный капитал. WACC используется для дисконтирования будущих денежных потоков.

### Преимущества использования DCF

- Абсолютный индикатор стоимости, который применим ко всем активам.
- Основан на денежных средствах, ключевом факторе стоимости.
- Теоретически с учетом денежной природы DCF не должно быть проблем, вытекающих из разных способов бухучета, искажающих такие показатели, как P/E.
- Прямо учитывает риски инвестирования через стоимость капитала/ставку дисконта.
- Учитывает долгосрочный период и потери на стадии стартапа, которые могут иметь место при инвестировании.
- Для некоторых проектов при разработке новых продуктов и слияниях и поглощениях DCF может быть единственным приемлемым методом оценки.
- Возможность «игры» допущениями-вариантами по ценам и объемам и другим переменным — можно создать несколько вариантов стоимости, формирующих вероятный диапазон для конкретного бизнеса, и осуществить анализ уязвимых мест, исходя из прогнозируемой обстановки.

#### Недостатки DCF

- Достоверность краткосрочных и долгосрочных допущений вызывает большие сомнения.
- Субъективность и уязвимость прогнозов, что в итоге дает широкий разброс в оценках – все это не всегда может помочь инвестору.
- Практически невозможно точно прогнозировать период необычного роста и долгосрочные темпы роста.
- Стоимость капитала только приблизительно отражает риск, и в реальных условиях может быть много других факторов, которые надо принять в расчет. Эти факторы говорят, что используемая ставка дисконта все равно носит субъективный характер.
- Для многих людей сложность калькуляции делает метод невозможным в применении (хотя использование динамических таблиц во многом облегчает задачу).

## ГЛАВА 8

### ОТНОСИТЕЛЬНАЯ ОЦЕНКА

Темы, которые раскрываются в этой главе

- Зачем использовать относительные оценки
- Коэффициент «цена/прибыль» (P/E)
- P/E относительно рынка
- Рег-коэффициент
- Дивиденды – инвестирование с целью получения постоянного дохода
- Показатель EV (стоимость предприятия)
- EV/EBITDA
- EV/операционный свободный денежный поток
- EV/продажи
- Коэффициент «цена/балансовая стоимость»
- Итоги
- Контрольный перечень вопросов

#### ЗАЧЕМ ИСПОЛЬЗОВАТЬ ОТНОСИТЕЛЬНЫЕ ОЦЕНКИ

Мы рассмотрели процесс получения абсолютной стоимости компании. Прогнозируя ее долгосрочные денежные потоки, оценивая структуру рисков для получения соответствующей ставки дисконта и делая допущения по темпам роста в будущем, мы получаем внутреннюю стоимость акций.

Очевидно, что процедура определения стоимости компании может оказаться сложной. Кроме того, оценка в основном зависит от со-

стояния компании в далеком будущем, когда можно только предполагать, какими будут тенденции и цифры. Это особенно актуально в наши дни, когда очень трудно прогнозировать на ближайшие шесть месяцев, а темпы восстановления экономики такие неопределенные. Итак, допущения по темпам роста компании через 10 лет неизбежно будут слишком условными.

Чтобы избежать этих проблем, большинство аналитиков и менеджеров фондов используют методики получения относительной стоимости, а показатели относительной стоимости широко публикуются в прессе и освещаются СМИ. Относительная стоимость — это когда компанию сравнивают с другими похожими компаниями и/или с фондовым рынком в целом. Так, нам может прийти в голову идея сравнить, например, GSK и Pfizer или Diageo с Pernod-Ricard. Разумеется, в некоторых случаях критерии, по которым можно сказать, что данная компания действительно «похожа» на другую компанию, весьма условны.

Поэтому необходимо выработать систему координат, решить, какой показатель результативности при нашей оценке — продажи, EBITDA, EPS — мы будем использовать для сравнения. Если использовать только один правильно подобранный индикатор на ближайшие пару лет (в отличие от прогноза на 30 лет вперед) — гораздо легче и проще и менее обременительно с точки зрения времени сравнивать акции относительно друг друга и приходиться к решению по покупке/продаже акций.

Конечно, с точки зрения взятых рисков, которые в этом случае также относительны (т.е. мы можем определить, что риск, взятый в компании А, больше риска, взятого в компании В), если весь фондовый рынок (или выбранная группа основных конкурентов) перекуплен или недооценен сам по себе, мы можем купить акции, которые относительно дешевле, но в абсолютном выражении дорогие. Это напоминает покупку дома на пике роста рынка недвижимости, из-за того что цена квадратного метра в этом доме намного ниже, чем в других домах на той же самой улице. В относительном выражении это является выгодной сделкой, но при падении цен на недвижимость мы все равно потеряем деньги.

Обратим внимание и на то, что дом может находиться в отличном состоянии от других домов в состоянии и иметь иные характеристики и свойства. То же самое применимо к компаниям. Значит, необходимо быть осторожными с выводами, получаемыми только на основе коэффициента P/E компании, — если P/E компании А намного ниже такого же показателя компании В, совсем не обязательно, что она дешевле. Вот где может пригодиться системный подход при оценке — прежде

чем прийти к какому-либо заключению, нам необходимо оценить как минимум структуру роста, риска и качества двух компаний, а также их прибыль. Эти характеристики дадут ключ к выбору индикатора, который мы будем использовать для оценки и, соответственно, в результате установим ту цену, которую готовы заплатить. За прибыль высокого качества в сочетании с ростом при низких рисках мы заплатим намного больше, принимая в расчет более высокий коэффициент х или мультипликатор компании.

Важно знать, для кого именно определяется стоимость — для акционеров или кредиторов/спонсоров. Если вы оцениваете акционерный капитал, вам необходимо гарантировать, что индикатор результативности отвечает ожиданиям акционеров. Так, например, показатель «цена акции/прибыль на акцию» — это явно показатель акционерного капитала (EPS, по своему определению, это то, что остается обыкновенным акционерам). Иногда используется показатель «рыночная капитализация/продажи». Однако при этом используется показатель на основе акционерного капитала (рыночная капитализация) и сравнивается с продажами, которые производятся всеми лицами, предоставляющими капитал. — стоимость предприятия противопоставляется стоимости акционерного капитала. Компания с большим долгом и низкой рыночной капитализацией (например, General Motors) может иметь исключительно привлекательный коэффициент «рыночная капитализация/продажи», но все же в этом случае лучше использовать коэффициент «стоимость предприятия (EV)/продажи» (он учитывает высокий долг) как намного более системный и приемлемый.

Самый полезный способ создать мысленную проекцию стоимости предприятия (EV) — представить ее в виде суммы всех обязательств, необходимых для покупки 100% денежного потока компании. Ее большое преимущество в том, что она учитывает долг и другие долговые варианты обязательств при оценке. Это определенно имеет решающее значение для инвесторов; кроме того, она выявляет главные недостатки таких индикаторов на основе акционерного капитала, как P/E. — они не учитывают структуру финансирования компании или обязательства. В среде, где бизнес предпочитали финансировать средствами, взятыми в долг, а сделки и обратный выкуп акций проводились на заемные деньги, использование показателя EV намного более разумно при сравнении компаний.

Учитывая широкое распространение методов относительной оценки, легкость калькуляции и удобство в применении, очень важно познакомиться с ними, с их сильными/слабыми сторонами.

Цена компании зависит от элементов, показанных в схеме оценки при системном подходе в начале книги (см. рис. 1.1). Эти факторы можно использовать, чтобы понять, почему цена одной компании отличается от другой. Возможно, аналитики считают, что у одной компании лучше коллектив управляющих, а ее стратегия более убедительна и в результате она оценивается выше, несмотря на то что остальные факторы точно такие же. Наоборот, результативность и прибыль могут быть намного слабее плюс отсутствие реальной возможности к устойчивому восстановлению — в результате цена будет намного ниже. Схема дает удобный способ диагностики факторов, влияющих на относительную стоимость.

При определении относительной стоимости один из ключевых вопросов — какой индикатор результативности самый важный для цены акций в долгосрочной перспективе? Многие люди заостряют внимание на EPS, но, как мы видим, этот показатель не обязательно самый важный индикатор результативности компании, и им можно манипулировать. Например, Элгон, воспользовавшись лозунгом «сначала прибыль — потом совесть», создавала отличные показатели EPS, но денежные средства! Но, как мы наблюдали при определении абсолютной стоимости, наличные денежные средства — ключевой фактор стоимости. Итак, сколько наличных денежных средств создаст компания, столько она будет стоить в долгосрочной перспективе. Они позволяют компании инвестировать в поддержание своего конкурентного преимущества, не упустить возможности по увеличению стоимости и оплатить растущий поток дивидендов, причитающихся акционерам.

В текущей экономической ситуации это особенно актуально, так как компании будет легче профинансировать свою стратегию и быть менее зависимой от внешних спонсоров. Недавние события и тренды в экономике сделали риск одним из центральных факторов, в этой связи все критерии результативности и оценки должны анализироваться с учетом сопутствующих рисков.

Оценить стоимость компании можно несколькими способами. В свою очередь, стоимость компании покажет, правильно ли оценены ее акции. На деле аналитики используют ряд индикаторов, после чего формируют суммарное представление.

Исследуем следующие методы оценки:

- коэффициент «цена/прибыль»;
- коэффициент «цена/прибыль относительно рынка»;

- коэффициент регрессии;
- дивидендный доход;
- EV;
- EBITDA;
- EV к операционному свободному денежному потоку и доходу по свободному денежному потоку;
- EV/продажи;
- коэффициент «цена/балансовая стоимость».

### КОЭФФИЦИЕНТ «ЦЕНА/ПРИБЫЛЬ» (P/E)

Это один из самых простых и часто наиболее эффективный способ установить стоимость акции. Коэффициент P/E очень просто получить: нужно разделить цену акции на EPS данной компании. Он покажет, сколько лет потребуется компании, если прибыль будет на текущих уровнях, чтобы заработанные деньги покрыли стоимость всех выпущенных акций. P/E (и фактически другие индикаторы оценки) часто называют мультипликатором компании или ее коэффициентом  $x$ .

Помните, что показатель P/E совершенно неприемлем для ряда компаний (см. параграф «Когда нельзя использовать P/E», стр. 340).

EPS рассчитывается делением прибыли, оставшейся после вычета налогов, на количество акций в выпуске.

#### ПРИМЕР

##### Калькуляция P/E

Снова вернемся к воображаемому производителю автомобильных тормозов, компании «Тормоз». У этой компании операционная прибыль составляет 7,5 млн фунтов. Допустим, что стоимость процентов 2,5 млн, значит, если вычесть эту сумму из операционной прибыли, мы получим прибыль до уплаты налогов в 5 млн. При стандартной ставке налога в 30% прибыль за вычетом налогов равна 3,5 млн. Допустим, что выпущено 30,5 млн акций. Отсюда EPS равен 11,5 пенса (3,5 млн/30,5 млн). Если текущая цена акций равна 115 пенсам, то, разделив ее на показатель EPS, мы получим P/E, равный 10 $\times$  (10 раз).

В более распространенном варианте этот индикатор основан на исторической информации: EPS определяют по последнему набору зафиксированных показателей. Однако для инвесторов P/E становится намного полезней, если используется форвардный EPS. Он, в определенном смысле, учитывает все факторы, которые, по мнению аналитиков, определяют будущую прибыль. — спрос, цены и затраты. Аналитики рассчитывают эти факторы в своем прогнозе по EPS.

Если аналитики предсказывают, что EPS немного вырастет в следующие три-четыре года, это говорит о хорошем состоянии дел в компании. Если, по прогнозам, EPS должен упасть (особенно если это резкое падение), значит, что многое в компании делается не так, как надо.

#### **P/E – предвидение будущего и учет рисков**

Цены акций, зависимые от прогнозов, всегда учитывают период от 18 месяцев до 2 лет. Итак, цены акций представляют собой сочетание надежд и опасений рынка на следующие два года с перевесом в ту или иную сторону. Если компания объявляет о рекордной прибыли на только что закончившийся год, но скромно анонсирует предстоящие 12 месяцев, цена акций упадет. Часто наблюдается следующая ситуация: текущая торговля компании в полном порядке и отвечает ожиданиям. Однако цена акций падает и создает новый, очень низкий P/E. Это происходит потому, что рынок всегда смотрит дальше ближайших 12 месяцев. Так, в 2007 г., например, акции строительных компаний и банков имели очень низкий коэффициент P/E. Торговля все же шла хорошо, заставляя полагать многих менеджеров, что акции недооценены. Однако умные аналитики нашли главную причину — акции предвидели резкий спад в экономике, особенно на строительном рынке, и реагировали на высокие риски в данном секторе, которые сопутствуют компаниям с большим долгом. В этом случае цены акций точно предвидели надвигающиеся проблемы — они не были дешевыми. Рынок не всегда дает правильную оценку — перевес в оптимистичную/пессимистичную сторону может быть значительным. Тем не менее всегда стоит задуматься, говорит ли низкий показатель P/E о дешевизне или это предвидение плохой торговли и отражение высоких рисков.

Такое предвосхищение будущих событий и учет рисков часто называют дисконтированием или учетом будущих факторов, которые уже

заложены в ценах. Перспективы могут быть очень плохими, но цена акций может быть на таком уровне, который учитывает все будущие проблемы. В итоге акции могут быть дешевыми.

По сути, P/E (и относительный P/E) зависит от элементов системного подхода при оценке. Основопологающие факторы, влияющие на оценку, таким образом, следующие:

- рост (прибыли обыкновенных акционеров);
- качество (прибыли обыкновенных акционеров);
- риски.

Нельзя останавливаться на одном из них в отдельности при определении привлекательности акций. Как мы обсуждали ранее, рост прибыли будет оцениваться по-разному в зависимости от причин, его вызвавших. Оценка роста зависит от источника, его устойчивости или одноразовости. Факторы, которые вызывают одноразовый рост, — ликвидация недвижимости или снижение произвольных затрат, таких как маркетинг и научно-исследовательская деятельность. Чтобы рост был высоко оценен, он должен быть вызван хорошей результативностью основного бизнеса (большие объемы и контроль над ценами в сочетании с жестким контролем затрат). Соответственно, низкий P/E должен быть более привлекателен, чем высокий P/E. Но так может быть не всегда. В ряде ситуаций низкие P/E не сигнализируют о том, что акции дешевые. Главные факторы представлены в схеме системного подхода при оценке в начале книги.

Причины, объясняющие, почему низкий P/E не означает привлекательность (или дешевизну) акций, могут быть следующими:

- неопределенность будущего компании и ее EPS;
- рынок предвидит, что EPS окажется под давлением на протяжении следующих 18 месяцев;
- высокая степень цикличности отрасли — это тоже порождает большую неопределенность;
- компания имеет выход на волатильные рынки;
- в секторе избыточные мощности и слабый контроль над ценообразованием;

- сектор или компания с постоянно низкой прибылью (операционная маржа и/или ROIC на низком уровне), которая не увеличивает экономической стоимости;
- сектор — в зрелой стадии, перспектив роста нет;
- компания только что вышла из стадии бурного роста;
- плохое управление компанией;
- управление не имеет убедительной стратегии роста;
- плохое движение/генерация денежных средств;
- плохая балансовая отчетность.

Первые четыре фактора означают, что точно предсказать EPS трудно; качество прибыли низкое. Изменчивость предполагает низкий P/E. Если EPS будет пересмотрен в сторону понижения, акции станут намного дороже. Фактически низкий P/E может учитывать (или предвосхищать) именно такой пересмотр прогноза.

Важно, что факторы, описанные в системном подходе при оценке, явно взаимосвязаны. Кроме того, они подкрепляют друг друга. Так, например, прогноз плохой прибыли из-за слабого ценообразования в результате избыточных мощностей приведет к низкому показателю ROCE и низкой марже. Это, в свою очередь, станет причиной слабого денежного потока (чем выше маржа, тем сильнее денежный поток) и плохого финансового состояния компании. От этого ставятся под удар планы инвестирования компании в бизнес с целью увеличения прибыли и роста. Из-за такого замкнутого круга компании, а значит и ее акциям, крайне трудно принести акционерам прибыль.

Могут быть случаи, когда компания в действительности неплохо преуспевает, но у нее нет перспектив будущего роста — компания может доминировать на своем рынке и/или иметь хорошую маржу, но не обладать ясной стратегией, обеспечивающей рост. Фактически компания вышла из стадии роста. В этом случае P/E также будет низким. Если нет убедительной стратегии по увеличению стоимости с ростом компании, руководство будет вынуждено распределить получаемые денежные средства (и фактически любые излишки наличных на балансе) на акционеров. Тогда акции будут привлекательны с точки зрения дивидендного дохода, но отсутствие роста дает низкий P/E.

Наоборот, в ряде ситуаций можно наблюдать высокие P/E, но при этом акции не считаются дорогими. Это, как правило, факторы, противоположные причинам низкой оценки, в частности:

- у компании отличная репутация роста и большие перспективы роста;
- сектор высокого роста;
- высокая уверенность в прогнозах компании;
- предсказуемые/стабильные прибыли;
- большая доля на рынке;
- надежные барьеры для входа;
- у компании хороший контроль над ценами;
- у компании высокая маржа и отличный показатель ROCE, которые увеличивают стоимость;
- мощные денежные потоки;
- сильная балансовая отчетность;
- отличная стратегия роста.

Первые два фактора означают, что компания рассматривается как объект для инвестиций в рост. В результате хорошего роста EPS должен быть высоким P/E. Уверенность в прогнозах и предсказуемость прибыли означают, что качество прибыли высокое — снова мы видим фактор, отвечающий за более высокий P/E.

Экономические характеристики, такие как доля на рынке, надежные барьеры для входа и сильный контроль над ценами, должны преобразоваться в высокую прибыль от продаж/на задействованный капитал. Хороший послужной список руководства также дает основание надеяться, что управление базовой стоимостью эффективно и компания будет отвечать на все изменения рынка и соответствовать потребностям клиента. Это также станет причиной высокой оценки компании.

Ранее мы упоминали «замкнутый круг» — данные факторы также тесно взаимосвязаны. «Замкнутый круг» роста и высокой прибыли приведет к созданию мощного денежного потока. Это поможет компании профинансировать свою собственную стратегию роста без ущерба для

акционеров. Правильно инвестированные денежные средства еще больше увеличат рост в долгосрочной перспективе. Все зависит от реализуемой и эффективной стратегии руководства по росту компании.

### Снижение/повышение P/E

Рассматривая компанию, вы можете заключить, что P/E слишком низкий с учетом перспектив и качества EPS. Значит, компания – более прибыльный бизнес с лучшими, чем показывает текущий коэффициент P/E, перспективами. Если это так, тогда акции выиграют от пересмотра мультипликатора. Он может означать очень выгодные перспективы инвестирования. Если показатель P/E находится на скромных 8x, а на самом деле бизнес заслуживает 10x, значительные 25% роста заставят вас инвестировать в эти акции. Но вам необходимо быть уверенным в сделанной оценке и иметь представление о причине пересмотра мультипликатора.

Вот некоторые факторы, которые могут спровоцировать пересмотр стоимости компании:

- результаты, которые уверенно превосходят ожидания рынка;
- рынок, в котором задействована компания, показывает лучшую результативность, чем ожидали;
- компания продолжает увеличивать долю на рынке;
- ликвидация бизнеса, от которой мог выиграть основной бизнес;
- ликвидация или сделка, которая меняет баланс компании;
- денежный поток намного более привлекателен, чем думали вначале;
- новый исполнительный директор или коллектив управляющих;
- поглощения или процесс консолидации среди похожих компаний;
- улучшение ценообразования в отрасли в результате консолидации.

Хотя случай для повышения мультипликатора может быть подходящим, часто происходит так, что без катализатора акции остаются на низких уровнях. Следовательно, нужно проявлять осторожность.

Наоборот, у акций, которые не оправдали ожиданий, мультипликатор P/E может быть серьезно пересмотрен в сторону понижения. Если ожидания роста, которые закладывались в высокий мультипликатор, не сбылись, P/E резко снизится. Кроме разочарывающего роста в таком понижении могут быть учтены риски и проблемы, которые первоначально расценивались как несущественные.

Понижение может быть вызвано факторами, которые снижают EPS и ставят под сомнение допущения по росту, например:

- новый игрок на рынке взял долю;
- больше конкурентов в связи с новым продуктом или услугой;
- ценообразование разочаровало;
- спрос оказался подверженным экономическим явлениям, а первоначально считалось, что он не зависит от рецессии;
- затраты превысили смету и вышли из-под контроля;
- неудачное поглощение или плохое стратегическое решение.

Этот последний фактор скорее связан с разочарованием от руководства, чем с оказавшимися хуже ожиданий темпами роста бизнеса. Но, так или иначе, он может быть важным прецедентом пересмотра P/E компании.

Выход пересмотренных в сторону повышения/понижения мультипликаторов, как правило, сказывается на недооцененных и растущих акциях соответственно. Более подробно мы рассмотрим эти методы инвестирования позже.

### Сильные/слабые стороны использования P/E

Использование P/E очень тесно связано с анализом EPS как показателя результативности. Мы заметили, что способы бухучета, манипулирование EPS и отсутствие прямой связи между EPS и денежными средствами были отмечены как серьезные проблемы. Однако, сосредоточившись на качестве прибыли, мы сможем попытаться отодвинуть в сторону некоторые из этих проблем.

Учитывая повсеместное использование P/E, имеет смысл рассмотреть все «за» и «против» этого индикатора.

Как индикатор результативности EPS эффективно совмещает факторы, управляющие ценой, объемом и затратами. Результативность

этих переменных определяет успех компании и цену ее акций. Это подтверждается фактом, что на консенсус-прогнозы по EPS всегда обращают много внимания, а когда объявляются результаты, EPS всегда сравнивают с ожиданиями рынка. И так, это ключевой показатель, который надо понять и которым надо руководствоваться.

Сильные стороны P/E:

- его легко рассчитать;
- широко используется;
- учитывает прогнозы;
- EPS – индикатор прибыли, предназначенной для акционеров.

Широко распространенное использование P/E делает его индикатором стоимости, который необходимо понять. Для многих частных инвесторов он также имеет преимущество, поскольку легок для понимания и калькуляции. Кроме того, в Интернете можно ознакомиться с большим количеством прогнозов по EPS. Преимущество EPS как показателя прибыли в следующем: это та часть, которая остается обыкновенным акционерам, когда все прочие интересы в доходе компании удовлетворены.

Однако даже при таких очевидных преимуществах P/E имеет ряд потенциальных ловушек как индикатор стоимости. Не ставя под сомнение его эффективность, напомним, что использовать его можно только с большой осторожностью.

Слабые стороны или проблемы, связанные с P/E:

- не учитывает финансовой/долговой структуры;
- финансовый рычаг/обратный выкуп акций увеличивает EPS – но они могут иметь одновременный эффект, да еще при этом увеличивать риски;
- нельзя сравнивать компании (внутри страны и зарубежные) из-за разных способов учетной политики (подход к амортизации, налогам и т.д.);
- EPS особенно легко манипулировать;
- выполнение плана по EPS может привести к решениям, подрывающим бизнес;
- его нельзя использовать для оценки убыточного роста на ранней стадии или когда бизнес цикличен;

- не учитывает создания денежных средств;
- не учитывает прибыль на инвестиции;
- рост EPS может быть за счет ROIC;
- рост EPS может достигаться ценой снижения чистой стоимости актива (исключительные резервы или резервы, создаваемые при поглощении, списываются из средств акционеров, но благодаря этому увеличивается EPS);
- нельзя адекватно оценить качество прибыли.

Одна из трудностей при использовании EPS – оценка циклических компаний. Здесь часто искажается логика – вы покупаете на высоком P/E, а продаете на низком P/E. Это из-за того, что EPS невелик или отсутствует в нижней точке цикла. Если EPS низкий, P/E будет очень высоким. Если мы находимся в нижней точке цикла, можно ожидать улучшения ситуации. Инвесторы могут захотеть вложить средства в восстановление и примут очень высокий P/E за сигнал о приближении дна. Наоборот, когда будет достигнута верхняя точка цикла, EPS значительно вырастет, снизив P/E. Ожидание спада не создаст позитивных сигналов к покупкам на основе низкого P/E.

Мы рассмотрели рост EPS в убыток прибыли или активам в соответствующих главах книги. Значит, главное – гарантировать, что рост EPS достигнут не за счет сделок или дополнительных выгод, которые повышают этот показатель, но при которых снижаются прибыль и активы. Точно так же рост EPS может быть достигнут через увеличение рисков – в этом случае необходимо сделать поправку.

Мы исследовали преимущество использования долга по сравнению с акционерным капиталом и влияние данного явления на поглощения. Мы заметили, что выигрыш от налоговых вычетов при варианте использования только заемных средств (без акционерного капитала) дал в результате мощную поддержку EPS, получаемому в результате сделки. Однако последующее резкое сокращение покрытия процента продемонстрировало большую степень риска при таком варианте.

Интересно заметить, что в этом случае очень трудно адекватно оценить создаваемую прибыль, так как риски из-за большого долга намного выше. Компания, которая воспользовалась сочетанием долга и акционерного капитала, меньше поддержит EPS, но структура рисков у нее будет не такая опасная. Проблема рассмотрения полной струк-



туры капитала и стоимости снимается при рассмотрении показателя EV (стоимость предприятия), который мы рассмотрим позже. Как мы заметили, использование DCF-анализа также учитывает всю структуру финансирования.

## Р/Е ОТНОСИТЕЛЬНО РЫНКА

Как только вы установили Р/Е компании, можно воспользоваться немного более сложной формулой, позволяющей определить, дороги или дешевы акции компании. Речь идет о сравнении Р/Е компании с Р/Е по рынку в целом. Р/Е фондового рынка и отдельных секторов приводится во многих изданиях, в частности на последней странице Financial Times, в разделе, посвященном компаниям, в таблице «Крупные индексы акций FTSE». Для промышленных компаний нужно использовать показатель «нефинансовый сектор» (см. параграф «Куда нельзя использовать Р/Е»).

Если, например, фондовый рынок торгуется с мультипликатором Р/Е, равным 20х, о компании с Р/Е, равным 15х, можно сказать, что у нее относительный Р/Е равен 75% (15 или 75% от 20). Наоборот, у акции с Р/Е, равным 30х при Р/Е фондового рынка в 20х, относительный Р/Е будет 150%.

Большое преимущество использования относительного Р/Е в том, что он привязывает цену компании к рынку в целом. В частности, учитывает результативность компании относительно рынка с точки зрения роста EPS. Но есть и трудность: если рынок переоценен в целом — ваша компания может быть в лучшем положении, чем рынок в целом, но все равно абсолютный уровень будет неверным. Тот же анализ выполняется по соответствующему сектору, чтобы увидеть, дешевле ли компания (или дороже), чем ее основные конкуренты в секторе.

Как и в случае с Р/Е, относительный Р/Е зависит от:

- роста EPS в сравнении с рынком;
- риска;
- качества прибыли.

Ясно, что компании, у которых относительный Р/Е выше 100%, воспринимаются как компании с лучшими перспективами роста и качеством прибыли, чем в среднем по рынку.

«За» и «против» для Р/Е применимы и к относительному Р/Е. Если компании используют различные способы бухучета, это особенно проблематично в данном случае.

## Что определяет размер премии

Размер премии зависит от того, сколько времени, по ожиданиям, продлится высокий темп роста EPS, и от прозрачности (качества) этого роста. Если мы возьмем в качестве примера компанию, растущую на 20% в год в течение следующих 5 лет, а фондовый рынок в целом, по прогнозам, должен вырасти на 8% в год, тогда премия будет равна:

$$(1,20/1,08)^5 = 69\%$$

Таким образом, акция, которая обеспечит такой рост, имеет премию в 69%. Или относительный Р/Е равен 169.

## Р/Е и относительный Р/Е на практике

Рассмотрим оба показателя в действии.

### ПРИМЕР «Розовая таблетка»

Вернемся к фармацевтической компании «Розовая таблетка». У нее надежный поток прибыли от линейки лекарств, включая популярный и хорошо известный на рынке препарат от астмы. У компании также хороший потенциал роста, который обеспечат три новых препарата, недавно запущенные в продажу и показавшие хорошую динамику, и некоторые уникальные разработки, которые должны вывести на рынок новые продукты в ближайшем будущем. Итак, «Розовая таблетка» сочетает надежный поток прибыли (качественный EPS) и отличные перспективы роста. Эти два фактора отражены в прогнозах по прибыли, которая, как показано в таблице ниже, быстро растет. Примечание: в калькуляции учтена текущая цена акций. В примере также заложено допущение по росту рынка в целом, который равен 10% в год.

Из таблицы можно узнать следующее.

- Р/Е, равный 34,5х в первый год, на первый взгляд, говорит, что акции очень дорогие. Компании потребуется 34,5 года, чтобы заработать достаточно денег для обратного выкупа акций по цене на данный момент. Но так как мы знаем, что у компании поток прибыли высокого качества и хорошие перспективы роста, это неудивительно.

- P/E на второй и третий годы показывает нам, что, поскольку быстрый рост прибыли акционеров учтен в сегодняшней цене, акции начинают дешеветь.
- P/E на уровне 173% в первый год говорит нам, что эти акции намного дороже, чем в среднем по рынку. При росте EPS в 25% по сравнению с ростом по рынку в целом, равным 10%, размер премии определен продолжительностью периода, на котором ожидается эта разница в росте. Если речь идет о четырех годах, можно сказать, что, поскольку  $(1,25/1,1)^4$  предполагает премию по P/E в 67%, ненамного отличается от текущего показателя.
- Аналогично, падающий P/E по второму и третьему годам показывает нам, что акции смотрятся дешевле относительно рынка, и в цене акций уже учтен высокий рост EPS.
- Ключевая проблема – определение степени, с которой рост и качество прибыли уже отражены в цене акций. Если эта ставка равна 25% роста относительно 10%-ного роста рынка на протяжении ближайших четырех лет, вы не обязательно заработаете деньги. Для результативности цены акции рост должен быть намного выше или новый препарат должен распродаваться лучше, чем ожидали.

Цена акций на данный момент 875 пенсов

	Прогноз на 1-й год	Прогноз на 2-й год	Прогноз на 3-й год
Прибыль до выплаты налогов	100 млн	125 млн	155 млн
Налог	30%	30%	30%
Прибыль после выплаты налогов	70 млн	87,5 млн	108,5 млн
Количество акций	276 млн	276 млн	276 млн
EPS	25,4 пенса	31,7 пенса	39,3 пенса
Калькуляция коэффициента P/E	875/25,4	875/31,7	875/39,3
P/E	34,5x	27,6x	22,3x
P/E по рынку	20x	18x	16x
Калькуляция относительного P/E	34,5/20x100	27,6/18x100	22,3/16x100
Относительный P/E	173%	153%	139%

#### «Консервная банка»

Совсем другая ситуация с еще одной вымышленной компанией «Консервная банка». Она производит тару для консервов, а этот вид продукции все больше устаревает с каждым годом. Значительная часть ее затрат определяется ценой на исходные материалы, которая за последние несколько лет изменялась. Конкуренты не дремлют, и «Консервная банка» зависит от нескольких крупных контрактов с производителями пищевых продуктов, которые могут легко сменить своих поставщиков. Итак, это – товарный бизнес (очень легко производить такие банки), затраты трудно прогнозировать, компания работает на консолидированном рынке, и есть высокая вероятность того, что выручка пострадает от потери важного контракта. У компании прибыль низкого качества (она непредсказуема), перспектив роста нет. Оба эти фактора отражены в текущей цене акций.

Цена акций на данный момент 100 пенсов

	Прогноз на 1-й год	Прогноз на 2-й год	Прогноз на 3-й год
Прибыль до выплаты налогов	20 млн	18 млн	20 млн
Налог	30%	30%	30%
Прибыль после выплаты налогов	14,0 млн	12,6 млн	14,0 млн
Количество акций	138 млн	138 млн	138 млн
EPS	10,1 пенса	9,1 пенса	10,1 пенса
Калькуляция коэффициента P/E	100/10,1	100/9,1	100/10,1
P/E	9,9x	11x	9,9x
P/E по рынку	20x	18x	16x
Калькуляция относительного P/E	9,9/20x100	11/18x100	9,9/16x100
Относительный P/E	50%	61%	62%

Из таблицы можно узнать следующее.

- P/E в 9,9x в первый год предполагает, на первый взгляд, что акции очень дешевы. Компании потребуется только 10 лет, чтобы заработать достаточно денег для обратного выкупа всех своих акций по сегодняшней цене. Но так как мы знаем, что поток прибыли компании низкого качества (т.е. низкая вероятность, что прогнозы оправдаются), перспектив роста нет, и это неудивительно.
- P/E на второй и третий годы показывает, что роста прибыли нет, так как P/E остается на том же уровне.

- Относительный P/E, равный 50% в первый год, говорит нам, что акции намного дешевле, чем в среднем по рынку.
- Растущий относительный P/E на второй и третий годы говорит, что акции становятся более дорогими по отношению к рынку, поскольку другие компании на рынке увеличивают свою прибыль быстрее, чем «Консервная банка».

Этот пример показывает, насколько полезен относительный P/E при определении недооцененности/переоценки той или иной акции по сравнению с рынком в целом.

Если «Консервная банка» потеряет главный контракт, что снизит прибыль на 5 млн в третий год, мы получим совершенно другую картину:

	Прогноз на 1-й год	Прогноз на 2-й год	Прогноз на 3-й год
Прибыль до выплаты налогов	20 млн	18 млн	15 млн
Налог	30%	30%	30%
Прибыль после выплаты налогов	14,0 млн	12,6 млн	10,5 млн
Количество акций	138 млн	138 млн	138 млн
EPS	10,1 пенса	9,1 пенса	7,6 пенса
Калькуляция коэффициента P/E	100/10,1	100/9,1	100/7,6
P/E	9,9x	11x	13,2x
P/E по рынку	20x	18x	16x
Калькуляция относительного P/E	9,9/20x100	11/18x100	13,2/16x100
Относительный P/E	50%	61%	83%

Здесь мы видим, что риски при прогнозировании могут быть преобразованы в явно дешевую акцию в сильно переоцененную. Эта компания, несмотря на все свои проблемы, торгуется только с 17% дисконтом к рынку в целом. Для такой низкокачественной прибыли и отсутствия перспектив роста дисконт должен быть намного больше, чтобы акции имели хорошую цену.

С учетом особенностей рыночной среды, с которыми сталкивается «Консервная банка», мы должны также рассмотреть вариант, при котором цена упадет на 5%. Что в этом случае произойдет с P/E? Допустим, цена упадет на 5% в конце первого года. Выручка равна 250 млн фунтов. То есть 5%-ное снижение цены забирает 5% от выручки, или 12,5

фунтов. При неизменных затратах операционная прибыль снижается на 12,5 млн фунтов: с 25 млн до 12,5 млн фунтов. Это происходит из-за операционного рычага. При фиксированной стоимости процентов в 5 млн прибыль до выплаты налогов падает до 7,5%. Таблица ниже показывает эффект, оказываемый на EPS.

Такое падение прибыли также ослабляет денежный поток. Фактически мы потеряли 12,5 млн фунтов операционной прибыли. Так как это снижение и налоговое бремя на 30%, то при ставке налога в 30% чистые потери составят 8,75 млн фунтов. При процентной ставке (в качестве варианта) в 7,5% прибыль снижается на 0,65 млн фунтов.

Итак, если мы сделаем допущение, что на третий год будут преобладать низкие цены (при тех же остальных переменных, что маловероятно), прогноз на третий год будет снижен из-за более высокой стоимости процентов.

	Прогноз на 1-й год	Прогноз на 2-й год	Прогноз на 3-й год
Прибыль до выплаты налогов	20 млн	7,5 млн	6,8 млн
Налог	30%	30%	30%
Прибыль после выплаты налогов	14,0 млн	5,3 млн	4,8 млн
Количество акций	138 млн	138 млн	138 млн
EPS	10,1 пенса	3,8 пенса	3,5 пенса
Калькуляция коэффициента P/E	100/10,1	100/3,8	100/3,5
P/E	9,9x	26,3x	28,6x
P/E по рынку	20x	18x	16x
Калькуляция относительного P/E	9,9/20x100	26,3/18x100	28,6/16x100
Относительный P/E	50%	146%	178%

Таким образом, столь скромные изменения в допущениях по ценам резко изменили стоимость акций. Относительный P/E, равный 61%, на второй год меняется на P/E в 26,3x и относительный P/E в 146%. С учетом низкого качества прибыли и факта падения прибыли при росте рынка акции становятся все более дорогими по отношению к рынку в целом.

Ясно, что цена акций не может удержаться на таком уровне. Тогда встает вопрос, насколько могут упасть акции?

Если акции упадут снова до относительного P/E в 70% на третий год, P/E упадет до  $16 \times 0,7 = 11,2$ . Умножив затем его на 3,5 пенса

(прибыль), получим округленную цену в 40 пенсов. Значит, цена упала на 60%. Вряд ли относительный P/E в 70% будет реален в тех обстоятельствах. Однако, может быть так, что прибыль пострадает настолько сильно, что возникнет эффект теннисного мяча – она будет пойти в противоположном направлении. Тогда надежда торжествует над опытом. В некотором роде это научное (а по гипотетическое) преломление ситуации – для успешного «отскока» акции должны потерять как минимум 60% своей стоимости.

### Когда нельзя использовать P/E

Использование P/E может быть неприемлемым в определенных обстоятельствах (например, когда нет прибыли для акционеров) или по некоторым секторам/отраслям (например, финансовые компании, занимающиеся страхованием, банки и риелторские компании).

#### Отсутствие прибыли для акционеров

Это происходит в случае, когда компания крайне зависима от продаж и операционная прибыль сменилась убытками. Очевидно, что это делает коэффициент P/E неприемлемым. Если прибыль упала до очень низких уровней (но все же положительна), P/E будет таким высоким, что его нельзя принимать в расчет. Наоборот, отсутствие прибыли может характеризовать компании в стадии стартапа. Затраты, связанные с развитием бизнеса, сделают такую прибыль отрицательной.

В этих случаях можно использовать индикаторы «EV/продажи» или «EV/EBITDA». Мы более подробно рассмотрим сильные/слабые стороны этих методов оценки позже.

#### Финансовые компании

Они оцениваются по стоимости активов, а не по EPS. Например, страховая компания обычно оценивается по тому, сколько денег осталось в ее инвестиционном запасе, после того как она выплатила все будущие обязательства. Эквивалент EPS в данном случае – деньги, оставшиеся в запасе, разделенные на количество выпущенных акций. Точно так же риелторская компания обычно оценивается по стоимости недвижимых активов, поделенной на количество имеющихся акций. Данный показатель называют стоимостью чистых активов (NAV).

## КОЭФФИЦИЕНТ PEG

Это индикатор стоимости, который объединяет P/E компании с темпами роста ее EPS. Он рассчитывается делением P/E на темпы роста. Например, если акция имеет P/E, равный 20x, и растет на 10% в год, ее коэффициент рег равняется 2x. P/E в теории – это цена, которую инвесторы готовы заплатить за рост, значит, его необходимо корректировать с ростом.

Низкий рег означает, что инвесторы готовы заплатить низкую цену за будущий рост прибыли. Наоборот, высокий рег говорит нам, что инвесторы платят относительно высокую цену за будущий рост.

Этот метод оценки наиболее распространен при оценке компаний с хорошими перспективами роста и с хорошим качеством прибыли. Коэффициент рег был придуман инвестором-самоучкой Джимом Слейтером. По его мнению, акции привлекательны для покупки, когда коэффициент рег находится в пределах 0,6–0,8%. Часто такой показатель называют «ростом при разумной цене».

Итак, давайте посмотрим, что принесет этот метод для нашей фармацевтической компании «Розовая таблетка». Ее прибыль, по прогнозам, растет на 25% в год на протяжении трех лет, как показано выше. Возьмем первый год, когда P/E равен 35x:

$$35/25 = 1,4.$$

Некоторые аналитики скажут, что коэффициент рег, равный 1,4, слишком высок, т.е. акции уже переоценены; однако другие – что стоит обратить внимание на мощный и стабильный рост прибыли и высокое качество этой прибыли. Все зависит от того, что для вас важнее – рост прибыли на один год или более перспективный подход.

Интересно, что наша техническая компания в первый год столкнулась с падением прибыли, а во второй год прибыль выросла на 11%. Это делает коэффициент рег по первому году незначительным, а по второму году он равен 0,9x.

В этой связи возникает серьезная проблема данного коэффициента – он намного хуже работает при цикличной или изменчивой схеме прибыли. Если прибыль исчезла, на следующий год мы можем наблюдать резкий отскок, но от такого ничтожного уровня, что показатель роста лишится всякого смысла. Рост на протяжении одного года высокий, но прибыль может просто не успевать, так как будет на уровне трех или четырех лет тому назад. После такого восстановления

снова может последовать падение, т.е. среднесрочный рост будет очень низким. Однако следует задуматься, что вам говорит коэффициент *peg*.

Как и в случае с низким *P/E*, низкий коэффициент *peg* может говорить о нескольких вещах, которые не обязательно означают, что акции дешевы:

- высокий риск и высокий бета-показатель — проверьте, может быть, это означает изменчивость финансового состояния и операционный рычаг;
- прогнозам по прибыли сопутствует высокий риск, который соответствует низкому *peg*;
- прибыль не успевает за планами роста;
- качество прибыли низкое;
- проекты, которые ассоциируются с ростом, должны, по ожиданиям, принести низкую прибыль на инвестированный капитал.

*Peg* также может передать неправильную информацию, если на рост негативно повлияли распределяемые из суммы выручки инвестиции в маркетинг, научно-исследовательскую деятельность и другие долгосрочные проекты, улучшающие способность долгосрочного роста. В этом случае *peg* не учитывает соответствующую долгосрочную тенденцию.

Суть всего вышесказанного: необходимо смотреть на другие аспекты результативности бизнеса отдельно от роста прибыли, в частности речь идет:

- 1) о прибыли на инвестированный капитал;
- 2) о том, увеличивается ли стоимость;
- 3) создаются ли денежные средства.

## ДИВИДЕНДЫ – ИНВЕСТИРОВАНИЕ С ЦЕЛЬЮ ПОЛУЧЕНИЯ ПОСТОЯННОГО ДОХОДА

Другой способ оценить стоимость акции — оценка с точки зрения дохода, поступающего от владения акциями в форме дивидендов. Его можно получить, разделив дивиденд полного года на цену акции. Преимущество этого метода в том, что он очень простой и может быть крайне эффективным.

$$\text{Доход от получения дивидендов} = \frac{\text{Дивиденды на одну акцию}}{\text{Цена акции}} \times 100\%$$

Полагая, что цена акции равняется 100 пенсам, дивиденд равен 5 пенсам, дивидендный доход равен 5%. Доход от выплаты дивидендов в среднем по рынку в 2009 г. был около 4,5%, значит, такая акция может быть привлекательной, если вы стремитесь к получению дохода.

Дивиденды обычно состоят из двух выплат: промежуточной и окончательной. **Промежуточный дивиденд**, как правило, составляет около 25–40% окончательной суммы за год, соответственно, окончательный дивиденд равен 60–75%. Такая схема обусловлена тем, что промежуточные дивиденды, объявляемые в середине года, основаны на непроверенных цифрах, соответственно, эта часть берет большие риски. Объявление дивиденда за полный год основано на проверенных цифрах, когда не только истек полный год, но имеется и четкое представление о первой части финансового года.

Доход может быть важным требованием для многих инвесторов, и, конечно, он является ключевым компонентом суммарной прибыли акционера (*TSR*). Высокий дивиденд может быть привлекателен с точки зрения постоянного дохода. Однако, как и в случае компаний с низким *P/E*, он может быть связан с низким качеством прибыли и незначительным ростом. Это означает, что акции вряд ли вырастут от стоимости капитала. Значит, вы жертвуете ростом капитала ради спокойного дохода.

Как мы установили при анализе *EPS*, в дивидендах важен их будущий тренд, а не исторические значения. Рост дохода, как и начальный уровень дохода, может быть крайне важным аспектом формулы дивиденда. Например, если взять дивиденд нашей компании «Консервная банка» за последний полный год, который, по допущению, равен 5 пенсам, и разделить его на цену акций в 100 пенсов, дивидендный доход составит 5%. Сопоставив его с дивидендным доходом по рынку в 3,3%, видим, что акция привлекательна с точки зрения дохода. Относительный дивидендный доход, таким образом, составит  $5\%/3,3 = 152\%$ .

Но с учетом некоторых проблем бизнеса компании и ее ограниченного роста цена акции может легко упасть, сведя на нет преимущество дивидендного дохода. Более того, в этом случае стоит заметить, что, поскольку *EPS* покрывает дивиденд только дважды (*EPS* в 10 пенсов в два раза превосходит дивиденд в 5 пенсов) и прогноз по прибыли равномерный, реальных вариантов увеличения дивиденда нет.

Другой фактор, который надо учитывать при рассмотрении акции с большим дивидендом, — что через дивиденд акционеры получают большую часть своего дохода. То есть останется очень немного, чтобы эти средства инвестировать в бизнес. Это, в свою очередь, может означать, что руководству не будет никакого дела до качества активов, а это может сказаться на конкурентоспособности бизнеса. В бизнесе, который использует много активов, а поддержание качества активов — решающий фактор конкурентоспособности, такое отношение загубит компанию. Наряду с ослаблением конкурентоспособности отсутствие инвестирования ограничит рост в будущем. Слабость цены акций Pizza Express в течение 2000 г. была вызвана отсутствием инвестирования в головную сеть ресторанов, что сделало бизнес менее привлекательным в конкурентном ресторанном секторе. Если вложить огромную сумму для восстановления ресторана до определенного уровня, это уменьшит дивиденды.

Наоборот, высокий коэффициент выплат может сигнализировать о том, что у руководства нет явных возможностей инвестирования с прибылью и с увеличением стоимости — в этом случае возврат средств акционерам имеет определенный смысл. Проблема заключается в том, что отсутствие возможностей инвестировать с прибылью приведет, — учитывая, что компания фактически завершила стадию роста, — к небольшому росту капитала (цены акций). Вспомним, что именно суммарная прибыль привлекает инвесторов (т.е. рост дохода и капитала) — инвестирование в данном случае было бы ошибкой.

### Обеспечение дивиденда и дивидендная политика

**Обеспечение дивиденда** — индикатор, который показывает, насколько компания может себе позволить выплату дивиденда. Его определяют как EPS компании/дивиденд на одну акцию, и обычно он выражается мультипликатором (×). Чем выше покрытие, тем легче компании выплатить дивиденд и выше потенциал роста этого дивиденда.

Факторы, обеспечивающие защищенность и рост дивиденда, следующие:

- размер обеспечения дивиденда;
- финансовое состояние — денежный поток и рычаг;
- перспективы бизнеса — прогноз по росту EPS;

■ инвестиции, необходимые для бизнеса;

■ прибыль, которая может быть создана инвестированием

Большой размер обеспечения дивиденда также позволяет вырасти дивиденду в будущем. Рост дивиденда обычно определяется результативностью компании и тем, как эта результативность трансформируется в рост EPS. Ясно, что и другие критерии будут играть роль. Потребность в капитале для инвестирования, например, окажет влияние на дивидендную политику в той же мере, что и финансовый рычаг компании. Это показывает, что размер дивиденда — фактически решение по размещению капитала.

Другая ключевая проблема, оказывающая влияние на выплату дивидендов, — прогнозы по компании и уверенность коллектива управляющих в этих прогнозах. Часто резкое увеличение дивиденда считается сигналом к покупке акций — это говорит о том, что уверенность руководства в перспективах компании высокая. Наоборот, если за отличной отчетностью компании следует скромное увеличение дивидендов, это может заставить инвесторов проявить бдительность, так как руководство не так уверено в будущем компании.

Хотя обеспечение дивиденда выражается отношением EPS к дивиденду, дивиденд выплачивается из наличных денежных средств. Соответственно, способность компании обслуживать/увеличивать дивиденды определяется структурой денежного потока бизнеса.

Стабильность EPS компании и структуры денежного потока важны. Для коммунального сектора, который отличается предсказуемыми потоками выручки и прибыли, низкий размер обеспечения может вызвать меньше проблем, чем, например, для огромной химической компании, где прибыль очень резко реагирует на относительно небольшие изменения спроса и цен (см. параграф об операционном рычаге на стр. 285).

### ПРИМЕР

#### Факторы, которые влияют на привлекательность дивидендного дохода

Для иллюстрации всех вопросов по теме рассмотрим две очень различные компании, которые могут представлять интерес с точки зрения дивидендного дохода. Компания А — коммунальная организация с прозрачными потоками выручки. У нее обеспечение дивидендов — 1,5х,



финансовый рычаг – 65%, относительный дивидендный доход (т.е. на 60% выше, чем в целом по рынку). Наша химическая компания В. позиционируется на международном рынке, она ценовая и имеет избыточные мощности; в отрасли острое ценовое соперничество. Рычаг – 50%, обеспечение дивиденда – 2х, а относительный дивидендный доход – 225.

Итак, компания В более привлекательна с точки зрения дивиденда. Доход намного выше, а рычаг меньше. Однако коммунальная организация привлекательней в том плане, что прибыль и денежные потоки более прозрачны, чем у завода. Это означает, что ее структура «акционерный капитал» и выплатами дивидендов намного легче управлять. Итак, хотя дивидендный доход ниже, чем у завода, он гораздо более защищен.

Наоборот, размер обеспечения дивиденда с учетом рисков присутствующих такому бизнесу, как у компании В, заставляет сомневаться в стабильности такого дивиденда. Резкое снижение цен приводит к резкому снижению операционной прибыли. Из-за этого обеспечение дивиденда (и покрытие процента) упадет до уровней, которые невозможно обеспечить, значит, очень высока вероятность урезания дивиденда.

### Урезание дивиденда

В Великобритании урезание дивидендов считается крайней мерой – часто это реакция компании на кризис. Однако крах финансового сектора заставил многие банки урезать дивиденды, а такие компании, как BT, M&S Wolsley, урезали выплаты. Это еще один довод в пользу того, что размер компании не играет никакой роли в защищенности дивиденда. Банковский кризис, вероятно, вызвал изменение отношения инвесторов: если урезание дивидендов помогает выплатить долги и обеспечить инвестиции в бизнес, необходимые для его выживания в долгосрочной перспективе, тогда оно если не встречает поддержку, то по крайней мере воспринимается с пониманием.

В Великобритании семь компаний – BP, Shell, AstraZeneca, GlaxoSmithKline, Vodafone, HSBC и BAT – выплачивают половину всей суммы дивидендов рынка. Интересно, что два нефтедобывающих «кита» в этом списке означают, что значительная часть дивидендов зависит от тренда в ценах на нефть. Фармацевтический сектор и табачные компании представляют относительно защищенный источник дохода. То же самое относится к другим отраслям, не затронутым экономическими катаклизмами, – например, коммунальному сектору и пищевой промышленности.

Очевидно, что урезание может серьезно сократить получаемый доход, но оно также сокращает капитал. При ожидании урезания цена на акции может некоторое время снижаться, но не пойдет дальше вниз после объявления о снижении дивиденда. Считается, что руководство всесторонне проанализировало соответствующие проблемы и готово произвести необходимые изменения, значит, урезание дивиденда может быть сигналом для важной поворотной точки.

### Высокий дивидендный доход и урезание дивиденда

Когда акция приносит доход значительно выше рынка (например, выше 8%), рынок уверен, что дивиденд будет урезан. В качестве практического правила: доход по дивидендам, который выше 1,5х от безрисковой ставки, означает, что дивиденд будет урезан: коэффициент более 2х от безрисковой ставки и цены акций сигнализирует, что компания берет высокие риски, такой дешевый источник дохода небезопасен. Цена акций на рынке такова, чтобы обеспечить устойчивый дивиденд и уровень дохода. Поэтому дивиденд может быть урезан в следующий раз, когда компания объявит о результатах. Если вы считаете, что дивиденд стабилен, и можете убедительно доказать это, значит, акции дешевы.

Если имеет место ситуация, когда цена акций уже могла резко упасть и сейчас переживает кризис, трудно решить, что надо делать в этом случае с акциями. Их можно купить «под восстановление», так как урезание дивиденда говорит рынку, что компания осознала всю серьезность своего положения, а значит, сейчас будет разворот тренда. В принципе в такой ситуации может потребоваться ряд инициатив (не только урезание дивидендов), чтобы убедить инвесторов, что у компании хорошие шансы повернуть фортуны к ней лицом. Но если действия позволяют возобновить рост дивидендов в относительно близкой перспективе, тогда покупка «под восстановление» может иметь смысл.

### Высокий дивидендный доход и низкий рост

Высокие дивиденды могут также говорить, что нет перспектив для роста капитала. Это может сигнализировать о стадии консолидации в развитии компании или о том, что компания действует в секторе с низким ростом (например, коммунальный сектор).

Если инвесторы ожидают небольшой рост капитала, им нужен в качестве компенсации высокий дивидендный доход. Если бизнес кон-

солидирован, перед руководством может встать дилемма — инвестировать ли в рост через вывод на рынок новых товаров или осваивать другие регионы. Если у руководства хорошая репутация с точки зрения извлечения высоких прибылей из инвестиций, инвесторы могут дать «добро» на такой вариант. Если, однако, инвесторы не уверены в том, что эти инвестиции принесут прибыль (из-за плохой репутации руководства или из-за того, что средства используются таким образом, что руководство не может повлиять на их применение), самое лучшее — отдать средства «на откуп» акционерам, выплатив высокий дивиденд. После этого инвесторы могут сами решить, когда лучше инвестировать с целью увеличения прибыли. За последние 10 лет значительно выросло число компаний, которые в данных условиях не выходили за рамки основной деятельности, а диверсификацией занимались менеджеры инвесторы фондов.

#### Низкий дивидендный доход и высокий рост

Наоборот, компания, показывающая высокий рост, будет инвестировать все средства в бизнес. Низкий дивидендный доход в таких условиях не должен рассматриваться как недостаток — ведь инвесторы будут вознаграждены ростом капитала. Если деньги, которые инвестируются в бизнес, могут создать гораздо большую прибыль, чем обычно получают акционеры, значит, это выгодно для нераспределенного денежного оборота в бизнесе. Но и в этом случае стоит внимательно изучить послужной список управляющих и оценить перспективы по рынкам, на которые бизнес имеет выход. Имеет ли смысл инвестировать? Реальны ли ожидаемые прибыли? Как на это ответят конкуренты?

#### Специальные дивиденды и обратный выкуп акций

Время от времени выплачивается так называемый специальный дивиденд. Это, как вытекает из названия, единовременный дивиденд, выплачиваемый акционерам. Обычно это делается, когда у компании избыток денежных средств, который нельзя сразу распределить на определенные цели. Наличные на балансе могут появиться в результате ликвидации неосновной деятельности компании. Альтернативой специальному дивиденду может быть обратный выкуп акций. Налоговые преимущества обратного выкупа акций могут играть в таком варианте основную роль. Если дивиденды подвергнутся двойным налоговым на-

четам, т.е. компания выплачивает налог при выплате дивиденда, а потом акционеры также выплачивают налог, эффективность обратного выкупа акций очевидна. Обратный выкуп может также быть выгоден инвесторам, если налоговые вычеты по выигрышу в капитале меньше налоговых вычетов по доходу от дивидендов. Там, где существует такое двойное налогообложение, может сложиться устойчивая практика сохранения наличных в бизнесе и доведения до минимума суммы дивиденда. При эффективном использовании средств это приемлемый вариант. В этом случае компания также может предпочитать использовать долг и иметь небольшой акционерный капитал, поскольку заемные средства также снижают налоговую нагрузку.

Как отмечалось выше, может сложиться ситуация, при которой рынок не доверяет способности руководства эффективно использовать средства в стратегической игре, например при поглощении. Может доминировать мнение, что прибыль на инвестированные деньги, с учетом сопутствующих рисков, меньше, чем у других компаний, в которые инвесторы могли бы вложить свои средства. Соответственно, деньги будут распределены на акционеров.

Это единовременная выплата, и важно установить, включает ли динамика дивиденда эту единовременную выплату. Причина — может показаться, что дивиденд урезали, а в действительности дивиденд просто учитывает эту единовременную выплату.

#### Дивидендный доход стал популярным

Снижение показателей капитала с конца 2007 г. и неопределенность в отношении прибыли в будущем (а значит, и в отношении цены акций) сделали дивиденд чрезвычайно популярным. Консенсус-ожидания суммарной прибыли (рост капитала и доход) снова упали до 1%. Дивидендный доход в 4,5% в Великобритании составляет две трети ожидаемой суммарной прибыли от акций. Однако в экономической среде с трудными условиями торговли, ограниченным оборотом денежных средств, где очень сложно получить доступ к банкам или финансированию заемными средствами, а денежный поток нужно направлять на обслуживание других обязательств, таких как задолженности перед пенсионными фондами, — в этих обстоятельствах защищенность дивидендов является решающей.

В наши дни высокие дивиденды более, чем когда-либо, могут сигнализировать, что компания переживает трудности. Лучше воздержаться



от такого источника дохода, особенно если у компании большой финансовый рычаг и слабые денежные потоки. В связи с этим проводились исследования, доказавшие, что именно компании, постоянно увеличивающие дивиденды, оказываются более выгодны с точки зрения долгосрочного инвестирования. Таким образом, привлекательный доход от защищенного и растущего дивиденда, обеспеченный мощным денежным потоком, скорее всего, обеспечит лучшую суммарную прибыль.

### ПОКАЗАТЕЛЬ EV (СТОИМОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ)

Недавние дебаты по поводу обязательств перед пенсионными фондами, важность обязательств по выплате пособий в связи с нетрудоспособностью и использование компаний, не числившихся на балансе, привлекли внимание к «обязательной» стороне любой оценки. (Это также вызвано требованиями МСФО.) Установление окончательной суммы, необходимой на приобретение бизнеса, отражено в показателе EV, или стоимости предприятия. Этот термин используют часто, но не менее его калькуляция зачастую не так системна или легка для предприятия, как кажется на первый взгляд.

Самый подходящий способ представить стоимость предприятия — считать ее равной сумме всех обязательств, необходимых для покупки 100% денежного потока компании. Ее огромное преимущество заключается в том, что в стоимости компании учитываются долги и другие сходные с долгом обязательства. Это, очевидно, решающий фактор в случае инвестирования. Одновременно EV показывает один из главных недостатков использования показателей на основе акционерного капитала, таких как P/E, — они не учитывают структуру финансирования компании или обязательства. В среде, где долг часто используется для финансирования, а обратный выкуп акций и поглощения на заемные средства сделались обычным делом, сравнивать компании по показателю EV намного разумней.

Многие пользователи просто связывают EV и его формулировку с добавлением долга. Такой вариант легко вычислить, и он имеет свои преимущества. Его необходимо запомнить, хотя у компании могут быть и другие обязательства (пенсионные выплаты — самое главное в этой связи). Эти обязательства потенциально очень велики. Что наиболее важно, эти обязательства влияют на EPS, денежные средства или на до-

другое. Компания, которая должна сумму средств по недофинансированной пенсионной схеме, использует деньги, которые могли пойти на расширение бизнеса или быть возвращены акционерам. Это, очевидно, снижает имеющиеся денежные средства компании, подрывая стоимость акций. Таким образом, если вы инвестируете в компанию, не представляя себе эти обязательства, вам это может «выйти в копеечку».

В ситуациях восстановления, например, многие инвесторы полагают, что, поскольку цена упала со 100 до 25 пенсов, она потенциально очень привлекательна. Если, однако, произошел большой отток денежных средств или возникли не известные ранее обязательства (внебалансовая задолженность, задолженность перед пенсионным фондом), оценка на основе EV даст такую же стоимость, что и до падения цены акций. Так, падение рыночной капитализации на 1 млрд фунтов может уравновешиваться долгом и другими обязательствами, выросшими на ту же сумму.

EV особенно полезен при сравнении компаний с различной корпоративной структурой, учетной политикой и схемой налогообложения. Это важно в условиях глобализации. Показатель EV возник в связи с необходимостью выработать метод сравнения компаний в пределах Европы. У многих европейских стран давно сформировалась практика «перекрестного» акционирования (акционеры могут представлять другие страны, а в этих странах, в свою очередь, акциями владеют иностранные инвесторы) и велико количество миноритариев. Соответственно, компания не владеет 100% денежных потоков связанных компаний, инвестиций или принадлежащих большинству холдингов.

Другой важный аспект EV — в центре оценки находится основной бизнес. Если оставить в стороне эффект перекрестного акционирования, ассоциированных компаний и миноритариев, можно осуществить чистую оценку основного бизнеса. Важно, что можно сравнивать с основными конкурентами на приемлемой основе, когда похожее сравнивается с похожим. Если не исключить периферийные активы, такие как инвестиции или связанные компании, например, это исказит сравнение выходных мультипликаторов по основному бизнесу.

Отражая эти соображения, формула для расчета EV следующая:

$$EV = \text{Рыночная капитализация} + \text{Средняя сумма долга} - \\ + \text{Выкуп миноритарных интересов} + \text{Резервы} - \\ - \text{Периферийные активы}$$

### Средняя сумма долга

С ее помощью можно получить более четкое представление о задолженности компании. Доля может значительно колебаться в течение года по причинам сезонной торговли. Кроме того, компания часто стремится к такой схеме управления своими активами, особенно оборотным капиталом, чтобы в конце года осталась минимальная сумма долга. Так, выбор долгового показателя на окончание года может быть обусловлен минимальной суммой долга в этот период.

Еще одно важное условие, которое необходимо учитывать, — все непогашенные привилегированные или конвертируемые облигации; они должны быть обязательно учтены в сумме долга. Компании могут не включать их в свои определения долга и рычага, поэтому нужно быть внимательными. Их можно конвертировать в акционерный капитал. Точно так же, как ясно из главы 5, задолженности перед пенсионными фондами, внебалансовые задолженности и финансовый лизинг также должны приниматься в расчет при получении точной картины задолженности компании.

### Выкуп миноритарных интересов

Если компании принадлежит 80% другой компании, при консолидации 100% дохода владельцы оставшихся 20% процентов имеют право на доход в соответствии со своей долей в бизнесе. Значит, вам необходимо выкупить пакет акций у миноритарных акционеров, чтобы вы смогли использовать преимущество контроля 100% денежных потоков компании. Другой вопрос — захотят ли они этого или нет, и сказать, сколько это стоит, достаточно сложно. Стоимость материнской компании можно использовать в качестве приблизительного ориентира.

### Резервы

Они могут относиться к обязательствам по исправлению вредной экологической обстановки, возникшей в ходе деятельности компании, которые возьмет на себя новый владелец. Это могут быть очень большие суммы, и их необходимо рассмотреть со всей тщательностью. В ситуации поглощения другой формой обязательств могут быть стоимость сворачивания деятельности и связанные с этим затраты на пособия

по увольнениям. Для инвестора эти резервы означают расколдование денежного потока, даже если это не скажется на EPS.

### Периферийные активы

Назначение EV — оценить основной бизнес. Соответственно, стоимость неосновных активов вычитается. Это может быть недвижимость или инвестиции в другие компании или активы. Инвестиции в другие компании называются связанными компаниями. Обычно компания заносит в баланс свою долю в прибыли от инвестиций (например, она может указать 20% прибыли компании, если ее доля в компании равна 20%). Если ассоциированные компании считаются неосновным активом, необходимо убрать их вклад в прибыль и EPS. Вот почему формулы с EV тяготеют к точному выражению операционных поступлений и исключению неоперационных поступлений от ассоциированных компаний или инвестиций. Кроме того, хотя в балансе отражены 20% прибыли, эффект поступления средств/денежного потока определяется размером дивиденда, распределенного связанной компанией.

### Оценка на основе предприятия и на основе акционерного капитала

Рассчитать все обязательства компании может быть сложно. Нужно постараться определить потенциальные утечки прибыли компании и денежного потока. Вам, возможно, проще использовать рыночную капитализацию плюс долг в качестве аналога EV. Это полезный вариант, так как он учитывает структуру финансирования компании. Однако, если вы узнаете все остальные потенциальные обязательства, то воздержитесь от инвестирования в такие компании именно по причине этих потенциальных обязательств и связанных с этим рисков.

Установив показатель EV компании и полностью представив структуру финансирования и обязательств компании, мы можем теперь использовать эту информацию для оценки.

Важно ясно представлять, в чьих интересах выполняется оценка — для акционеров или для всех спонсоров. Система координат результативности, которую мы выберем, определяет, на основе чего делать оценку — на основе акционерного капитала или на основе стоимости предприятия. Если вы оцениваете на основе акционерного капитала, нужно, чтобы индикатор результативности выбирался с точки зрения акционеров. Так,

например, если вы используете коэффициент «цена акции/EPS» — это явно индикатор акционерного капитала (EPS — это то, что причитается акционерам). С другой стороны, часто используется показатель «рыночная капитализация/продажи». Но рыночная капитализация относится к акционерному капиталу, а сравнивается она с продажами, которые генерировали все спонсоры капитала, т.е. они относятся к стоимости предприятия. Компания с большим долгом и низкой рыночной капитализацией (например, General Motors) может иметь исключительно привлекательное соотношение «рыночная капитализация/продажи», однако соотношение «EV/продажи», учитывающее большой долг компании и, в случае с GM, ее другие огромные обязательства, намного точнее отражает действительность и дает совсем другую картину.

Из рисунка 8.1 видно, что очень легко установить, какие показатели результативности основаны на акционерном капитале, а какие — на стоимости предприятия. Все показатели, что выше линии проценты (т.е. до того, как будет обслужен долг), генерированы всеми спонсорами капитала, значит, мы используем EV. Все, что ниже линии проценты (и после уплаты налога), принадлежит акционерам.

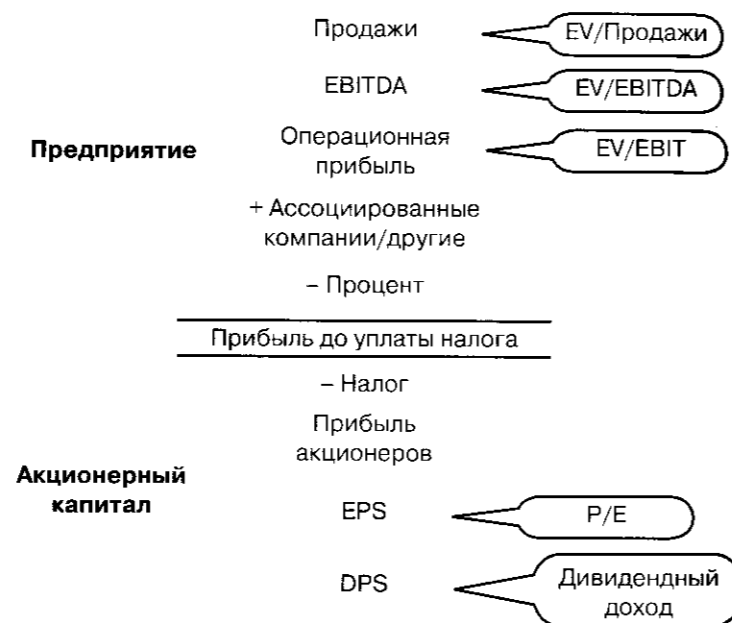


Рис. 8.1. Показатели результативности на основе акционерного капитала/стоимости предприятия

## EV/ЕВИТДА

ЕВИТДА можно получить прибавлением к операционной прибыли (из отчета о прибылях и убытках) неденежных затрат бизнеса, суммы начисленного износа и амортизации нематериальных активов (преимущества/недостатки ЕВИТДА мы рассмотрим ниже).

Сам по себе коэффициент ЕВИТДА ограничен в применении, поскольку он говорит вам только о денежном потоке, а не о том, сколько вы за него платите. И так, аналитики сравнивают ЕВИТДА с EV, который отражает суммарную стоимость компании (рыночная капитализация плюс все ее обязательства). Так как ЕВИТДА создается всеми активами в распоряжении компании, вам необходимо учесть всю структуру финансирования для его оценки.

### ПРИМЕР

#### Калькуляция ЕВИТДА и его мультипликаторы

В случае с «Консервной банкой», по нашим допущениям, ее долг составляет 30 млн фунтов, а обязательства в связи с очисткой загрязненного участка земли равны 10 млн фунтов.

	1-й год
Прибыль до вычета налога	20 млн фунтов
Проценты	2,5 млн фунтов
Прогнозируемая операционная прибыль	22,5 млн фунтов
Износ	20 млн фунтов
Амортизация	2 млн фунтов
Калькуляция ЕВИТДА (в млн)	22,5+20+2
ЕВИТДА	44,5 млн фунтов
Рыночная капитализация (138 млн акций × 100 пенсов)	138 млн фунтов
Обязательства:	
Долг	30 млн фунтов
Обязательства по защите окружающей среды	10 млн фунтов
Калькуляция EV (в млн)	138+30+10
EV	178 млн фунтов

Следующий шаг – разделить EV на EBITDA (аналогично P/E говорит о том, сколько потребуется лет для создания наличных денежных средств, достаточных для оплаты полной стоимости компании). Это, как и P/E, имеет форму мультипликатора (x). Средний показатель EV/EBITDA для компаний на фондовом рынке обычно 8x. Чем он ниже, тем дешевле выглядят акции, но необходимо помнить о предупреждении по качеству компании. Кроме того, все проблемы в отношении качества прибыли в той же мере применимы к EBITDA. Разумеется, нужно помнить, что стоит обратить внимание на долю в акции, если у компании стабильный доход и хорошие перспективы роста.

Итак, мультипликатор EV/EBITDA для «Консервной банки» равен  $178/44,5 = 4x$ .

Как мы ожидали, он делает акции, на первый взгляд, очень дешевыми. Однако мы установили все риски, связанные с прогнозом и качеством прибыли. Значит, как и в случае с P/E, EV/EBITDA зависит от роста и качества показателя. Кроме того, он также зависит от капиталоемкости бизнеса – чем больше капитала необходимо задействовать в бизнесе, тем ниже мультипликатор. Очевидно, более привлекателен рост, который не требует больших капиталовложений.

Другая опасность такой оценки, как уже отмечалось, когда мы рассматривали его в качестве показателя результативности, – в том, что он не учитывает необходимость капитальных затрат. Износ оборудования – реальные затраты на ведение бизнеса, а поддержание структуры бизнеса имеет решающее значение. Вот почему предпочтителен индикатор операционного свободного денежного потока, так как он прямо учитывает потребность в капитале для обеспечения результативности продаж и роста компании. (Он также учитывает эффект налогообложения на прибыль.)

Как и в случае с P/E, проблема роста и влияния на прибыль должна быть учтена. Многие компании, склонные использовать EBITDA и уделяющие все внимание росту этого показателя, постоянно аннулировали биржевую стоимость акции. Сделки или инвестиции обеспечивали рост, выраженный в EBITDA, но были не в состоянии покрыть стоимость капитала.

*Сильные стороны EBITDA:*

- он учитывает всю структуру финансирования (в отличие от P/E);

356

- он позволяет сравнивать компании с разными способами учета износа и списания;
- он не учитывает исключительных затрат, это способствует сравнению;
- это индикатор на основе денежного потока;
- его можно использовать для оценки компаний, понесших убытки в связи со стартапом.

*Слабые стороны EBITDA:*

- его используют тогда, когда остальные показатели разочаровывают;
- износ оборудования – очень существенные затраты на ведение бизнеса;
- потребность в капиталовложениях на поддержание бизнеса и в финансировании оборотного капитала предполагает, что EBITDA – не истинный индикатор денежного потока;
- коэффициент будет меняться при разной капиталоемкости;
- он не измеряет ни наличные средства, ни рентабельность;
- показателем EPS все равно можно манипулировать;
- мы можем не заметить главного в отчете о прибылях и убытках;
- инвестиции могут повысить EBITDA, но вам необходимо установить ставку прибыли по этим инвестициям в сравнении со стоимостью капитала;
- необходимо выяснить, что происходит с затратами на выплату процентов;
- и влияние на рычаг и риск;
- используется в капиталоемких, быстрорастущих отраслях, где не создается прибыль и/или EPS, но вам необходимо следить за избыточным инвестированием и низкой прибылью;
- разные налоговые выплаты означают разные итоги для акционеров.

357

## EV/ОПЕРАЦИОННЫЙ СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК

Осознавая уязвимость EBITDA с учетом того, что износ — реальные затраты на ведение бизнеса, обязательные для поддержания его конкурентоспособного состояния, мы можем также прибегнуть к другому индикатору на основе денежного потока, используя в качестве мультипликатора соотношение «EV/свободный денежный поток». Здесь мы используем свободный денежный поток, подробно рассмотренный в главе 7. Однако используем мы индикатор в один конкретный год, без перспективного прогнозирования на 30 лет. Значит, если вы уверены, что денежные потоки высокого качества, которые по этой причине легко предсказать, тогда у вас в руках оказывается очень стоящий показатель стоимости, снимающий недостатки EBITDA и DCF. С учетом того, что капвложения в поддержание бизнеса имеют решающее значение для ее конкурентоспособности, такой подход особенно правилен.

Необходимо проявить бдительность и решить, какой показатель используется — суммарные капитальные затраты или капвложения в поддержание бизнеса. При использовании показателя суммарных затрат, мы должны выяснить, увеличивают ли стоимость такие капвложения и какие наличные средства они создадут в дополнение к существующему денежному потоку от текущих задействованных активов. Компания, увеличивающая стоимость, но инвестирующая агрессивным способом, может оказаться в более невыгодном положении, чем компания с полным отсутствием перспектив роста.

Нам также необходимо критически оценивать EV, так как он состоит из рыночной капитализации плюс долг и другие обязательства. Учли ли мы все прочие обязательства при калькуляции? Кроме того, риски, очевидно, намного выше, если большая часть EV состоит из долгов (вспомним GM).

Так как мы используем операционную прибыль, а она подлежит налогообложению (NOPAT), свободный денежный поток может быть не презентабельным — если долг большой, то весь денежный поток пойдет на его обслуживание, для обыкновенных акционеров не останется свободных денежных средств и, возможно, их не останется на реинвестирование. (В качестве альтернативы мы могли бы использовать денежные потоки из отчета и счетов, где вычитаются выплаты процентов и рассчитывается денежный поток из расчета на одну акцию.)

Так или иначе, это очень полезная методика оценки. Полезный способ сформировать мысленную проекцию данного индикатора —

представить, что если «EV/свободный денежный поток» равен, например, 10х, тогда без какого-либо роста через 10 лет компания зарабатывает свободные денежные средства для погашения всех своих обязательств. Как инвестор, вы по истечении этого срока будете свободны от них. Другой способ — представить, что свободный денежный поток может профинансировать рост бизнеса и/или обеспечить выплату дивидендов акционерам. Но мы должны быть полностью уверены, что руководство использует денежные средства с максимальной пользой.

### Доход по свободному денежному потоку: операционный свободный денежный поток/EV

Многие инвесторы проверяют компании соотношением, перевернутым «с ног на голову». Его также называют доходом по свободному денежному потоку. Здесь показатель 10х соотношения EV/ОСДП становится 10%-ным доходом в виде денежных средств. Аналогично, EV/ОСДП, равное 8х, означает доход в 12.5%. То есть соотношение EV/ОСДП ниже 10х потенциально привлекательно для инвесторов с точки зрения дохода по денежному потоку из-за долга, учтенного в EV, и структуры роста наличных средств.

Когда мы сравниваем этот доход с прибылью по другим видам инвестиций — скажем по гособлигациям или корпоративным облигациям — и получаем больший доход, да еще у нас есть потенциальный рост этого денежного потока, значит, такое вложение средств имеет смысл. (Многие инвесторы частного капитала сравнили бы это с ситуацией, когда можно взять в долг под 5% с учетом налога и получать доход 10% с учетом налога от приобретения бизнеса — очень хорошее вложение капитала.)

Аналогично, если мы рассчитаем WACC, то увидим, каков доход по денежному потоку в сравнении со стоимостью капитала, которая учитывает риски при инвестировании.

Ключевая проблема — как использовать денежный поток для выгоды акционеров.

## EV/ПРОДАЖИ

Другой способ получить стоимость акций — рассмотреть продажи компании в сравнении с показателем EV. Это позволяет оценить, насколько дорого или дешево обойдется покупка продаж компании — мы

платим 1 фунт за 50 пенсов продаж (соотношение «EV/продажи» равно 2х, или 200%), или, наоборот, мы платим 50 пенсов за 1 фунт продаж (соотношение «EV/продажи» равно 50%, или 0,5х)?

Показатель продаж можно найти в отчете о прибылях и убытках. EV рассчитывается добавлением рыночной капитализации компании к долгам и обязательствам, как показано выше. Некоторые аналитики используют прием оценки, заключающийся в отношении рыночной капитализации к продажам. Соотношение «EV/продажи» считается более системным и учитывает тот факт, что продажи создаются всей структурой капитала, а не только акционерным капиталом (который создает рыночную капитализацию).

Итак, сделав допущение, что продажи равны 60 млн фунтов, а EV – 120 млн, и разделив 120 на 60, мы получим 200%. То есть вы платите 2 фунта за каждый фунт продаж компании.

Соотношение «EV/продажи» нельзя использовать при сравнении компаний с очень разной маржой. Соотношение «EV/продажи» будет намного выше для компаний, у которых высокая маржа, – эти продажи неизбежно более ценны, так как каждый фунт продаж приносит больше прибыли. Теоретически большая капиталоемкость должна увеличивать маржу (мы рассмотрим это позже).

Эта более высокая маржа часто наблюдается у компаний, которые задействуют много капитала, например цементное производство или сложные производственные процессы, делающие заводы очень дорогими. Разумеется, эта более высокая операционная маржа необходима для того, чтобы обеспечить соответствующий возврат капитала. Наоборот, там, где требуется относительно немного капитала, например в распределительных сетях, маржа будет ниже и соотношение «EV/продажи» также будет ниже. Сравнивая соотношение «EV/продажи» двух разных видов деятельности с различной капиталоемкостью, нельзя сказать что-то определенное о стоимости этих компаний.

Оценка продаж очень зависит от рентабельности этих продаж. Как мы установили, когда рассматривали продажи в качестве индикатора результативности, компания, которая стремится наращивать долю на рынке, может резко сократить рентабельность продаж (снизить операционную маржу). Такие низкомаржинальные продажи, очевидно, «стоят» меньше, чем очень рентабельные продажи.

Таким образом, соотношение «EV/продажи» связано с:

- операционной маржой, которую поддерживает компания;
- уверенностью в устойчивости этой маржи;

- темпами роста продаж компании;
- качеством и прозрачностью этих продаж.

Практическое правило гласит, что компания с операционной маржой около 10% и темпами роста продаж 5% имеет 100%-ный коэффициент «EV/продажи», или 1х.

В отношении нашей производственной компании «Консервная банка», есть ряд угроз ценам, а значит, уверенность в марже низкая. Отсюда соотношение «EV/продажи» будет более низким, возможно, в диапазоне 70–80%.

Мы видели, что при 5%-ном снижении цены (это, по всей вероятности, более чем возможно) операционная маржа уменьшится наполовину и упадет до 5%. Это означает, что соотношение «EV/продажи» упадет до 40–50%, или до 0,4–0,5х. Интересно, что соотношение «EV/продажи» компании Cogus (бывшая British Steel), вытекающее из отчета о прибылях и убытках и учитывающее данные по рыночной капитализации, долг и продажи, равно приблизительно 0,3х. Это означает, что рынок с осторожностью смотрит на рост продаж компании и вероятную маржу.

Наоборот, высокая маржа, предсказуемые продажи и потенциал научно-исследовательских разработок в «Розовой таблетке» предполагают, что соотношение «EV/продажи» будет очень высоким. Маржа 25% дает значительный коэффициент – 250%. Высокий рост продаж значительно увеличит премию; также необходимо учитывать потенциал от научно-исследовательской деятельности. (Эти исследования создают продажи в будущем.) В нашем примере соотношение равно 4,5х от продаж. В среднем по сектору в момент написания этой книги коэффициент «EV/продажи» составлял 3,5х.

Риск в данном случае сводится к истечению срока лицензии на главный препарат и к ответным действиям конкурентов, выпустивших на рынок тот же препарат. В этом случае маржа на этот продукт резко снизится. Ясно, что поскольку у любой фармацевтической компании маржа высокая в среднем, это означает, что больших расхождений в марже у продуктов компании не будет – потерявшие лицензию продукты в портфеле будут продаваться с более низкой маржой, а хорошо продаваемые защищенные продукты – с очень высокой маржой. Значит, препарат, оставшийся без лицензии, скорее всего, будет продаваться с маржой выше среднего.

Наблюдается резкий контраст между этими двумя компаниями с точки зрения маржи и соответствующих продаж. По соотношению «EV/продажи» вы также можете получить представление о марже в отрасли. Если оно низкое, есть веские причины ожидать низкую/трудно предсказуемую маржу или рост продаж.

В секторе продуктового ритейла наблюдается коэффициент 0,5x, а маржа по отдельным компаниям находится в диапазоне 4–6% (очень низкий показатель). У этих компаний относительно мало задействованного капитала, поскольку оборотный капитал финансируется в основном поставщиками. Значит, такое низкое соотношение не должно вызывать беспокойства, так как компании создают очень хорошую прибыль на инвестируемый капитал. Автомобили и комплектующие к ним продаются с коэффициентом 0,4x. Маржа из-за давления конкурентов и покупательной способности крупных автопроизводителей также очень низкая. К сожалению, в отличие от продуктового ритейла эти компании задействуют значительные суммы капитала. В результате прибыль на инвестированный капитал будет низкой и не покроет стоимости капитала. Вот почему необходимо с осторожностью сравнивать коэффициент «EV/продажи» по различным секторам — капиталоснабженность и тип необходимого капитала могут очень сильно различаться.

Исторически считалось, что продажи являются одним из немногих показателей, которыми нельзя манипулировать в бухучете. Но, если какой-то показатель становится популярен как индикатор стоимости, сразу возникают попытки им манипулировать. Так поддерживают прибыль — искусственно поддерживается несоответствие, когда затраты, понесенные в связи с текущими продажами, не признаются до тех пор, пока их не включают в баланс в более позднюю дату.

Таким образом, при формировании мысленной проекции «EV/продажи» учитывайте следующее:

- не сравнивайте коэффициенты отраслей с различной капиталоемкостью;
- знайте о манипулировании продажами, особенно если речь идет о долгосрочном контрактном бизнесе;
- коэффициент зависит от маржи и роста продаж;
- падающие цены резко сокращают маржу.

Снова вернувшись к «Консервной банке» и «Розовой таблетке», мы можем увидеть, как взаимодействие перспектив компании, опе-

рационной прибыли и финансового состояния влияет на стоимость продаж. Мы также рассмотрим некоторые риски по этим прогнозам прибылям и опасности при оценке акций.

### Финансовое состояние

Рычаг в 60% (табл. 8.1) считается высоким, но не обязательно грозит проблемами при условии, что результативность останется на текущих уровнях (будем надеяться!). Тем не менее необходимо обратить особое внимание на создание денежных средств и потребность в капитале в бизнесе.

Аналогично покрытие процентов 5x резонно, хотя говорит о тех же проблемах (см. ниже).

### Прибыль

Операционная маржа в 10% разумна. Однако помните, что, если будет расторгнут контракт, вырастут затраты на исходные материалы или упадут цены (особенности отрасли/компании делают все это вполне возможным), такая маржа очень непостоянна.

Прибыль на инвестированный капитал в 12,5% до уплаты налогов означает 8,75% после их уплаты и, скорее всего, не покрывает стоимости капитала (которая в нашем случае округлена до 10%). Даже без учета рисков акционеров такая прибыль непривлекательна.

Таблица 8.1

#### «Консервная банка»: финансовое состояние и прибыль

Долг	60 млн фунтов
Средства акционеров	100 млн фунтов
Калькуляция рычага	
Долг/средства акционеров	60/100
Финансовый рычаг	60%
Общая сумма продаж	250 млн фунтов
Операционная прибыль	25 млн фунтов
Износ/амортизация	20 млн фунтов
ЕБИТДА	45 млн фунтов
Операционная маржа	10%
Инвестированный капитал	200 млн фунтов
Калькуляция ROIC	25/200
ROIC	12,5%

Окончание табл. 8.1

Покрытие процентов (операционная прибыль/процент)	25/5, или 5x
Цена акций	100 пенсов
Рыночная капитализация	138 млн фунтов (100 пенсов x 138 млн)
EV	198 млн фунтов
EV/продажи	0,8x, или 80%
EV/EBITDA	4,4x

Как оценить эти продажи? Помните, что и продажи, и прибыль от продаж трудно спрогнозировать и что продажи статичны (нет роста в средне- или долгосрочной перспективе).

Фондовый рынок низко оценивает продажи этой компании — каждый фунт продаж стоит 80 пенсов. (Сравнительно) низкая маржа, статичные/падающие продажи в будущем и непостоянство этой маржи — все говорит о том, что рынок прав.

#### Риски прибыли — ключевые слабые места

- Любое снижение маржи сразу же снизит операционную прибыль и прибыль на инвестированный капитал. В примере с утраченным контрактом она падает до 10%.
- Падающие цены окажутся еще губительней. Снижение цены на 5% заберет 50% прибыли (5% оборота компании в 250 млн фунтов — это 12,5 млн фунтов). Речь идет об операционном рычаге — снижение цены вычитается напрямую из прибыли.
- Прибыль на инвестированный капитал до уплаты налогов также падает в 2 раза — до 6,25%.

#### Почему это важно

- Покрытие стоимости капитала — стоит ли оно рисков? Пятипроцентное снижение цены (более чем вероятное с учетом особенностей отрасли) автоматически означает, что компания аннулирует стоимость. Факт, что она не в состоянии покрыть стоимость капитала, заставит инвесторов воздержаться от инвестирования, им лучше поместить деньги в банк (по безрисковой ставке).

- Покрытие процентов также упадет до 4x при утере контракта. Это не очень опасно, но настораживает.
- Однако при 5%-ном снижении цены покрытие процентов падает до 2,5x. Это потенциально очень серьезное состояние, при котором могут быть нарушены условия банковского договора.

#### Вывод

Этот пример ясно показывает взаимозависимость между результативностью и перспективами, с одной стороны, и финансовым состоянием компании — с другой. Ухудшение условий торговли, более слабые объемы/цены могут стать причиной серьезного спада результативности. Это, в свою очередь, поставит под сомнение финансовое состояние компании.

#### Финансовое состояние «Розовой таблетки»

При финансовом рычаге 12,5% баланс этой компании очень убедителен (табл. 8.2). Хорошее впечатление еще более укрепляется покрытием процентов в 21x. То есть финансовые риски в «Розовой таблетке» отсутствуют.

Таблица 8.2

#### «Розовая таблетка»: финансовое состояние и прибыль

Долг	50 млн фунтов
Средства акционеров	400 млн фунтов
Калькуляция рычага	
Долг/средства акционеров	50/400
Финансовый рычаг	12,5%
Общая сумма продаж	420 млн фунтов
Операционная прибыль	105 млн фунтов
Износ/амортизация	21 млн фунтов
EBITDA	126 млн фунтов
Операционная маржа	25%
Инвестированный капитал	450 млн фунтов
Калькуляция ROIC	105/450
ROIC	23,3%



Окончание табл. 8.2

Покрытие процентов (операционная прибыль/процент)	105/5 = 21x
Цена акций	875 пенсов
Рыночная капитализация	2415 млн фунтов (875 пенсов x 276 млн)
EV	2465 млн фунтов
Продажи	425 млн фунтов
EV/продажи	5,82, или 580%
EV/EBITDA	19,6x

### Прибыль

Операционная маржа в 25% весьма привлекательна. Успех новых лекарств должен способствовать поддержанию или вероятному увеличению этой маржи. Прибыль на инвестированный капитал до уплаты налога в 23% означает 16% после его уплаты, что намного превышает стоимость капитала и вознаграждает акционеров за все понесенные риски.

### Как оценивать эти продажи

- Помните, что компания не только создает высокую прибыль, но еще и быстро увеличивает продажи, выводя на рынок новые продукты.
- Фондовый рынок высоко оценивает эти продажи – каждый фунт продаж оценивается в 5,80 фунта. В стоимости учтены высокая маржа и быстрый рост продаж.
- Соотношение «EV/продажи» также фактически делает ставку на будущие продажи. Если допустить, что некоторая часть стоимости продаж учитывает будущие продажи, а потом преобразовать их стоимость в эквивалентную стоимость на данный момент, коэффициент был бы меньше.
- Эта высокая маржа создает очень высокую прибыль на задействованный капитал после уплаты налогов, равную 16%. Это намного выше стоимости капитала.
- Риски связаны с истечением срока действия патента, отзывом препарата из продаж в связи с негативными побочными эффек-

тами, ограничениями, которые правительство налагает на цены, и разработкой более эффективного препарата конкурентами. Хотя они тоже важны, в краткосрочной перспективе они вряд ли окажут на компанию серьезное влияние, в отличие от проблем «Консервной банки».

Риски по прибыли следующие:

- Если у препарата с продажами в 200 млн истечет срок действия лицензии (или его переберет новый, более эффективный препарат), операционная маржа по этому продукту может упасть, скажем, с 30 до 10%. От прибыли это отнимет 40 млн, или 40% прогнозируемой прибыли по первому году. Цена акций упадет на 40% при P/E на том же уровне.
- Однако фондовый рынок может также усомниться в основании для такого высокого P/E, из-за того что предыдущий рост EPS уже нельзя обеспечить. Значит, P/E упадет, скажем, с 35x до 25x. При последнем сценарии цена акций падает с 875 пенсов до 380 пенсов – падение на 57% ( $25 \times (25,4 \text{ пенса} \times 60\%) = 25 \times 15,2 \text{ пенса}$ ).
- Очевидно, этот вариант нереальный, так как такие отечения обстоятельств не происходят внезапно. Тем не менее они показывают потенциальный даунсайд (максимальный размер неблагоприятного изменения) и риски акций с высоким мультипликатором/высоким потенциалом роста, которые утратят это свойство.

### Вывод

Потенциал прибыли и роста «Розовой таблетки», очевидно, очень привлекателен. Кроме того, у нее надежное финансовое состояние. Трудность заключается в следующем: полностью ли учтены (дисконтированы) эти сильные стороны в цене ее акции?

### КОЭФФИЦИЕНТ «ЦЕНА/БАЛАНСОВАЯ СТОИМОСТЬ»

Наконец, еще один способ оценить стоимость компании – посмотреть, как цена на акции связана с балансовой стоимостью ее активов. Часто используют коэффициент «цена/балансовая стоимость».

Он очень популярен у тех инвесторов, которые инвестируют в недооцененные акции, и они часто выбирают компании с дисконтом к балансовой стоимости.

Измерение стоимости по базовым активам особенно полезно для риелтерских и финансовых организаций (страховые компании и банки). Фонды инвестиций также оцениваются по этому принципу. Эти компании оцениваются по чистой стоимости их активов, которые также именуют средствами акционеров. Это просто стоимость активов компании. Если это компания, продающая недвижимость, активами являются строения, в которые компания инвестировала средства (минус долг). Если речь идет о страховой организации, активы в основном соответствуют портфелю инвестиций. — это те объекты, куда компания помещает свой доход и из стоимости которых в будущем она должна выплачивать страховки. Разумеется, за вычетом обязательств.

Очень часто компания владеет малым количеством активов (пример — компания сферы обслуживания) или нематериальными активами или гудвиллом, который должен списываться. В этих случаях анализ на основе сравнения рыночной цены и балансовой стоимости не имеет смысла.

Чистая стоимость активов (NAV) может выражаться суммарной цифрой или, если ее разделить на количество акций в обращении, как коэффициент NAV из расчета на одну акцию. Необходимо помнить, используя NAV, что компании часто идут ниже стоимости их активов. Например, риелторская компания с чистыми активами в 100 млн фунтов может торговаться на рынке с капитализацией (цена акций, умноженная на количество выпущенных акций) 80 млн фунтов. То есть стоимость компании дисконтируется на 20% по отношению к стоимости ее активов. На это могут быть веские причины:

- активы неликвидны (их нельзя легко продать на рынке);
- активы трудно оценить;
- активы переоценены;
- могут быть ожидания, что активы упадут в цене;
- активы создают очень низкую норму прибыли, перспективы изменения ситуации отсутствуют;
- продажа активов создаст обязательства налоговых вычетов.

Стоимость банков часто оценивают на основе коэффициента «цена/балансовая стоимость». В текущих экономических условиях огромное количество рискованных активов вынуждает признать оценку банков на основе стоимости активов (как и на какой-нибудь другой основе) невозможной. Ссуды, выданные определенным группам заемщиков под определенный тип активов (жилая и коммерческая недвижимость), которые в отдельных регионах продолжают снижаться в цене, могут быть не возвращены банкам. Инвестиции в ценные бумаги или деривативы, обеспеченные такими активами, очень сложны, и ликвидность по некоторым из этих инструментов может быть очень низкой. Еще один фактор, который усложняет ситуацию, — внебалансовые обязательства, обеспеченные такими активами. Кроме того, активы могут колебаться в цене, если ссуды выдавались компаниям-должникам с большими суммами долга или компаниям в секторе, где падают цены на активы. Если темпы неплатежеспособности продолжают расти, а это очень вероятно, тогда неизбежно дальнейшее списание активов. И так, с учетом всех данных проблем цена в балансовом отчете может быть очень абстрактной.

В других обстоятельствах акции, стоимость которых ниже стоимости активов, действительно могут быть привлекательными. Нужно задать следующий вопрос: что заставит снова увеличить стоимость акции до стоимости активов? Этим фактором может быть признание факта, что активы оценены правильно, создают хорошую прибыль и, скорее всего, увеличатся в стоимости. Часто акции циклических компаний можно рассматривать в корреляции со стоимостью их активов в нижней точке цикла, так как показатель EPS нельзя использовать.

Конечно, компании могут торговаться и выше стоимости их активов, это называется премией к активам. Причина в том, что инвесторы ожидают увеличения стоимости этих активов в краткосрочной перспективе или активы приносят отличную прибыль.

Еще один фактор, который может стать причиной переоценки актива, — биржевая игра в связи с поглощением. Фондовый рынок может оценивать активы невысоко, но для основного конкурента или другой промышленной компании они могут иметь большее значение, а значит, будут стоить намного больше. Покупка акции на ожиданиях поглощения компании — стратегия высокого риска. Во-первых, поглощения может не последовать; самый распространенный вариант — вам придется прождать дольше, чем вы ожидали. Было бы лучше, если бы вы инвестировали эти средства в другие бумаги.

## Сумма частей целого

Один из подходов к NAV — калькуляция суммы частей целого. Если у компании очень разные типы бизнеса, рост, риск и качество которых сильно различаются между собой, может иметь смысл отдельно оценить каждый тип бизнеса. Как правило, это делается сравнением с аналогичными компаниями, котирующимися на рынке. Часто это делается, если один тип бизнеса можно сравнить с уникальным элементом «коллекции», так что при суммарной оценке его качество не будет учтено в полной мере. Может быть и так, что необходимо выявить стоимость при разделе качественного бизнеса на отдельные компании — это позволит создать стоимость для акционеров.

## ИТОГИ

Можно заметить, что у всех общепринятых методов оценки есть и сильные, и слабые стороны. К сожалению, не существует идеального варианта, нет ни одного коэффициента, с помощью которого вы смогли бы узнать все, что вам нужно. При определении стоимости акции вы должны обязательно использовать сочетание индикаторов оценки, чтобы получить системное представление о факторах, влияющих на стоимость.

Хотя P/E часто очень полезный метод оценки и он широко используется, один из его недостатков в том, что он не учитывает долг и не отражает прибыль, которую создает бизнес. Кроме того, им можно манипулировать с помощью учетной политики или решений руководства, которые принимаются таким образом, чтобы повысить этот индикатор. Низкий P/E может указывать, что акции дешевле, или говорить о том, что компании сопутствуют значительные риски (риски в бизнесе и финансовые риски), она создает низкую прибыль и ее EPS низкого качества.

Преимущество использования системного подхода (при котором рост, риск и качество взаимосвязаны между собой, выступают как единое целое и оцениваются в сочетании с создаваемой прибылью) в том, что это позволяет увидеть более широкую картину и учесть все силы, воздействующие на стоимость. Этот подход помогает отличить победителей от проигравших. Он позволяет избежать односторонней оценки роста EPS и распознать, как руководство аннулирует стоимость, когда другие инвесторы хвалят способность управляющих увеличивать

показатель EPS. Системный подход также позволяет в равной степени учитывать и качество, и размер прибыли. При этом подходе вы также способны оценить структуру рисков выбранной компании, чтобы быть абсолютно уверенными в том, что данная степень риска вам по плечу, в конце концов, любой риск оправдан, если вы получаете соответствующую прибыль как вознаграждение за него.

Стоимость предприятия компенсирует слабые стороны P/E тем, что учитывает долг и другие обязательства для установления точной суммы, необходимой для приобретения 100% денежного потока компании (денежный поток — ключевой фактор стоимости).

EV гарантированно создает системное представление об активах и обязательствах компании. С его помощью вы можете понять финансовую структуру бизнеса с точки зрения того, какова сумма долга в компании (включая обязательства по пенсионным фондам и долговые обязательства, не учтенные в балансе) и какова сумма используемого акционерного капитала.

В нынешней экономической среде, когда прибыль на денежные средства так ничтожна, вложение средств в акции может принести дополнительный доход, который вы можете сделать ощутимым и безопасным. Дивидендный доход является главной частью суммарного дохода акционера (рост капитала + дивидендный доход), особенно если на рынке отсутствует рост. Высокий дивидендный доход может быть очень привлекательным или сигнализировать о том, что рынок ждет урезания дивидендов. Опыт свидетельствует о том, что не только высокий дивидендный доход играет основную роль, необходимо искать компании с устойчивой дивидендной основой, способные увеличивать дивиденд. Хороший и растущий дивиденд — верный признак долгосрочной результативности акций, поэтому очень важно оценить перспективы увеличения дивиденда.

Еще один ключевой фактор — какие показатели результативности наиболее точно предсказывают долгосрочную растущую динамику цены акций. Главное — выбрать индикатор, который учитывает создаваемую компанией прибыль и устойчивость этой прибыли. Высокая прибыль на капитал — признак компании с мощной конкурентоспособностью и надежным коллективом управляющих, использующих ваши деньги вам на благо. В той же мере, насколько прибыль на капитал превышает стоимость капитала, увеличивается и биржевая стоимость акций, т.е. инвесторы получают компенсацию за понесенные риски. Оценивая создание стоимости, можно избежать провалов в будущем (когда стоимость устойчиво аннулируется) или неприемлемых инве-

стиций, так как они не соответствуют допустимому для вас риску. Высокая и устойчивая прибыль на капитал — верный знак будущего роста цены акций.

Как мы заметили, денежные средства — главный фактор стоимости. Многие инвесторы используют прибыль на капитал за счет притока денежных средств в качестве наиболее предпочтительного индикатора результативности компании и, соответственно, для определения стоимости бизнеса. Создание денежных средств — гораздо более системный и эффективный индикатор результативности компании и потенциала будущего роста. Кроме того, наличные идут на обслуживание долга, на инвестиции в бизнес с целью поддержать его конкурентоспособность, а также рост и финансирование выплат дивидендов. В текущей ситуации они также снижают зависимость от внешних источников финансирования или позволяют легче получить такой источник.

Собрав вместе все эти выводы, вы сможете получить более обоснованное представление о способности компании зарабатывать для вас деньги.

#### КОНТРОЛЬНЫЙ ПЕРЕЧЕНЬ ВОПРОСОВ

##### Коэффициент P/E

Сильные стороны P/E:

- легко рассчитать;
- широко распространен и универсален;
- учитывает прогнозы;
- основан на EPS, т.е. отражает прибыль обыкновенных акционеров.

Некоторые проблемы P/E:

- не учитывает долг/структуру финансов;
- EPS легко манипулировать;
- не учитывает создание денежных средств;
- не учитывает прибыль на инвестиции.

##### Доход по акциям

Высокая сумма дивидендов может быть очень привлекательной составляющей суммарной прибыли акционера. Однако рост дивидендов может оказаться не менее важным фактором, чем начальная сумма дивиденда.

#### Дивиденды

- Каковы экономические особенности бизнеса? Он действует в защищенном секторе?
- Насколько определены объемы и цены? Падение цен приведет к резкому снижению прибыли, значит, резко уменьшится обеспечение дивиденда, а следовательно, в свою очередь, уменьшится и сам дивиденд.
- Какова структура финансов компании с точки зрения долга (финансовый рычаг) и денежного потока? Нужны ли денежные средства для обслуживания стоимости процентов и возврата долга?
- Каков коэффициент конвертации денежных средств, т.е. соответствует ли EPS денежным средствам?
- Сколько раз покрывается дивиденд?
- Если EPS можно манипулировать с помощью гибкой учетной политики, то обеспечение не будет индикатором, реально отражающим способность делать выплаты.
- Дивиденды выплачиваются именно из наличных денежных средств, а не из прибыли акционеров.
- Компания тратит недостаточно средств на поддержание структуры бизнеса (капитальные затраты), чтобы была возможность выплачивать дивиденд?
- Из-за этих недостаточных затрат подрывается конкурентоспособность бизнеса?
- Какую прибыль принесет бизнес, если необходимо вложить средства в его развитие?
- Если дивиденд не обеспечен, его фактически выплачивают из резервов, уменьшая этим средства акционеров. Не лучше ли вложить средства в другую бумагу?
- Каковы перспективы увеличения дивиденда?

#### EV (стоимость предприятия)

Показатель EV является более системным методом оценки, так как он учитывает все активы и пассивы компании — стоимость акционерного капитала (рыночная капитализация) плюс долг, обязательства перед пенсионным фондом, резервы и т.д.

Коэффициент «EV/продажи» показывает, сколько стоит каждый фунт продаж, и зависит от:

- поддерживаемой компанией операционной маржи;
- устойчивости этой маржи;
- темпов роста продаж компании.

Коэффициент EV/EBITDA – широко распространенный метод оценки, где EBITDA используется как заменитель денежного потока.

Сильные стороны EBITDA:

- в отличие от P/E этот показатель учитывает всю структуру финансирования;
- с его помощью можно сравнивать компании с разными учетными политиками в отношении износа/амортизации;
- он не включает исключительные затраты, что также способствует сравнению;
- он основан на денежном потоке;
- его можно использовать для компаний на ранней стадии, понесших убытки в связи со стартапом.

Слабые стороны EBITDA:

- его используют тогда, когда остальные показатели разочаровывают;
- износ оборудования – очень реальные затраты на ведение бизнеса;
- потребность в капвложениях на поддержание бизнеса и финансировании оборотного капитала предполагает, что EBITDA – не истинный индикатор денежного потока;
- коэффициент будет меняться при разной капиталоемкости;
- не измеряет ни наличные денежные средства, ни рентабельность.

**EV/денежный поток**

Принимая во внимание уязвимость EBITDA, коэффициент «EV/свободный денежный поток» следует считать более полезным и достоверным.

- EV/операционный свободный денежный поток – очень эффективный метод оценки.
- Поменяв местами в этом соотношении числитель и знаменатель, вы получите показатель дохода по свободному денежному потоку.

## Глава 9

# ИНВЕСТИЦИОННОЕ РЕШЕНИЕ – ПОКУПАТЬ ИЛИ ПРОДАВАТЬ?

Темы, которые раскрываются в этой главе

- Почему важны фундаментальные показатели... но не все зависит только от них
- Процесс принятия решений
- Шаг 1. Соединяем перспективы и текущую стоимость акций
- Шаг 2. Выбираем стиль инвестирования
- Шаг 3. Смотрим на соотношение «риск/премия»
- Шаг 4. Рассматриваем временные рамки – спекулятивный подход в противовес инвестированию по всем правилам
- Взвешиваем все «за» и «против»
- Ключевые проблемы сегодняшних рынков
- Итоги
- Контрольный перечень вопросов

## ПОЧЕМУ ВАЖНЫ ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ... НО НЕ ВСЕ ЗАВИСИТ ТОЛЬКО ОТ НИХ

Один из интересных аспектов оценки – это то, что она не выносит никакой корреляции с ценой акции. Цена акции зависит от целого комплекса краткосрочных факторов и явлений. Часто говорят о «шумихе», которая влияет на акцию, в отличие от фундаментальных показателей, которые управляют ее ценой. Очевидно, однако, что «шумиха» может доветь долгое время. Бенджамин Грэм, наставник Уоррена Баффета.

прокомментировал это так: «В краткосрочной перспективе рынок — это машина для голосования, а в долгосрочной — машина для взвешенной оценки».

Это полезное инвестиционное правило при принятии решения: вы «голосуете» по краткосрочным трендам и полагаетесь на «шумиху» или выполнили взвешенный анализ по оценке качества и перспектив бизнеса и определили точную сумму, которую намерены за них заплатить? Конечно, ваша долгосрочная оценка на основе фундаментальных показателей должна отражать конкурентоспособность компании и преобразовывать эту конкурентоспособность в прибыль на капитал и денежный поток.

Эмоциональная подоплека, с другой стороны, зависит от двух координат: «страха и жадности» и психологии толпы. Тут самое главное — забыть о страхе при покупке и умерить жадность во время продажи, когда рынком движет желание получить еще большую прибыль. Но зачастую легче сказать, чем сделать. Если кто-то говорит о том, как привлекательна акция, — это значит, что цена акций уже учла этот факт и вы вряд ли заработаете на ней деньги. Значит, вы просто следуете за эмоциями. Это не обязательно плохо при условии, что вы знаете, как вовремя избавиться от довлеющих эмоций. Важно, что во время ажиотажа, вызванного, например, всплеском интернет-продаж, традиционным методам оценки и преимуществам денежного потока уделяется мало внимания.

Ажиотаж может также быть вызван новостями из компании или сектора, в котором она действует. Еще один аспект, который вызывает «шумиху», — восприятие рынком коллектива управляющих — возросшее внимание к корпоративной этике может действительно сильно повлиять на динамику акций. Однако следует заметить, что вопросы корпоративного управления и этики могут быть и реальным фундаментальным фактором результативности компании.

Цена акций, движимая перспективами, всегда учитывает будущее. Как правило, в цене акций дисконтируются ближайшие 18 месяцев или 2 года. Итак, цена акций — это сочетание надежд и страхов рынка на ближайшие два года с перевесом в ту или иную сторону. Если компания объявляет о рекордной прибыли на только что закончившийся год, но скромно анонсирует предстоящие 12 месяцев, цена акций упадет. Часто при этом текущая торговля компании в полном порядке и отвечает ожиданиям. Однако цена акций падает и создает новый, очень

<sup>1</sup> *Graham, B. (2003) The Intelligent Investor, London: Harper Business Essentials.*

низкий P/E. Это отражает тот факт, что рынок всегда смотрит дальше ближайших 12 месяцев.

Так, в 2007 г., например, акции строительных компаний и банков имели очень низкий коэффициент P/E. Торговля все же шла хорошо, заставляя полагать многих менеджеров, что акции недооценены. Но акции предвидели резкий спад в экономике, особенно на строительном рынке, и реагировали на высокие риски в данном секторе, где у компаний были большие долги. Банки очень значительно расширили портфели займов под долгосрочные активы, финансируя их краткосрочными депозитами оптового финансового рынка. Часто критерии выдачи ссуд и мультипликаторы дохода не были такими точными, как это было исторически. Цены на недвижимость были на беспрецедентных уровнях, а потребительские возможности, соответственно, были ограничены. Банки настолько агрессивно выдавали ссуды группам населения, что зачастую у людей не было кредитной истории. Это был один из многих отрицательных стимулов для выдачи ссуды, так как они полностью основывались на объемах, а не на основных рисках или долгосрочной доходности по ссуде. Этим отчетливо показан провал руководства.

Тем не менее цены акций точно прогнозировали грядущие проблемы — дешевые акции просто отражали тот факт, что данные сектора завершили стадию роста или достигли высшей точки невиданного подъема. Кроме того, риски такого большого долга в системе и плохие решения руководства также означали, что данные компании должны пережить нелегкие времена.

Принимая решение о приобретении акции с низкой стоимостью, вы фактически говорите, что рынок не прав — он слишком пессимистичен в отношении перспектив и рисков. Это вполне возможно, но вспомним, как коллективно рынок правильно оценивал акции банковского сектора и строительных компаний. Значит, необходимо придавать должное значение мнению рынка — хотя вы не обязательно должны с ним соглашаться. Однако, если вы ясно и точно сформулируете, по каким элементам оценки посредством системного подхода вы полностью уверены и почему рынок не прав, выбор акции для покупки будет строгим и научным.

Ключевое правило — спросить себя, почему вы правы, а ваш оппонент (кто продает вам акции и может знать намного больше вас) не прав. Джордж Сорос говорит, что он максимально критичен в отношении собственных решений и всегда старается определить, где он мог совершить ошибку. Это позволяет избежать того, что на языке поведенческого

финансирования называется «основанием для подтверждения» — когда мы склонны видеть только то, что поддерживает нашу точку зрения, и не замечаем очевидных свидетельств, ставящих ее под сомнение. Сорос стремится найти факты, доказывающие, что он прав, при обнаружении которых он готов сразу же изменить свою точку зрения.

Способность не попасть под власть «шумихи» на рынке — природная особенность Уоррена Баффета, который действительно верен своим убеждениям инвестировать в компании с устойчивыми конкурентными преимуществами. Он ошибся, когда только начинался ажиотаж вокруг интернет-продаж, но в конечном счете оказался абсолютно прав, посчитав, что это ненадежные бумаги. Можно утверждать, что, если вы живете где-то на Среднем Западе, вдалеке от уютного процесса согласованного анализа, сформировавшегося на Уолл-Стрит или в центре финансовой жизни, вы обладаете явным преимуществом. Отстраненность и перспективный взгляд в сочетании с подходом на основе фундаментальных характеристик оказались очень полезными для самого успешного инвестора в мире.

## ПРОЦЕСС ПРИНЯТИЯ РЕШЕНИЙ

Когда вы оценили перспективы компании, которую хотите купить, и перспективы по ее сектору, оценили эту компанию двумя-тремя разными способами, то должны прийти к решению — продавать, покупать или держать акции. Вся информация, тщательно подобранная, должна быть соединена воедино. Придя к заключению о том, хороша или плоха акция, оцените риски и премию. Затем, в случае покупки акции, определите, как долго вы намерены ее держать. Наконец, решите, в какой именно точке акции необходимо покупать или продавать.

Для отражения всех этих вопросов существует схема четырех шагов:

- **Шаг 1.** Соединяем перспективы и текущую стоимость.
- **Шаг 2.** Выбираем стиль инвестирования.
- **Шаг 3.** Смотрим на соотношение «риск/премия».
- **Шаг 4.** Рассматриваем временные рамки — спекулятивный подход в противовес инвестированию по всем правилам.

Эта схема позволит вам прийти к заключению — покупать или продавать.

## Шаг 1. СОЕДИНЯЕМ ПЕРСПЕКТИВЫ И ТЕКУЩУЮ СТОИМОСТЬ АКЦИЙ

Решение покупать или продавать акцию зависит от взаимодействия двух факторов: от перспектив компании и от того, сколько стоят эти перспективы. Перспективы компании могут быть отличными, но если акции очень дорогие (независимо от того, на какой основе — на основе мультипликатора продаж, EPS или других показателей), вы на них не заработаете. Иногда говорят, что отличные перспективы уже учтены в цене, или, что означает то же самое, перспективы «полностью оценены» или «дисконтированы». Фактически нам нравится компания, но не нравится ее стоимость. Наоборот, компания, которую ждет непростое будущее, может котироваться на рынке очень низко, и все предстоящие трудности будут правильно учтены в цене акций.

Когда прогнозы по компании ухудшаются, цена акций падает в соответствии с менее радужными перспективами — стоимость, по оценкам аналитиков, может остаться прежней, в то время как цена акций падает вместе со снижающимся EPS. Однако оценка (рейтинг) может также упасть, когда рынок примет во внимание риски и потеряет уверенность в будущем компании. Это называют снижением рейтинга акции. Наоборот, если перспективы улучшились и рынок более уверен в будущем, оценка акций (рейтинг) может вырасти.

Будем отдавать должное мнению рынка, поэтому

*Перспективы + Оценка = Рекомендации.*

Поскольку инвестиционное решение очень важно, имеет смысл проанализировать ситуацию с этой точки зрения, особенно перспективы компании и сектора, в котором она осуществляет свою деятельность, оценку компании и коэффициент «риск/премия». Тогда вы сможете принимать более обоснованные решения.

Когда вы подходите к оценке, важно помнить, что в ней заключено коллективное суждение всего рынка — равновесие, достигнутое между покупателями и продавцами. Но это не говорит о том, что рынок оценивает акции верно. Существует научная теория, которая называется фактической рыночной гипотезой и допускает, что в целом акции оценены верно и очень трудно превзойти рынок с помощью использования аналитических данных. Однако пузырь на фондовом рынке конца 1990-х, лопнувший так неожиданно, бросил тень обоснованного сомнения на рациональность рынка, а после коллапса,

начавшегося в 2007 г., вызванного долгами. — вообще поставил точку на рыночной оценке.

Сейчас больше внимания уделяется поведенческим факторам, определяющим цену акций. Вкратце они сводятся к жадности и страху, которыми всегда можно объяснить изменения на рынке. В частности, поведение толпы — или коллективное суждение толпы — ключевой принцип, на который стали обращать внимание. Создается впечатление, что инвесторы следуют за другими инвесторами, а риском считается риск отстать от конкурентов, вместо того чтобы оценивать риски в бизнесе и риски его финансовой структуры. В финансовом секторе это, вероятно, относилось и к руководству — для них риск заключался в отставании от основных конкурентов, которые делали огромную прибыль в таких сферах, как защищенные ценные бумаги (даже если опыта в этой области не было никакого).

Тем не менее всегда стоит задуматься и отдать должное оценке рынка. Почему он так низко (или высоко) оценивает акции? Если по вашим методикам акции дешевые (дорогие), спросите себя, почему вы правы, а рынок не прав. По какой причине вы знаете больше, чем рынок? Это заставляет снова вернуться к оценке на основе системного подхода и, последовательно выстраивая цепочки умозаключений, ясно представить, почему у вас сформировалось такое убеждение.

### Что уже учтено в цене? Что говорит оценка рынка?

Как мы ранее установили, оценка компании рынком может говорить о неминуемом снижении прогноза, что у компании плохое и все более ухудшающееся финансовое состояние, что прибыль низкая и останется низкой в будущем или что руководство продолжит аннулировать стоимость (из-за собственной неспособности или из-за экономических ограничений в секторе).

Фактически цена акций говорит об оценке рынком ключевых факторов системного подхода (см. рис. 1.1).

Итак, цена акций передает важную информацию о каждом из этих аспектов положения компании. Низкая оценка может говорить о том, что один или все эти факторы отрицательно сказываются на стоимости компании. Необходимо подробно исследовать рыночную оценку данных факторов, прежде чем вынести собственное заключение. После этого вы можете сказать, что рынок, по вашему мнению, слишком негативен (позитивен) в оценке. При этом вы также сможете идентифи-

цировать необходимые изменения и их вероятность, прежде чем сам рынок пересмотрит свою оценку.

Вы, конечно, можете взвесить эти компоненты с точки зрения собственных предпочтений по соотношению «риск/премия». В нынешних условиях рынка вы, возможно, большее значение придадите финансовому состоянию компании и создаваемой ею прибыли. При невозможности читать перспективы, а значит, и предсказывать прибыль и EPS, вы, возможно, не сочтете нужным учитывать этот элемент (хотя он всегда останется важной частью формулы).

Конечно, может быть огромное количество разных рекомендаций по одной и той же компании. Здесь можно использовать матрицу факторов оценки. Всегда имеет смысл проверить на прочность собственное заключение, выслушав противоположную точку зрения, и проанализировать, в чем расхождение:

- оно связано с перспективами или с оценкой?
- это оценка руководства и стратегии?

## Шаг 2. ВЫБИРАЕМ СТИЛЬ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Кроме анализа перспектив и оценки стоит установить, о каком «типе» акций идет речь. Это поможет вам сформировать круг индикаторов, которые движут акциями, и понять, как акции воспринимаются фондовым рынком. До какой-то степени решающим может быть разграничение на недооцененность и рост, и вы, возможно, захотите, чтобы акция обеспечивала вам прибыль на капитал и создавала достаточный денежный поток. Однако есть и другие подходы, не менее продуктивные. И, ознакомившись с ними, вы поймете, как рынок зарабатывает деньги. Кроме того, полезно выработать свои собственные «стили» и систему для определения привлекательности акций для покупки.

Мы рассмотрим все «за» и «против» каждого подхода к инвестированию, таким образом, у вас сложится четкое представление о потенциальных рисках и ловушках. Итак, эти подходы вкратце можно свести к следующим:

- инвестирование в недооцененные акции;
- инвестирование в недооцененные акции — бумаги с дивидендным доходом;



- инвестирование в недооцененные акции — бумаги **циклических** компаний;
- инвестирование в рост;
- инвестирование в текущие тренды (спекуляция).

### Инвестирование в недооцененные акции

Этот подход снова оказался популярным, после того как **сектора**, от которых ожидали значительного роста, так сильно ударили по **рынку**. Падение привлекательности многих растущих акций и **огромные** риски, особенно финансовые, сопутствующие таким бумагам, **дали** понять, какова реальная опасность такого «стиля» инвестирования. Падение цены быстрорастущих акций, которые не растут **прогнозируемыми** темпами, обычно вдвое превышает понижение прогноза по **EPS**, а обвал мультипликаторов, после того как **P/E** был скорректирован в связи с более низким прогнозом по темпам роста, ухудшает **качество** прибыли (иными словами, пересмотр прогноза в сторону **понижения** обычно означает пересмотр прозрачности прибыли и повышает **риски**). Это привело к мощным обвалам цены акций.

Наоборот, если мультипликаторы низкие, недооцененные **акции** становятся более стабильной гаванью для инвестиций, где **риски** значительно меньше.

Недооцененные акции, как правило, имеют следующие **особенности**:

- значительный дисконт по P/E относительно рынка;
- большой дисконт к стоимости чистых активов (**коэффициент «цена/балансовая стоимость»**);
- более высокий дивидендный доход, чем по рынку в целом;
- очень низкий коэффициент EV (рыночная капитализация **плюс** долг/продажи) — это означает, что приобрести **продажи** компании можно очень дешево.

Может быть так, что перспективы по этим компаниям **далеко не** оптимистичны. Инвестор в недооцененные акции может **возразить**, что в цене акций уже учтены эти негативные настроения, так **что не** следует воздерживаться от покупки.

Некоторые инвесторы корректируют показатель P/E по **изменениям** в темпах роста EPS. Это дает коэффициент **рег** и используется

многими инвесторами как средство определения роста. И так, при **низком** мультипликаторе и высоком дивидендном доходе, **обеспеченном** активами, недооцененные акции относительно привлекательны на **нынешнем** рынке. Эти акции выиграют от восстановления экономики/низких процентных ставок и потому могут быть особенно **интересны**.

Одна из больших сложностей при инвестировании в недооцененные акции заключается в том, что для низкого P/E могут быть **веские** причины, а это означает, что акция не дешевая. Могут отсутствовать **перспективы** роста, качество прибыли низкое, а риски в бизнесе и **финансовые** риски значительны. Кроме того:

- прогноз по EPS может быть крайне спекулятивен и может быть **пересмотрен** с сильным понижением;
- качество прибыли очень низкое;
- компания может завершить **стадию** роста;
- компания может переживать **периодический/структурный** спад;
- прибыль компании/отрасли может быть **очень** низкой;
- руководство не вызывает **позитивных** эмоций;
- реальная экономическая стоимость активов **значительно** ниже, чем объявленная стоимость (низкий ROCE может говорить о том, что активы **переоценены** по стоимости).

Многие циклические акции могут стать серьезными «фишками» на **рынке** недооцененных акций (см. на стр. 385 «Инвестирование в недооцененные акции — бумаги с дивидендным доходом»).

### Каков же катализатор?

Еще одна проблема при инвестировании в недооцененные акции — **каков** катализатор изменения стоимости акций? Если акции имеют **низкий** относительный P/E в течение какого-то времени, может **оказаться**, что они превратятся в «ловушку недооцененности», т.е. они **выглядят** дешевыми, но факторы оценки, описанные на рисунке 1.1, **будут** оставаться неизменными еще какое-то время, не давая акции **вырасти** в стоимости. Если риски очень высоки или компания **совершенно** точно определяется как завершившая стадию роста (она уже **не** будет расти), тогда нет причин для изменения стоимости.

Итак, какие обстоятельства приведут к изменению этой оценки? Фактически необходимо, чтобы один или несколько элементов оценки при системном подходе изменились, чтобы на это среагировали акции. Часто инвесторы называют такой процесс катализатором — это событие, которое повысит рейтинг акций. Катализаторами могут быть следующие события:

- Результаты, которые уверенно превосходят ожидания рынка, сигнализируя, что количественно и качественно прибыль намного лучше оценки рынка.
- Сектор, в котором действует компания, показывает лучшую динамику, чем ожидали.
- Компания сокращает расходы и успешно выводит на рынок новые продукты (конкурентоспособность повышается, и потенциал роста увеличивается) и наращивает долю на рынке.
- Компания ликвидирует подразделение, задерживавшее работу главного предприятия, и улучшает структуру рисков и качество прибыли.
- Компания осуществляет распродажу или проводит сделку, которые изменяют баланс в сторону уменьшения рисков и укрепления финансового состояния, сосредотачивают деятельность на главном предприятии и улучшают потенциал роста.
- Структура денежного потока компании намного привлекательней, чем думали вначале.
- Среди аналогичных компаний наметились поглощения и консолидации.
- Ценообразование в секторе улучшается в результате консолидации отрасли, которая также позволяет снизить затраты.
- Новый директор без полномочий или коллектив управляющих приходят на смену, они имеют лучшую репутацию с точки зрения корпоративной этики (этим снижается риск) и готовности выполнить взятые обязательства по увеличению биржевой стоимости акций.

Любой из этих катализаторов создаст импульс, выгодный как для инвесторов в недооцененные акции, так и для спекулянтов (использующих появляющиеся тренды на рынке): как только появятся хорошие

новости по росту результативности, акции сразу же начнут покупать спекулянты, что обеспечит устойчивый «взлет» цены.

Очевидно, что выход из «ловушки недооцененности» требует катализатора и, если его не создаст руководство, инвесторы неизбежно начнут оказывать давление — особенно влиятельные инвесторы и хедж-фонды, а также (и в большей степени) институциональные инвесторы, более серьезно относящиеся к своим обязанностям. Это может вызвать смену руководства.

Хотя часто институциональные инвесторы, особенно хедж-фонды, должны агрессивно действовать в такой ситуации, необходимо учитывать, что, если акции показывали плохую динамику на протяжении какого-то периода, руководство должно было проснуться задолго до этого и вовремя среагировать (вместо того чтобы наблюдать падение цены акций, ничего не предпринимая для существенного изменения ситуации). Обычно очень легко отличить, где инвестор, осуществляющий активную политику, оказывает давление, так как это будет катализатор, способный создать импульс, например: катализатор смены руководства, ликвидационной продажи подразделения бизнеса, слияния с соперником, выкупа собственных акций (менее распространенный в наши дни) или увеличения дивидендов.

Это не говорит о том, что взгляды институциональных инвесторов на активную политику обязательно правильные, но руководство должно учитывать их намерения и создавать собственную программу импульса. Одним из недостатков давления активных инвесторов является то, что решения принимаются в пользу конкретного, громко заявляющего о себе акционера (или группы). Они составят специальный план, который может создать, но может и не создать стоимость для всех акционеров в долгосрочной перспективе.

#### Инвестирование в недооцененные акции — бумаги с дивидендным доходом

При очень низких процентных ставках многие инвесторы могут захотеть «поучаствовать» в восстановлении фондового рынка и найти альтернативный источник дохода. Это предполагает, что акции, дающие гораздо больший дивидендный доход, чем рынок в целом, могут вызывать интерес у инвестора. Это вид инвестирования, доказавший свою успешность, особенно если сумма дивидендов увеличивается и повторно инвестируется.

Если необходим доход, инвестор должен убедиться, что уровень дохода устойчив, оценить вероятность его увеличения (так как это будет решающим фактором долгосрочной результативности). При принятии решения о покупке и определении перспектив роста дивидендов может помочь оценка следующих аспектов финансового состояния компании:

- Обеспечение дивиденда — низкий уровень обеспечения говорит о том, что любые ухудшения в торговле заставят компанию урезать дивиденды.
- Если обеспечение незначительное или его нет вовсе, значит ли это, что дивиденды будут выплачиваться из резервов? Вам подходит такой вариант? Он может быть приемлем, если плохой год — одноразовое явление, но он неприемлем, если вероятен продолжительный период плохих объемов и цен. Тогда ваш дивидендный доход компания выплатит из уменьшающихся чистых активов — как акционер, вы не примете такой вариант.
- Если обеспечение незначительное или его нет, значит ли это, что дивиденды будут выплачиваться из распродаваемых активов?
- Финансовое состояние (рычаг и покрытие процента): оно дает информацию о том, может ли хороший баланс или денежный поток поддержать выплату дивидендов.
- EPS и денежный поток: показатель EPS рассчитывается по полностью принадлежащему компании бизнесу и эффективно учитывает денежный поток? Любые манипулирования способами бухучета, которые повышают EPS, но не изменяют основной денежный поток, подрывают коэффициент обеспечения дивиденда. Дивиденды выплачиваются из наличных средств, а не из показателя EPS.
- Сколько капитала должна инвестировать компания? Необходимость заменить большое количество изношенных активов — например, ограничить средства, которые компания сможет распределить на акционеров. Получение дивиденда при подорванной конкурентоспособности в связи с нехваткой инвестиций, скорее всего, даст только краткосрочный выигрыш в доходе.

- Прогнозы по прибыли акционеров (EPS): дивиденды очень тесно связаны с трендами в EPS. Значит, ваша уверенность в прогнозах — важный фактор устойчивости и роста дивиденда.
- Прогнозы по дивидендам: увеличится ли дивиденд?

Прогнозы по дивидендам могут быть важны, так как часто высокий и растущий дивиденд — лучший признак будущей результативности, чем просто высокий начальный дивиденд.

Как и в случае с потенциальными ловушками для недооцененных акций, инвестирование с целью дивидендного дохода также связано с этими проблемами. Можно утверждать, что, если компания тратит на дивиденды много денег акционеров, на рост бизнеса ничего не останется; это не обязательно хороший знак для долгосрочных перспектив или конкурентоспособности компании. Важно учитывать и такой вариант: у руководства нет ни возможностей, ни способностей создать высокую прибыль.

В данной ситуации акционеры могут настаивать на распределении фондов в их пользу, поскольку они полагают, что смогут сами лучше распорядиться ими для инвестирования. Это связано с проблемой доверия руководству — если вы сомневаетесь в способности управляющих инвестировать ваши деньги с пользой для вас, почему вы должны доверять им распоряжаться существующими активами? А если они не могут хорошо управлять существующими активами, может быть, инвестирование в эту компанию не принесет вам денег.

### **Инвестирование в недооцененные акции — бумаги циклических компаний**

Динамика циклических акций зависит от тренда в цикле и тренда в процентных ставках. Если сокращение процентных ставок приносит выгоду циклическим бумагам, может быть так, что ситуация не улучшается из-за отсутствия спроса или отрасль имеет большое количество избыточных мощностей, которые угрожают ценообразованию.

Однако падающие процентные ставки могут быть ловушкой для циклических компаний. Сокращение процентных ставок может быть очень положительным фактором для циклических бумаг, поскольку прибыль очень чутко реагирует на ВВП, а сниженные процентные ставки должны со временем стимулировать экономический рост. Часто такие компании

имеют высокий показатель финансового рычага, поэтому их долговая нагрузка станет намного легче. Это относится к компаниям с высокой бета. Но важна и причина, по которой происходит снижение ставок. Если ставки снижаются из-за быстрого замедления экономики, а инфляция находится под контролем — объемы и цены могут оказаться под давлением. Поэтому важны текущие проблемы дефляции. Сегодня дефляция стала особенно острой проблемой для сектора производства. Глобализация и прозрачность, пришедшие вместе с Интернетом, стали дефляционными силами для международной торговли.

Эта проблема особенно актуальна в текущей экономической среде, учитывая природу этого цикла — спад, вызванный кризисом банковского сектора, финансировавшего экономическую деятельность. В текущем ужесточении банковского кредитования на первое место выходит возможность получить кредит, а не его стоимость. При отсутствии доступа к капиталу — у банка может не быть средств, или риски слишком велики — потребуется некоторое время, прежде чем уверенность восстановится настолько, что покупка дорогостоящих товаров корпорациями и частными лицами станет снова обычным делом.

Любой спад в объемах продаж или ценах мощно воздействует на прогноз по EPS, т.е. возникает значительный риск, сопутствующий прибыли. Обычно такие компании имеют высокие фиксированные затраты, в связи с чем незначительные изменения объемов серьезно воздействуют на прибыль (операционный рычаг). Эффект падающих цен оказывается еще более разрушительным. Любое снижение цены напрямую вычитается из суммы прибыли. Для иллюстрации возьмем компанию, зарабатывающую 10 млн фунтов на 100 млн фунтов оборота (маржа 10%). Если цены падают на 5%, оборот падает до 95 млн, а прибыль — до 5 млн (все остальные исходные не меняются). То есть 5%-ное снижение цен в 2 раза уменьшило прибыль.

На цены повлияет и избыточная мощность в отрасли: такая избыточная мощность усиливает негативное влияние спада в объемах. Компании могут стремиться поддержать объемы или защитить свою долю рынка, а это неизбежно вызовет снижение цен, так как конкуренты сделают то же самое. Степень снижения цены зависит от концентрации рынка на текущий момент.

Кроме структуры рынка на цены оказывает влияние и международное соперничество. Ценовые уровни уже какое-то время подвергаются давлению со стороны глобализации и дефляционных сил, вызванных Интернетом.

Эффект этих двух сил должен все больше сказываться на ценах, значит, и на EPS. Он также снижает прибыль на капитал до таких значений, что она не покрывает его стоимости, не говоря о рисках, понесенных на таких изменчивых рынках. Все это привело к тому, что сектор международной торговли уже некоторое время не показывает прежней динамики. В результате инициируется процесс национального и международного рационализма, цель которого — снизить избыточные мощности, увеличить цены и прибыль на инвестиции.

Таким образом, хотя ожидаемое снижение процентных ставок может дать сигнал к покупке акций циклических компаний, ситуация очень непростая. Некоторые из этих секторов едва покрывают стоимость капитала и отчаянно борются за выживание в условиях резких колебаний объемов продаж и слабого контроля над ценами. Соответственно, неизбежны разочарования в EPS, если спад затянется, особенно в общемировом масштабе. Есть прямая связь между высоким размером прибыли компаний и динамикой ее акций, опережающей основные фондовые индексы.

Итак, хотя в циклических бумагах может быть выигрыш, необходимо внимательно рассмотреть следующие вопросы:

- хороший контроль над затратами/запуск бизнеса с низкой базовой стоимостью;
- степень контроля над ценами подтверждается ценой акции и/или уникальностью продукта;
- финансовая устойчивость;
- отличное управление созданием наличных денежных средств и способность коллектива управляющих на деле справиться с трудными условиями торговли;
- относительно высокая прибыль.

Важно тщательно проанализировать эти вопросы до того, как будет принято решение о долгосрочных инвестициях в этот сегмент рынка — хотя они могут действовать краткосрочно.

### Инвестирование в рост

При оценке акции с потенциалом роста, возможно, вы можете убедиться, что она имеет следующие отличительные особенности:

- рост продаж намного опережает рынок;

- рост EPS намного опережает рынок;
- высокий размер прибыли на капитал — рост увеличивает стоимость;
- высокий коэффициент «капитальные затраты/износ оборудования»;
- устойчивое финансовое состояние и/или денежный поток, способные профинансировать рост.

Падающие процентные ставки положительно скажутся на таких бумагах, так как они снижают ставку дисконта будущих показателей EPS. Из практики известно, что акции с перспективами роста (особенно циклические акции с потенциалом роста, например программное обеспечение) показывали неплохую динамику при выходе из «медвежьего» рынка. Это предполагает, что компании с прибылью высокого качества и с низким риском, создающие хорошую прибыль на капитал, в некоторой степени зависящие от ВВП, могут быть интересным вариантом игры на восстановлении экономики и рынков. Следует, конечно, учитывать, что нынешний экономический цикл очень отличается от предыдущих и во многих отраслях накопились избыточные мощности, что на этот раз ухудшит темпы восстановления.

При рассмотрении в целом рост можно обеспечить несколькими способами или из нескольких источников:

- присутствие на растущем рынке;
- разработка нового продукта или технологии;
- увеличение доли рынка;
- вывод товаров/услуг на новые региональные рынки;
- инвестирование в новые предприятия;
- поглощение конкурентов.

Важно полностью понимать, какой тип роста свойственен данной компании. Причина — рынок ценит более высоко следующие типы роста:

- естественный, постепенный рост, а не рост через поглощение;
- рост от продаж, а не от сокращения затрат.

Рынок дает разную оценку этим генераторам роста главным образом из-за рисков — при поглощении больше сопутствующих рисков, чем когда существующий продукт увеличивает долю на растущем рынке. Соответственно, рынок оценит выше устойчивый рост с меньшими рисками, чем единовременный рост.

Часто поглощения увеличивают бизнес, но не улучшают его потенциала долгосрочного роста. Проблема сокращения затрат в том, что они единовременны. С их помощью можно поднять EPS в следующий год, но не обязательно с продолжением. Кроме того, как мы заметили, на больших масштабах возникают убытки, так как управляющих «не хватает» для эффективного управления огромной компанией.

Хотя рост — это хорошая причина заработать деньги в долгосрочной перспективе, необходимо иметь в виду, что:

- рост привлекает конкурента, а это снижает прибыль;
- рост может потребовать много капитала на ранних стадиях и может не создать денежных средств;
- рост может не увеличивать стоимости;
- невозможно предсказать, как долго продлится рост (мобильная телефония);
- рост трудно оценить;
- рост может быть очень привлекателен и в связи с этим цена акций уже может отражать этот потенциал (он дисконтирован или учтен в цене, так что заработать деньги на таких акциях сложно);
- цена акций резко рухнет, если рост не оправдает ожиданий.

#### *Недооцененные акции против акций с потенциалом роста: динамика с течением времени*

Может показаться, что с течением времени стоимость переигрывает рост. Известно, что предпочтение, отдаваемое многими инвесторами определенности дивидендного дохода как главному компоненту суммарной прибыли акционера в сочетании с возможностью повторного инвестирования этого дохода, должно долгосрочно переигрывать перспективы роста. Устойчивый и, желательно, растущий дивиденд — сигнал уверенности руководства в устойчивости выплат, признак безоговорочного преимущества. Можно утверждать, что это особенно применимо

к сегодняшнему рынку, особенно если акция, по которой выплачиваются дивиденды, имеет сильную балансовую отчетность и мощный денежный поток (который, в свою очередь, поступает от высокой прибыли на капитал — еще одного индикатора качества).

Наоборот, неопределенность роста капитала с течением времени часто разочаровывала и будет разочаровывать. Это происходит из-за высоких начальных котировок акций, в цене которых уже учтены высокие темпы роста. По определению, весь прогнозируемый рост уже учтен в цене, что делает любой апсайд (максимальный размер благоприятного изменения) крайне ограниченным. Однако, если по той или иной причине рост не сможет реализоваться, последствия будут весьма жестокими. Разочарование может возникнуть, если рынок, на котором компания сбывает свою продукцию, оказался не так легок на подъем, как ожидали; если нужны дополнительные инвестиции, рынок заполнили конкуренты — каждый из этих факторов препятствует созданию прибыли и денежного потока на протяжении значительного периода (как мы наблюдали в примерах с DCF, чем позднее оценивается денежный поток, тем меньше его эквивалентная стоимость на данный момент). Поэтому важно найти такую компанию, которая создает или очень скоро создаст хороший денежный поток. Практика свидетельствует, что многие акции с потенциалом роста требовали огромных капитальных затрат на значительно более продолжительном отрезке, чем ожидали вначале (соответственно, они давали отрицательный денежный поток на этом отрезке).

В сегодняшней экономике, возможно, именно сочетание недооцененности и потенциала роста у одной и той же компании создаст лучшую, чем в среднем по рынку, динамику. При высокой прибыли из-за сильной конкурентоспособности и мощных денежных потоков компания способна одновременно инвестировать в естественный рост бизнеса и наращивать суммы дивидендов.

### Инвестирование в текущие тренды

**Инвестирование в текущие тренды** (основной источник дохода биржевых спекулянтов) основано на принципе «поймай волну». Еще одно определение данного подхода к инвестированию — инвестиции в выигрышные компании и продажа убыточных бумаг. Это важно, так как при спекулировании акциями продать вовремя не менее важно, чем вовремя купить. С учетом того что часто удачно продать не так

просто, процесс принятия решений должен быть строгим и упорядоченным.

Как способ инвестирования, инвестирование в текущие тренды в основном строится на «сюрпризах» (неожиданных отклонениях) показателе EPS или на колебаниях цены акций, в отличие от фундаментальных методов оценки, представленных в этой книге.

Два основных тренда, за которыми должен следить инвестор, следующие:

- неожиданные отклонения от прогнозируемых значений EPS (положительные и отрицательные);
- относительная динамика цены акций.

### Неожиданные отклонения

Инвесторы в текущие тренды предпочтут акции, которые начали превосходить или, по прогнозам аналитиков, должны превосходить согласованные ожидания или консенсус-прогнозы. Эти прогнозы можно прочесть на огромном количестве веб-сайтов. Отклонения в ту или иную сторону от этих ожиданий считаются неожиданными отклонениями.

Если EPS выше согласованных ожиданий или аналитики полагают, что они будут выше, это расценивается как начало процесса роста акций. Деньги можно заработать по мере того, как ожидания роста продолжают действовать и привлекают дополнительные инвестиции в покупку, из-за чего цена акции «взлетает». Улучшение перспектив акции может быть связано с улучшением условий торговли компании (лучшие объемы и контроль над ценами) или внутренними улучшениями, такими как снижение затрат или инвестиционная программа, дающая положительные результаты.

В виде заменителя неожиданных отклонений в показателе EPS можно рассматривать относительные изменения в согласованных оценках экспертов по различным периодам (очевидно, необходимо отслеживать такие изменения в промежутке 1–3 месяца). Каждый раз мы сможем точно сказать, в какую сторону разворачивается прогноз — в оптимистическую или пессимистическую.

Инвестор в тренд не проявляет внимания к причинам, вызвавшим неожиданные отклонения от прогнозируемых значений, ему не интересен текущий показатель торговли, в каком секторе находится ком-

пания, каковы ее долгосрочные перспективы или насколько хороша, по мнению рынка, команда управляющих (все эти факторы важны для инвестора в рост акций). Если компания не оправдывает или может не оправдать согласованных ожиданий, инвестор в тренд сразу же продаст ее акции. Как правило, за этим следует пересмотренный прогноз по прибыли или другие плохие новости, которые спровоцируют продолжительный период плохой результативности. Поэтому продажа на первом ухудшении прогноза лучше, за ним неизбежно последуют и другие. Падающие объемы и цены, как правило, бьют по показателю EPS намного сильнее, чем ожидали вначале, и сложные условия длятся намного дольше. Кроме того, часто руководство продолжает давать оптимистические прогнозы по результативности бизнеса.

В результате одно понижение прогноза редко бывает достаточным, поток новостей должен продолжиться, поэтому он будет постоянно давить на акции.

#### *Относительная динамика цены акции*

Относительный потенциал обычно означает, что акция быстрее вырастет в цене, чем рынок в целом. Это предполагает постоянный спрос на акцию. Цена акции, достигшая новых максимумов, может быть сигналом к покупке для инвестора в тренд. (Парадоксально, что инвестор, придерживающийся более традиционного фундаментального подхода, скорее всего, примет это за сигнал для продажи!)

Большинство инвесторов в тренд следят за объемами покупок на биржах, а также за трендом цены, показывающим интерес к акции. Взлетевшая в цене акция на небольших объемах означает, что период лучшей динамики остался позади. Объем — это индикатор устойчивости тренда. Однако всегда необходимо учитывать, что дисбаланс предложения и спроса — то, что спасает инвесторов в тренд, — может быть уравновешен дополнительным предложением (выпуск прав, размещение акций вне биржи и т.д.), а не только более высокой ценой акции.

#### *Важность трендов на текущем рынке*

С учетом высокой изменчивости, которая характеризовала рынок в последнее время, и тотального недоверия к цифрам из-за крайне неопределенных экономических перспектив графики и тренды стали более популярны и, возможно, более полезны.

Кроме того, преимущество продаж на негативных отклонениях прогнозов приносит большую выгоду — понижение прогнозов является главной особенностью, и цены акций резко реагируют на разочарования в EPS. С точки зрения новостного фона изменение кредитного рейтинга организации также дает ясный сигнал к продажам.

Хорошо продавать акции может оказаться нелегкой задачей. Часто нерешения в принятом решении и эмоции одерживают верх. Игрока не покидает надежда, что ситуация улучшится или что падение цены — временное явление. Однако, используя подход, основанный на инвестировании в тренд, можно хорошо освоить методику продаж.

### **Шаг 3. СМОТРИМ НА СООТНОШЕНИЕ «РИСК/ПРЕМИЯ»**

Когда вы инвестируете в акции, не упускайте из виду решающий фактор инвестирования — баланс между риском и вознаграждением. Для принятия более высокой степени риска вы должны получить компенсацию в виде большей прибыли на ваши инвестиции. Но степень риска, который вы принимаете на себя, должна находиться в пределах вашего рискованного «допуска».

Возьмите за правило — подумать о потенциальных рисках компании, акции которой вы собираетесь купить, и о том, каков может быть потенциальный даунсайд. Это поможет определить, укладывается ли данная компания в ваш рискованный допуск. Самое главное в инвестировании — избегать катастроф!

Существует три основных типа рисков для покупателей акций:

- **Рыночный риск.** Рынок в целом может обвалиться по причинам, неподконтрольным вашей компании. Это могут быть страх инфляции, замедление экономики, торговля, которая «не идет», и растущие процентные ставки.
- **Риски в компании** — они включают внешние факторы, такие как рецессия или рост процентных ставок, когда у компании огромный долг. Падающий спрос, растущие затраты на исходные материалы и новые игроки ударят по всему сектору, в котором действует компания. Сюда также входят и внутренние факторы — плохое руководство или неудачное поглощение.

- Финансовый риск обусловлен структурой долга и денежного потока бизнеса. Вот почему вам необходим портфель акций, с помощью которого можно диверсифицировать так называемый риск в акциях.

В таблице 9.1 показаны только некоторые риски, которые могут повлиять на стоимость акций.

Таблица 9.1

**Риски, влияющие на стоимость акций**

Сектор	Цикличные отрасли, преодолеваемые барьеры для входа, избыточные мощности, низкая маржа и риски, связанные с новой или быстрорастущей отраслью
Компания	Финансовый риск (большой долг/слабый денежный поток), риск в бизнесе – плохое руководство, плохое позиционирование компании или товара на рынке, стратегические ошибки (в том числе неудачные поглощения)
Оценка	Акции оценены рынком слишком высоко, происходит коррекция
Фондовый рынок	Возможность резкого обвала фондового рынка

**От чего следует отталкиваться**

Думая об успешности/неуспешности ваших инвестиций, помните два следующих правила:

- **Безрисковая прибыль:** первое, от чего вы должны отталкиваться, – это проценты, которые вы получите за год по депозиту в банке. Речь идет о безрисковой ставке (или ставке с ограниченной премией), которая представляет собой «упущенную возможность» инвестирования в акции. Итак, вы должны зарабатывать все больше по сравнению с безрисковой ставкой, по мере того как риски увеличиваются.
- **Индексный доход:** второе – это прибыль, которую вы зарабатываете по сравнению с рынком в целом. Не беря на себя риски по конкретной компании при покупке акции, вы можете выиграть от акций в целом, купив весь рынок и избежав, таким образом, тех рисков, которые характеризуются как риски компании (финансовые риски и т.д.). Это можно сделать через индексный фонд,

экономив на затратах. Нет никакого смысла покупать отдельные бумаги и формировать портфель, если вы не ставите себе задачу обойти рынок в целом. Это называется относительной результативностью, и часто профессиональные финансисты занимаются именно этим. Но и эти финансисты или управляющие фондов могут показывать худшую, чем у рынка, результативность.

**Абсолютные суммы против относительных сумм**

Вас может больше интересовать абсолютная сумма, которую вы заработали, а не динамика в сравнении с индексом. В этом заключается суть работы хедж-фонда. Он может представлять ценность для частного инвестора. Однако помните об упущенной возможности – безрисковой ставке прибыли или выигрыше, который вы могли бы получить в бюджетном индексном фонде. Ваши абсолютные цели не должны состоять из рисков, которые вы принимаете на себя.

**Шаг 4. РАССМАТРИВАЕМ ВРЕМЕННЫЕ РАМКИ – СПЕКУЛЯТИВНЫЙ ПОДХОД В ПРОТИВОВЕС ИНВЕСТИРОВАНИЮ ПО ВСЕМ ПРАВИЛАМ**

**Долгосрочное инвестирование**

Если вы собираетесь держать акции несколько лет, то должны фундаментально подойти как к перспективам компании, так и к ее стоимости. Вас должны полностью устраивать эти перспективы и тот факт, что все же стоимость будет зависеть от будущего роста, т.е. в цене акций не должны быть уже учтены все будущие преимущества.

**Краткосрочное инвестирование (спекулятивный подход)**

Если вы хотите торговать акциями краткосрочно, то будете учитывать, дешевы или дороги акции. Для вас могут быть безразличны перспективы компании, а вот рыночная «шумиха» может иметь большое значение. То же можно сказать о неожиданных отклонениях цены или показателя EPS от прогнозируемых значений, возникающих трендах и новостном потоке. Стоит помнить, что правильные решения в та-



ких условиях принимать гораздо сложнее даже для профессионалов. Научные факты говорят о том, что покупка/продажа в нужной точке статистически почти невозможна.

### Покупать или продавать?

На этой стадии вы должны точно представлять себе свой желаемый результат. Он зависит от коэффициента «риск/премия», который в каждом случае будет разным.

#### Покупать

Чтобы прийти к решению «покупать», вам, очевидно, нужно быть уверенными, что вы заработаете больше денег, купив акции, чем если просто поместите деньги на депозит в банке. Насколько больше — зависит от вашего подхода к риску. Вам необходимо также учесть затраты на совершение сделки и дивиденды, которые вы должны получить.

Чем больше риск, тем более высока планка прибыли. Ожидаемые 12% от хорошо управляемой и хорошо финансируемой компании с хорошей диверсификацией деятельности могут лучше соответствовать вашему рисковому «допуску», чем надежды получить 30% от компании с плохим финансовым состоянием, действующей в трудных коммерческих условиях. Ведь если что-то пойдет не так, как надеялись, даунсайд будет значительным.

#### Продавать

Решение «продавать» можно принимать на ожиданиях отставания акции от рынка на 20% или при абсолютном даунсайте в том же масштабе. Продажи представляют собой один из самых сложных аспектов хорошего управления инвестициями, даже для профессионалов. Оказаться перед лицом собственных ошибок и подсчитывать убытки для многих людей является не таким простым делом, тем не менее это критичный элемент защиты вашего портфеля. Отсюда вытекает необходимость непрерывно отслеживать ваш портфель, с тем чтобы убедиться, что ваши инвестиции по-прежнему имеют то же соотношение «риск/премия», которое соответствует вам как инвестору.

Если акция, которую вы покупаете, падает в цене, необходимо проанализировать причины, насколько это возможно, и принять со-

ответствующие меры. Естественный, хотя и нелогичный, прием при падении акции — просто держать бумаги и ждать улучшения ситуации. Намного лучше выяснить, почему это произошло. Ухудшились перспективы после того, как вы купили акции? Существенно изменился деловой прогноз? Появилась ранее неизвестная информация? Глядя на текущие цены акций, вы все равно купили бы их сейчас? Если это так, вам следует прикупить еще. Если вы думаете, что цена сейчас высокая, то должны найти в себе силы продать акции, даже если эта цена ниже той, которую вы заплатили.

### ВЗВЕШИВАЕМ ВСЕ «ЗА» И «ПРОТИВ»

Можно заметить, что все подходы к инвестированию имеют потенциальные сильные и слабые стороны. Это особенно ощутимо при неясной ситуации на рынке. 1990-е характеризовались средой с низкой инфляцией, позволявшей найти реальные возможности роста. Интересно, что один из вопросов знаменитого дела Unilever против Merrill Lynch Asset Management заключался в отстающей динамике инвестиционного портфеля, в котором в основном находились недооцененные акции, в то время растущие бумаги росли более активно. Наоборот, на медвежьем рынке именно недооцененные акции — лучший вариант вложения средств.

Увлечение ростом в 1990-х создало в итоге пузырь на фондовом рынке и перераспределило капитал в технологичные отрасли. СМ и телекоммуникационный сектор, которые должны были (так считали) быстро расти. Инвесторы, покупавшие акции, у которых появлялись признаки роста, и индексные фонды, которые были обязаны покупать акции, становящиеся все большей частью фондовых индексов, слишком переоценили апсайд по этим бумагам. Оценивая прошлые события, заметим, что зачастую определение стоимости бумаг основывалось на какой-то мистической методологии. Чем более запутанными и непостижимыми становятся принципы оценки, тем выше сопутствующие риски. Поскольку многие реальные факторы стоимости (продажи, EPS, денежные средства) просто не рассматривались по причине их отсутствия, оценка основывалась, например, на количестве людей, посетивших веб-сайт. Это явно не несет осмысленной корреляции с создаваемой выручкой (не говоря о денежном потоке) или прибыли. Стоит заметить, что, чем дальше отходят принципы оценки от основ-

ных показателей, таких как денежный поток, EPS и продажи, тем выше риск и тем больше денег вы, скорее всего, потеряете.

Многие из этих компаний использовали EBITDA по той причине, что все другие коэффициенты нельзя было использовать (картина была бы не вполне обнадеживающая). Иногда это было вполне разумно, так как компания находилась на ранней стадии своего развития. Часто, однако, EBITDA отражает слабости и недостатки, которые ассоциируются с использованием этого показателя. Если компания находилась на ранней стадии своего развития, не имея послужного списка или когда он был небольшим, тогда инвесторы фактически превращались в венчурных капиталистов. Это неплохо, если вы представляете себе всю степень риска, сопутствующего компании на ранней стадии развития. И, как уже отмечалось, если риски настолько велики, значит, и стоимость капитала должна быть намного выше, т.е. вам необходима очень большая прибыль, чтобы компенсировать эти риски.

Другой элемент — это, конечно, то, что временные рамки растущих компаний отодвигаются все дальше вперед, в будущее. Даже если бы они обеспечили этот рост (хотя они его не обеспечили), оценка уже полностью учитывала бы эти перспективы. Такая долгосрочная перспектива была учтена в цене Cisco. На своем пике акции торговались с P/E около 150. Используя определение P/E как количество лет, необходимых для расплаты по акциям, вам просто не хватит собственной жизни, чтобы получить прибыль. Такая «пожизненная» оценка явно свидетельствует о нулевых видах на прибыль.

Исходя из принципов увеличения стоимости, как показано в разделе, посвященном росту, рост привлекает капитал, а это снижает прибыль. Огромные инвестиции в период подъема никогда не покроют свою стоимость и, скорее всего, будут списаны.

## КЛЮЧЕВЫЕ ПРОБЛЕМЫ СЕГОДНЯШНИХ РЫНКОВ

### Макрофакторы

На уровне экономики сочетание низкого роста, слабых корпоративных расходов, слабого финансового состояния корпоративного сектора и задолженности клиентов в США и в Европе создает трудный макроконтекст. При мощной атаке на цены пересмотры EPS в сторону понижения будут продолжены.

Излишнее внимание к росту в период подъема привело к отказу от более системной оценки, учитывающей и другие факторы стоимости. В частности, риск и качество теперь имеют первостепенное значение. Как на составляющей риска все больше внимания сосредоточено на опережающих методах корпоративного управления и профессионализме руководства. Отсутствие «сдержек и противовесов» и должной дисциплины на уровне правления компании (особенно в отношении взятых рисков) стало причиной основных проблем. Усвоенные уроки должны привести к более строгому анализу решений по стратегическим и финансовым вопросам.

Компании с денежными потоками высокого качества (предсказуемыми и устойчивыми), способные эффективно управлять риском, будут в числе фаворитов, особенно если процесс избавления от рычагов (снижения доли заемных средств в компании) займет какое-то время. Мощные денежные потоки означают, что компании не зависят от дорогостоящего рефинансирования долга и у них есть финансовые возможности при случае не упустить выгодную возможность инвестирования или поглощения. Решающий фактор — денежный поток также профинансирует растущий поток дивидендов. Это не означает, что рост не важен — но баланс гораздо важнее. Качественные компании, которые могут обеспечить рост, увеличивающий стоимость, принесут хорошую прибыль.

Если говорить конкретно, качества, которые, очевидно, привлекательны в данной экономической среде, включают:

- сильную балансовую отчетность и мощный денежный поток;
- высокие и устойчивые прибыли на капитал (увеличение стоимости компании);
- сильную конкурентоспособность (о которой говорят высокие прибыли);
- четкий и устойчивый контроль над ценообразованием — высокая «крепостная стена»;
- репутацию новаторства и вывода новых продуктов;
- инвестирование в новые растущие области;
- выход на растущие рынки;

- сильное руководство и корпоративную этику, которые повышают результативность и снижают риск.

С учетом сложного макроконтекста рынок может не вырасти сильно. Если будет именно так, акцент будет сделан на дивидендный доход как составляющую TSR — получение устойчивого 4%-ного (и выше) дохода на рынке низкой прибыли будет хорошим поводом купить акции. Соответственно, приведенный список работает и в этом случае, поскольку все перечисленные особенности поддерживают хороший и увеличивающийся дивиденд.

### Риск — прежде всего

Рост изменчивости и предпочтение, отдаваемое защищенным бумагам с низкой бетой, явно говорят о том, что аппетит к риску у инвесторов значительно снизился. Трудно определить текущие тренды и будущее направление экономики, а отсюда — и прогнозировать EPS; финансовое состояние корпоративного сектора вызывает главную тревогу. Частота и размер пересматриваемых прогнозов по EPS свидетельствуют об огромных трудностях, с которыми столкнулся корпоративный сектор. При такой неопределенности минимизация риска будет главным принципом, а рост должен восприниматься очень осторожно, особенно если при этом не увеличивается стоимость.

### Защищенные акции против акций растущих компаний

Недооцененные акции, особенно с высоким дивидендным доходом, и защищенные бумаги с 2002 г. показывали лучшую динамику относительно рынка в целом. Табачная отрасль, коммунальный сектор и потребительские товары побили абсолютный рекорд. Сектора, которые процветали в 2001 г., продолжили эту традицию и много лет спустя, показав, что, действуя на основе лучших, чем у рынка, результативности, EPS и цен акций, также можно неплохо заработать.

Недавняя превосходная динамика недооцененных акций также развеяла иллюзии в отношении компаний с прогнозируемым ростом; этот рост оказался слишком завышен в прогнозах и не смог реализоваться. Тот факт, что растущие компании аннулировали много стоимости,

также перевел внимание инвесторов с роста на увеличение стоимости. Вопрос в том, не оценены ли полностью эти защищенные бумаги рынком, в связи с чем их покупка не принесет прибыли.

Это определенно зависит от ваших взглядов на будущие перспективы — если вы считаете, что возможно мощное восстановление, вам необходим портфель с большим количеством акций циклических или ориентированных на рост компаний. Портфель с высокой бетой показывает более сильный апсайд в случае восстановления рынка. Так, во втором квартале 2009 г. акции с очень высокой бетой — циклические компании с очень большим долгом — очень сильно «отскочили» после того, как экономические индикаторы указали на некоторую стабилизацию. В результате экономические показатели стали более смешанными и рост иссяк.

Наоборот, если вы не верите в экономику, вам нужны стабильные и защищенные бумаги, особенно если по ним выплачивается гарантированный (и увеличивающийся) дивиденд. Решающий фактор — график экономического восстановления. Если оценивать акции сверху вниз, влияние корпоративных расходов будет сильно сказываться на котировках до тех пор, пока не окончится кредитный кризис и компании смогут более свободно планировать свои расходы.

### Ожидаемая прибыль рынка

Средняя ожидаемая сумма общей прибыли (от повышения цены акций + дивиденды) от акций снизилась до 6–7% — такого показателя не наблюдалось уже 10 лет!

Изменчивость рынков и относительно низкий уровень суммарной прибыли сделали защищенность дохода привлекательной как никогда. Дивидендный доход в 4,5% принесет больше половины ожидаемой суммарной прибыли. Но необходимо помнить об опасностях вложения средств в акции с высокой суммой выплачиваемого дивиденда (поскольку практическое правило гласит, что дивидендный доход в 1,5× от безрисковой ставки означает сильную вероятность урезания дивиденда, а коэффициент 2× от безрисковой ставки и выше сигнализирует, что у компании возникли проблемы и от инвестирования в нее лучше воздержаться). Это особенно актуально в среде, где на деньги компании претендуют так много различных обязательств — необходимо возвращать долг, повторно инвестировать средства в бизнес или заканчивать программу отчислений пенсионному фонду.

Серьезная проверка всех «за» и «против» всех методов инвестирования и типов акций имеет первостепенную важность для увеличения шансов на лучшую, чем у рынка, результативность инвестиций. Долгосрочным инвесторам необходимо использовать несколько подходов сразу и набирать сбалансированную корзину акций.

## ИТОГИ

В краткосрочной перспективе существует огромное количество факторов, оказывающих влияние на цену акции, которым можно совокупно присвоить термин «шумиха» или эмоциональный фон. Старая поговорка, что рынками движет страх и жадность, актуальна сейчас как никогда, учитывая большую изменчивость рынков на протяжении последнего десятилетия. Как всегда, необходимо уметь покупать, когда страх достиг своего апогея, и продавать, когда жадность игроков максимальна. Высокая волатильность и связанные с ней страх и жадность во многом подрывают предполагаемую рациональность рынка, которая должна учитывать реальные результаты. (То есть вся опубликованная информация должна быть эффективным образом учтена в цене акций — и цена акции будет правильной.)

Таким образом, важно проводить различие между ценой акции и стоимостью бизнеса — цена не обязательно соответствует фундаментальным перспективам бизнеса, которые и определяют стоимость. Метод инвестирования в тренды или спекулятивный подход заключается в том, чтобы следить за рынком и играть на возникающих силах (новостные потоки, неожиданные отклонения в показателе EPS и цене акций), которые движут акциями независимо от их фундаментальных характеристик. На изменчивых рынках такой подход может быть обоснован и может серьезным образом помочь в приобретении навыка продаж в нужной точке.

Хотя рынок не всегда рационален, допущение некоторой степени рациональности рынка необходимо — это означает, что цена акции часто отражает коллективное знание рынка и многие участники на рынке зачастую имеют лучшую, чем у вас, возможность оценить ситуацию и знают намного больше вас. Поэтому хорошим практическим правилом является анализ допущений рынка и принятия решения о том, прав рынок или не прав: что говорит нам оценка рынка о его видении данной бумаги? Такое видение оправданно или дает завышенную оценку? Вот

почему Уоррен Баффет говорит о том, что нужно инвестировать только в те акции, в которых вы действительно разбираетесь. — тогда вы будете иметь преимущество (а не окажетесь в более невыгодных, чем другие инвесторы, условиях). Также необходимо четко представлять свои горизонты инвестирования и подход к риску или свой рискованный «допуск».

Оценивая прибыль, которую вы хотите получить взамен понесенных рисков, необходимо знать, получите ли вы эту прибыль от увеличения цены акции (увеличение капитала) или от выплачиваемых дивидендов (доход по акции). Оба вида прибыли в сумме дают суммарную прибыль акционера (TSR).

Инвесторы в недооцененные акции предпочитают определенность дохода неопределенности роста капитала, и, что особенно важно, в этом случае можно повторно инвестировать дивиденд, а это создаст значительную прибыль в долгосрочной перспективе.

### КОНТРОЛЬНЫЙ ПЕРЕЧЕНЬ ВОПРОСОВ

Прежде чем принять инвестиционное решение по конкретной компании, удостоверьтесь:

- У компании «сильный» балансовый отчет и значительный денежный поток?
- Показывает ли компания высокую и устойчивую прибыль на капитал (увеличивает стоимость)?
- У компании хороший дивиденд и мощный рост дивиденда?
- Сильная ли конкурентоспособность (это показывают отличные прибыли)?
- Есть ли доказательства ясного и устойчивого контроля над ценами — непреодолимая «крепостная стена»?
- Является ли компания активным сторонником инноваций и выводит ли на рынок новые продукты?
- Инвестирует ли компания в новые сферы роста?
- Сбывает ли компания значительную часть товаров на развивающихся рынках?
- Можно ли уверенно заключить, что у компании сильное руководство, использующее принципы хорошего корпоративного управления, и это улучшает результативность и снижает риск?

### Инвестирование в недооцененные акции

Недооцененные акции, как правило, имеют следующие характеристики:

- большой дисконт по показателю P/E относительно рынка;
- большой дисконт к стоимости чистых активов (соотношение «цена/балансовая стоимость»);
- более высокий, чем у рынка, дивидендный доход;
- очень низкое отношение показателя EV (рыночная капитализация плюс долги) к продажам (другими словами, купить продажи компании можно очень дешево).

Недооцененные акции могут низко оцениваться рынком по веским причинам. Может отсутствовать перспектива роста, у компании EPS низкого качества и высокий риск.

- Прогноз по EPS может ожидать основное понижение.
- Качество EPS очень низкое.
- Компания завершила стадию роста.
- Компания может находиться в стадии периодического/структурного спада.
- Прибыли компании и всей отрасли могут быть очень низкими.
- За руководством не закрепилась репутация увеличения стоимости.
- Финансовое состояние очень слабое.
- Реальная экономическая стоимость активов значительно ниже, чем объявленная стоимость.

### Рост

Компании, которые могут обеспечить мощный устойчивый и естественный рост, со временем заработают деньги. Рост может быть следствием следующих факторов:

- компания находится на растущем рынке;
- компания разрабатывает новый продукт или технологию;
- она увеличивает долю на рынке;
- выводит товары/услуги на новые региональные рынки;
- инвестирует в новые предприятия;
- поглощает другие компании.

Однако растущие акции исторически не обязательно устойчиво опережали рынок.

- Рост привлекает много капитала, перегружая отрасль инвестициями и обостряя соперничество конкурентов. Это давит на прибыль.
- Рост может нуждаться в больших инвестициях на начальной стадии и не создавать денежных средств в течение долгого времени.
- Рост может не увеличивать стоимость.
- Нельзя определить, сколько продлится рост.
- Оценить рост бывает очень трудно.
- Рост может быть очень привлекательным, поэтому цена акций может уже отражать этот потенциал (он дисконтирован или учтен в цене акции, и заработать на такой бумаге очень трудно).
- Цена акций резко упадет, если рост не оправдает ожиданий.

## ГЛОССАРИЙ

**Акции.** Обыкновенные акции (в противоположность привилегированным или конвертируемым), дающие право на долю в компании. Акционеры получают *дивиденды* (после решения правления о выплате) и голосуют на ежегодном общем собрании акционеров. См. *Привилегированные акции*.

**Акции циклических компаний.** Эти компании прямо зависят от цикла в бизнесе, то же самое происходит с ценой акций. Оказывают влияние такие внешние факторы, как: ситуация в бизнесе, процентные ставки, цены на сырье и тренды в мировой экономике. Циклические компании в основном представляют более «тяжелые» и более традиционные сферы производства, в частности: строительство, химическая отрасль, инженерно-технический сектор, производство моторов, бумажная и деревообрабатывающая отрасль, сталелитейное производство, хотя циклическими могут быть и компании сферы обслуживания (реклама и СМИ, пабы, отели и рестораны). Прибыль в этих отраслях очень зависит от изменений объема и цен из-за высокого *операционного рычага*.

**Акция без дивиденда.** Если цена акции котируется на бирже как цена акции без дивиденда, покупатель этой акции не получит последнего начисленного дивиденда. См. *Акция с дивидендом*.

**Акция с дивидендом.** Если цена акции или облигации котируется с учетом дивидендной выплаты, покупатель получит последнюю объявленную сумму *дивиденда*. См. *Акция без дивиденда*.

**Амортизация.** Когда неосязаемые или нематериальные активы, такие как патенты и лицензии, списываются на протяжении их экономической жизни и заносятся в отчет о прибылях и убытках (см. также *Обесценивание в связи с износом*).

**Анализ ухудшений.** Приобретенные компанией активы становятся объектом ежегодного анализа или пересмотра с точки зрения их стоимости. Если они стоят меньше, чем за них платили, то их списывают при анализе ухудшений и относят на счет прибылей и убытков. Стои-

мость актива получают методом *дисконтированного денежного потока (DCF)*.

**Ассоциированная компания.** Компания, в которой значительная доля (больше 20%, но меньше 50% — выше этого уровня компания превратится в дочернюю компанию) принадлежит другой компании и где владелец доли имеет право влиять на работу компании. Часто используют термин «связанная компания». Например, эта доля составляет 20%. Однако это не означает, что ассоциированная компания передает 20% своей прибыли — вся наличность, которая переходит из одной компании в другую, имеет форму *дивидендов*. В подавляющем большинстве случаев реально выплачиваемый дивиденд будет намного меньше, чем занесенная в счета доля прибыли.

**Балансовая стоимость.** Обычно указывается в балансе компании. Ее получают путем вычитания обязательств компании из ее активов. Часто не совпадает с ценой акций, поскольку последняя подвержена краткосрочным воздействиям, таким как эмоциональный рыночный фон, и изменению перспектив экономики.

**Балансовый отчет.** Документ, показывающий активы и обязательства на конец года: что компания может занести в актив и что она должна. Фактически это состояние компании на определенный момент времени, которое (состояние) может и должно меняться с учетом сезонных факторов в бизнесе. Обычно балансовый отчет составляется в конце года, и его всегда необходимо читать вместе с отчетом о прибылях и убытках и отчетом о движении денежных средств.

**Бета-показатель.** Индикатор изменчивости акции относительно фондового рынка в целом. Если акция показывает ту же динамику, что и весь рынок, ее бета равен единице. Бета 1,2 означает, что расхождение в динамике между акцией и рынком (как при падении, так и при росте рынка) равно 20% — если рынок растет на 10%, акция вырастет на 12%. Бета меньше единицы обычно говорит о защищенности акции на падающем рынке, поскольку она будет падать в цене не так стремительно, как рынок в целом. Подобным образом, если бета меньше единицы, акция не покажет такой же хорошей динамики, как рынок в целом, когда акции растут в цене. Бета-показатель не является неизменной величиной и меняется с течением времени. Как правило, на него оказывают влияние операционный и финансовый рычаги ком-

пании, так как эти рычаги приводят к уязвимости и изменчивости прибыли. Защищенные акции в основном имеют низкий бета-показатель, а акции циклических компаний с большим долгом — высокий.

**ВВП.** Общая стоимость всех товаров и услуг, произведенных страной на протяжении определенного отрезка времени. Обычно объявляется ежеквартально/ежегодно. См. *ВНП*.

**ВНП.** Валовой внутренний продукт плюс доход от инвестиций, поступающих в страну из-за рубежа, минус доход, отдаваемый иностранным инвесторам, разместившим средства внутри страны.

**Внутренняя стоимость.** Фундаментальная стоимость бизнеса, полученная методом *дисконтированного денежного потока (DCF)*.

**Возврат денежного потока на инвестированный капитал (CROIC).** Размер денежных средств или свободного денежного потока, создаваемых инвестированными активами (задействованным капиталом) в бизнесе. Многие инвесторы и брокеры используют этот показатель как индикатор результативности, который хорошо зарекомендовал себя при прогнозировании и который отражает критическую важность денежного потока как фактора стоимости.

**Выпуск прав.** Имеет место, когда компания должна собрать дополнительные средства у своих акционеров. Акционерам предоставляют выбор: купить новые акции по указанной цене в пропорции к их текущей доли в компании (одна акция на каждые три старые акции, например) или получить деньги от продажи компанией их доли новых прав.

**Гудвилл.** Премия сверх стоимости чистых активов, уплачиваемая компанией при поглощении другой компании. Очевидно, что, если поглощается компания сферы обслуживания или если торговая марка имеет большое значение для бизнеса (у компании мало материальных активов), сумма уплачиваемого гудвилла может быть значительной.

**Дата выплат.** День, когда акционерам начисляются дивиденды.

**Деривативы.** В основном это финансовые инструменты, которые являются производными от цены основного обеспечения (*акций и облигаций*) или товара. Деривативы используются профессиональными инвесторами для уменьшения рисков — с их помощью можно ограни-

чить убытки по другим инструментам, а также «глубже» войти в компанию, чем за счет только покупки обыкновенных акций. Самые распространенные виды деривативов — опционы и фьючерсы.

**Дивиденд.** Выплата компанией денежной суммы акционерам. Обычно диктуется суммарным уровнем рентабельности. Многие компании не выплачивают дивиденды, если условия торговли плохие или если компания находится в фазе стартапа и ей лучше направить денежные средства на развитие бизнеса. См. *Промежуточный дивиденд* и *Окончательный дивиденд*.

**Дивидендный доход.** Отношение размера *дивиденда* к цене *акции* в процентах. Иногда употребляют форвардный дивидендный доход, т.е. дивидендный доход на текущий финансовый год, который принимает в расчет прогнозируемое увеличение дивиденда. Если речь идет об облигации, дивидендный доход зависит от формулы: выплачиваемый дивиденд по купону/цена, уплаченная за облигацию.

**Дисконтирование.** Если будущее компании полностью учтено рынком, это отражается в цене акции. Фразы «по справедливой цене» и «цена акции уже учитывает то-то и то-то» поясняют термин. Компанией можно отлично управлять, она может иметь безоблачные и многообещающие перспективы, но цена акции уже учитывает такую премию относительно сектора/рынка, что полностью отражает вышеперечисленные качества. Поэтому на такой бумаге нельзя заработать деньги, разве что в случае открытия еще более заманчивых перспектив компании. Наоборот, очень слабая компания, чье финансовое состояние оставляет желать лучшего, о перспективах которой лучше не думать, может оцениваться рынком очень низко. И рыночная цена будет учитывать все отрицательные качества (в связи с чем имеет смысл вложить в нее деньги — падать ей уже будет просто некуда).

**Дисконтированный денежный поток (DCF).** Один из фундаментальных методов оценки (но очень сложный в использовании для частного инвестора). ОСДП (операционный свободный денежный поток) — денежные средства, создаваемые компанией, определяются по формуле

Операционная прибыль после вычета налога (NOPAT) + Износ и амортизация — Денежные средства, инвестированные в компанию и оборотный капитал, нужный при расширении бизнеса.

ОСДП проецируется в далекое будущее, после этого преобразуется в эквивалентную стоимость на данный момент на основании *стоимости капитала* компании, чтобы получилась текущая стоимость. Строится большое количество допущений, которые по природе субъективны и могут очень сильно меняться и требовать огромных поправок.

**Доход по свободному денежному потоку.** Индикатор стоимости, используемый многими инвесторами, акцентирует важность денежных средств, создаваемых компанией. *Свободный денежный поток (СДП)* делится на *ЕУ*, после чего полученный показатель сравнивают с доходом по другим инструментам — гособлигациям или корпоративным облигациям. Если он выше и денежный поток компании может вырасти, значит, нужно купить данную акцию.

**Ежегодное общее собрание акционеров (AGM).** Собрание, которое каждый год организует компания и на которое приглашаются все акционеры. В ходе мероприятия акционеры голосуют за переизбрание некоторых членов правления. На собрании вниманию акционеров предлагаются *ежегодный отчет и счета*, обсуждаются все вопросы, требующие согласия акционеров, включая размер выплачиваемого дивиденда.

**Ежегодный отчет и счета.** Отчет, подготавливаемый правлением компании, подводящий итоги предыдущего года. Как правило, он содержит некоторые указания на показатели предстоящего года и подробно комментирует торговое состояние компании. Вместе с отчетом выходят финансовые документы, в частности: *балансовый отчет, отчет о прибылях и убытках* и *отчет о движении денежных средств*.

**Задействованный капитал.** Общая сумма средств, используемых бизнесом в повседневной деятельности. Данный показатель включает *средства акционеров* и чистый долг.

**Закрытый период.** Период между концом года компании (или окончанием полугодового периода) и датой, когда компания объявляет о результатах. В этот период руководство не может без объявления на фондовой бирже раскрыть новую информацию, которая повлияет на цену акций.

**Защищенные бумаги.** У таких акций низкий *бета-показатель*, в связи с чем их расценивают как «тихую гавань» во время штормов в экономике. К ним относятся пищевая промышленность, продуктовый ритейл и коммунальный сектор.

**Избыток вложений.** Ситуация, когда фонд инвестирует в акцию больше средств, чем ее доля в индексе акций. Например, если акция составляет 5% в индексе всех акций, а фонд инвестировал в нее 8% своих инвестиций, о нем говорят как о фонде с избыточными вложениями (в данном случае избыток вложений равен 60%).

**Износ (обесценивание в связи с износом).** Снижение стоимости актива. Наиболее часто используют применительно к активам компаний, первоначальная стоимость которых снижается каждый год (списывается) в связи с физическим износом и/или моральным износом техники (т.е. когда она устаревает). Снижение стоимости называется суммой начисленного износа — затраты, которые несет бизнес в течение своей деятельности, — и эту сумму вычитают перед получением операционной прибыли. Нужно иметь в виду, что это не затраты, которые предполагают расход дополнительных денежных средств, — списывается только балансовая стоимость актива. Таким образом, затраты на износ в *отчете о прибылях и убытках* располагаются в графе «неденежные затраты».

Продолжительность службы актива или его экономическая жизнь зависит от многих факторов: она может быть очень короткой, и в этом случае ежегодная сумма начисленного износа высока, например при технологическом переоснащении компании (компьютеризация), или намного длиннее, если речь идет о таких активах, как цементный цех или земля/постройки. Чем быстрее списываются активы, тем более компания финансово консервативна (большое негативное влияние на прибыль в краткосрочной перспективе).

**Инвестирование в недооцененные акции.** Метод управления инвестициями, заключающийся в выявлении *недооцененных акций* на бирже. Обычно процесс отбора предполагает некие предпочтительные критерии. Например, *акция* может торговаться на фондовом рынке с дисконтом к *P/E* рынка, с премией по *дивидендному доходу* относительно рынка или *дисконтом* к *стоимости чистых активов (NAV)*. Эти показатели рассматривают при формировании портфеля. Как свидетельствует практика, это — очень важный и успешный метод инвестирования, снова ставший популярным после того, как развеялся миф инвестирования в бумаги с потенциалом роста. Хорошо работает в последние годы — в отличие от растущих акций, показывающих плохую динамику.

**Инвестирование в текущие тренды.** Метод инвестирования, когда акции формируют восходящий тренд в сравнении с рынком в целом.



Причина — положительное отклонение от ожидаемых значений EPS или просто формирование тренда в определенном секторе или бумаге. Естественно, если акция или сектор растут, они вызывают интерес у инвесторов. См. *Технический анализ*.

**Инвестиции в рост.** Стратегия инвестирования, при которой основная задача — найти компании с потенциалом высокого, долгого и устойчивого роста продаж, EPS и дивидендов. В идеальном варианте такие компании должны расти темпами, намного опережающими фондовый рынок в среднем, и должны показывать хороший рост даже в условиях замедления экономики.

**Инвестиционный банк.** В отличие от обычного банка, инвестиционный банк осуществляет более масштабную деятельность на уровне корпораций. Он предоставляет займы на поглощение, для выхода на иностранные рынки и т.п. Часто такие банки предоставляют консультационные услуги компаниям, которые хотят выпустить акции на бирже. Используют также термин «коммерческий банк». Инвестиционные банки тяготеют к интеграции, выполняя полный спектр услуг, включающих корпоративное финансирование, брокерские услуги, поддержание котировок ценных бумаг, управление денежными средствами. В последнее время стали говорить о конфликте интересов — возможность интегрирования всех услуг в пределах одной компании считается спорной.

**Исключительные статьи.** Статьи расходов/доходов в *отчете о прибылях и убытках (P&L)*, которые считаются единовременными. Например, это прибыль или убыток от распродажи основных средств или деятельности компании, большие выплаты при увольнении сотрудников в результате реструктуризации предприятия, затраты на интеграцию поглощенных компаний или затраты на защиту от поглощения. Некоторые трактовки исключительных затрат относят к ним только затраты финансового или капитального характера (например, ликвидационные распродажи) и исключают затраты, связанные с основным бизнесом.

Показатели EPS в Великобритании обычно не учитывают влияния этих единовременных расходов; соответственно, EPS отражает истинную результативность основного бизнеса. Однако, если исключительные затраты происходят часто (затраты на увольнение сотрудников) или имеют отношение к основной деятельности компании, следует

достовериться в том, что они точно не относятся к обычным расходам на бизнес, — в противном случае их нельзя считать исключительными затратами.

**Капитализация (или рыночная капитализация).** Суммарная стоимость компании, определяемая стоимостью обыкновенных акций (на основе среднерыночной цены), умноженной на количество обыкновенных акций в выпуске.

**Капитальные затраты.** Сумма средств, которые компания инвестирует в материальные активы — заводы, станки и оборудование — для создания выручки. Фактически все эти активы имеют срок экономической жизни более одного года. См. *Коэффициент «капитальные затраты/износ»*.

**Качество прибыли.** Показывает, насколько прогнозируема и устойчива прибыль компании, с учетом поступления прибыли только от основного бизнеса, и эффективность конвертации прибыли в денежные средства. Также зависит от консервативной учетной политики компании.

**Конвертируемые акции.** См. *Конвертируемые долговые обязательства*.

**Конвертируемые долговые обязательства.** Как и облигации, данные бумаги приносят доход по фиксированной ставке и могут погашаться в определенную дату в будущем. Кроме того, обязательства можно конвертировать в акции в оговоренные периоды в будущем на определенных условиях.

**Корпоративное управление.** На основе работы комитета, возглавляемого компаниями Cadbury, Hampel и Greenbury, в 1998 г. был выпущен Объединенный кодекс корпоративного управления. Суть корпоративного управления — гарантировать, что руководство компании действует исключительно в интересах акционеров. Вопросы, проработанные в этой связи, включают: роль и состав правления; количество членов без исполнительных полномочий; четкое разделение между председателем (который должен быть исполнительным директором без полномочий) и исполнительным директором; размер жалования исполнительного директора; продолжительность контракта; опционы на акции и многие другие вопросы. Заявление совета директоров компании, подтверждающее, что они следовали согласованным и принятым методам лучшей

практики в своей повседневной управленческой деятельности, должно быть частью ежегодного отчета и счетов компании.

**Коэффициент «капитальные затраты/износ».** Взаимосвязь между суммами, которые компания расходует на *капитальные затраты*, и размером *износа*. Теоретически, чем выше коэффициент, тем больше средств компания инвестирует в будущий рост. Зрелая компания инвестирует на уровне или ниже уровня износа. Прибыль от капзатрат необходимо отслеживать, поскольку прибыль от капзатрат на замену оборудования и капзатрат в рост может быть разной, структура рисков в них также различна.

**Коэффициент P/E.** См. *Коэффициент «цена/прибыль»*.

**Коэффициент «цена/прибыль» (P/E).** Цена акции, разделенная на *EPS* (прибыль из расчета на одну акцию) компании. Часто эффективный и простой способ определения цены акции. Фактически он говорит о количестве лет, которое необходимо для окупаемости инвестиции. Обычно имеет форму мультипликатора (например, акции имеют P/E, равный 12×).

P/E может рассчитываться по последнему финансовому году компании (исторический P/E) и по будущим финансовым годам (форвардный P/E). Аналитики, как правило, используют форвардный P/E. Обычно высокий коэффициент говорит о высокой уверенности в росте компании и устойчивости EPS (часто используют термин «качество прибыли»). Низкий P/E говорит о комбинации факторов: о том, что рост акции намного ниже среднего по рынку, о цикличности отрасли и низком качестве прибыли. Иногда высокий P/E может быть результатом очень низкого EPS, например в случае циклической компании, где падение спроса и цен в нижней точке цикла наносит компании урон (но акции могут быть привлекательны, несмотря на высокий мультипликатор, поскольку компания достигла нижней точки цикла).

**Кредитный рейтинг.** Индикатор финансовой состоятельности компании. При определении кредитного рейтинга принимаются в расчет такие факторы, как суммарные активы и пассивы, соотношение долга и акционерного капитала (*финансовый рычаг*), *покрытие процентов* и структура денежного потока. Рейтинги составляются кредитными агентствами – Moody's и S&P.

**Ликвидность.** Уровень, когда денежные средства можно держать в виде акций в портфеле или в виде наличных, которые можно инве-

стировать. Способность некоторого типа активов/акций легко продаваться/покупаться. Сумма денежных и других средств, легко доступных в экономике в целом.

**Льготный выпуск (scrip issue, share split).** См. *Льготный выпуск акций (bonus issue)*. Термины share split, bonus issue, scrip issue взаимозаменяемы. Причины льготного выпуска акций (для имеющих акционеров) – увеличить ликвидность и снизить большую цену акций (тогда они будут доступны к покупке при небольшой сумме инвестиций). Отличается от bonus issue тем, что номинальная стоимость акций компании снижается. Например, выпуск по схеме 5 к 1 даст возможность акционерам приобрести пять новых акций на одну старую, но номинальная стоимость упадет, например, с 25 пенсов до 5 пенсов. В балансовом отчете компании ничего не меняется.

**Льготный выпуск акций (bonus issue).** Выпуск новых акций не с целью собрать дополнительные средства для инвестирования, а с целью: а) увеличить количество акций и, соответственно, б) снизить цену акций. Обычно это улучшает *ликвидность* и делает акции привлекательными для инвестора: если цена акций высокая (например, выше 10 фунтов), мелкие инвесторы не смогут купить эти акции.

Стоимость компании не меняется – если у нее 100 акций по цене 10 фунтов каждая, а выпуск проходит по схеме 1 к 1, количество акций удвоится (до 200), но цена снизится вдвое (до 5 фунтов). Новые средства не собираются, значит, суммарная стоимость компании не изменится. Также используют термины *scrip issue* и *capitalization issue*, поскольку часть резервов компании преобразуется в премию акционеров. См. *Льготный выпуск (share split)*.

**Миноритарии (или миноритарные интересы).** Вычитание доли прибыли, которая принадлежит внешним участникам в дочерней компании, не принадлежащей основному собственнику на 100%. Например, если консолидировано 80% дочернего предприятия, 20% дохода после уплаты налогов должно отойти собственникам оставшейся 20%-ной доли дочернего предприятия. Миноритарные выплаты вычитаются до подсчета прибыли, причитающейся на долю обыкновенных акционеров, – так получают показатель *EPS* и сумму *нераспределенной прибыли*.

**Мультипликатор.** Термин, используемый в описании стоимости акции. Можно услышать выражение: «Акция имеет мультипликатор

прибыли акционеров 15». Термин используется при любом методе оценки стоимости, например мультипликатор продаж, мультипликатор *EBIT* или *EBITDA*.

**Недооцененная акция.** *Акция*, которая выглядит дешевой на основании указанных выше (среди прочих) критериев, а также если недооценен денежный поток компании. Хотя акция может быть дешевой даже не по одному, а по всем указанным критериям, могут быть веские причины, объясняющие ее низкую оценку рынком, — это могут быть плохие перспективы компании, несостоятельность финансовой структуры, плохое руководство.

**Неликвидность.** Неспособность определенных типов ценных бумаг быстро покупаться/продаваться в разумных размерах, особенно на изменчивых рынках, когда под рукой мало наличных денежных средств.

**Неожиданные отклонения в показателе EPS.** Тренд в объявленном и будущем EPS компании. Если EPS в отчете превосходит ожидания рынка и прогноз по компании пересматривается в сторону повышения, неожиданное отклонение положительно. Оно может быть критическим фактором лучшей, чем у рынка, динамики акций (и лучших перспектив) рассматриваемой компании. Очевидно, что, если объявленный EPS компании хуже ожиданий и прогнозы по прибыли изменены в сторону понижения, акции, по всей вероятности, покажут динамику хуже рынка. См. *Инвестирование в текущие тренды*.

**Нераспределенная прибыль.** Когда компания получает прибыль, какая-то часть распределяется на акционеров в форме дивидендов. Все, что остается, или нераспределенная прибыль, переходит в резервы компании и может быть потрачено на расширение бизнеса.

**Обеспечение дивиденда.** *EPS/DPS*. Показывает, сколько раз прибыль обыкновенных акционеров покрывает дивиденд. Обычно имеет форму мультипликатора (×). Чем выше уровень покрытия, тем более устойчивыми считаются выплаты и лучше условия для увеличения дивиденда. Низкий уровень покрытия увеличивает вероятность неустойчивости дивиденда (он может быть урезан), если другие аспекты финансовой структуры компании не идеальны, и потребуются инвестировать капитал в бизнес.

**Оборотные средства.** Краткосрочные активы, такие как запасы, краткосрочные приходы и денежные средства. Используются для установ-

ления краткосрочной платежеспособности. Насколько быстро можно реализовать запасы — во многом зависит от сектора. Продуктовые ритейлеры реализуют запасы довольно быстро. Производственный сектор, скорее всего, сделает это не так быстро из-за производственного цикла.

**Обратный выкуп акций.** Когда компания в листинге (котирующаяся на бирже) скупает свои акции на бирже с целью аннулирования акций. Когда *балансовая отчетность* очень убедительна (у компании есть свободная наличность или ее долг незначителен) и руководство считает, что компания недооценена фондовым рынком, она может запустить в дело вариант с использованием своих лишних денег для покупки недооцененных, по мнению руководства, акций. В итоге количество акций на бирже уменьшается, меньше надо тратить на выплату *дивиденда* и *EPS* компании будет выше. Часто это делается с целью снизить *стоимость капитала*.

**Окончательный дивиденд.** Дивиденд, выплачиваемый компанией в конце года. Обычно он выше *промежуточного дивиденда* и равен 60–70% суммарного годового дивиденда. Причина — промежуточный дивиденд объявляется в середине года по неподтвержденным результатам и во многом приблизителен.

**Операционная маржа.** Соотношение «*операционная прибыль/продажи*». Это полезный индикатор рентабельности компании и эффективности руководства. Возможно, его лучше использовать для сравнения операционной результативности компании в одном и том же секторе. Операционная маржа должна прямо зависеть от капиталоемкости бизнеса (т.е. чем больше капитал, тем выше маржа). Ключевой фактор оценки продаж.

**Операционная прибыль.** Прибыль от основной деятельности компании без учета затрат на выплату процентов, без учета ликвидации активов или дохода от *ассоциированных компаний*.

**Операционные убытки.** Убытки от основной деятельности компании без учета затрат на выплату процентов без учета или дохода от *ассоциированных компаний*.

**Операционный рычаг.** Влияние процентного изменения выручки на операционную прибыль бизнеса. Определяется пропорцией фикс-

сированных затрат — чем она выше, тем больше рычаг. Также зависит от снижения выручки по причине цены или объема — эффект сильнее при снижении цены.

**ОСДП (операционный свободный денежный поток).** Определяется по формуле

$$\text{ОСДП} = \text{НОРАТ} + \text{Износ} - \text{Амортизация} - \\ - \text{Капитальные вложения в поддержание бизнеса.}$$

Удачное определение денежного потока, которое используется в определении стоимости по методике DCF.

**Ослабление.** Влияние сделки на обыкновенных акционеров. Обычно высчитывается через уменьшение *EPS* (*прибыль из расчета на одну акцию*) сделки. Иными словами, когда компания объявляет о поглощении, подсчитывается новый показатель *EPS*, чтобы сравнить его со старым. Если новый *EPS* меньше старого, сделка считается ослаблением. Обычно имеет форму процентного показателя и зависит от финансирования сделки — акциями или заемными средствами, — а также от цены сделки (часто платят завышенную цену).

Иногда можно использовать как термин, отражающий ослабление доли акционеров в компании. Это может произойти, например, при рефинансировании через своп акций на облигации. Обыкновенные акционеры могут обнаружить, что их владение компанией «ослабили» до очень скромного процента.

**Основные средства.** Материальные и нематериальные активы, необходимые бизнесу для создания оборота. Материальные активы: земля, заводы и оборудование. Нематериальные активы: *гудвилл*, представленный торговыми марками и патентами. Нематериальные активы амортизируются, а материальные — изнашиваются.

**Открытие коротких позиций или игра на понижение.** Продажа не принадлежащих вам акций на ожиданиях, что они упадут в цене. Поскольку вы не владеете акциями, которые продаете, это дало название данному термину (*to be short of* — не иметь чего-либо (англ.)).

**Относительный P/E.** Индикатор, который сравнивает *P/E* конкретной компании с *P/E* по рынку в целом. Исчисляется в процентах. Например, компания с относительным *P/E*, равным 20%, при *P/E* рынка, равном 25%, имеет относительный *P/E*, равный 80%.

**Отчет о движении денежных средств.** Документ, показывающий источник и назначение всех денег, которые зарабатывает и тратит компания в течение финансового года. Ежегодный отчет о движении денежных средств, указанный в ежегодном отчете и счетах, показывает, как изменился баланс компании в финансовом году. Он содержит важную информацию о том, действительно ли компания создает денежные средства.

**Отчет о прибылях и убытках.** Интегрированная часть ежегодного отчета и счетов компании: документ, где отражены доход компании, ее затраты и рентабельность (или ее отсутствие) на отчетный период.

**Показатель EV (стоимость предприятия).** Сумма, необходимая для покупки 100% денежных потоков компании и всех ее обязательств. Учитывает структуру финансирования компании и «перекрестное» акционирование, если оно имеет место. Важно, что в нем учтены все резервы. Фактически это сумма всех обязательств компании. Обычно рассчитывается по формуле

$$\text{Рыночная капитализация} + \text{Средняя сумма долга} + \\ + \text{Резервы} - \text{Периферийные (неосновные) активы.}$$

**Покрытие процентов.** Операционная прибыль, разделенная на уплачиваемые проценты. Это важный индикатор финансовой состоятельности компании, так как он показывает способность компании обслуживать свой долг. Более точный индикатор финансовой состоятельности, чем *финансовый рычаг*, для компаний в сфере обслуживания, у которых мало активов на балансе.

**Полугодовой и головой отчеты.** Анализ результативности компании на протяжении полугодового или годового периода. Выходят сразу после истечения указанного периода. Формулировки в анализе отталкиваются от ожиданий рынка по компании. Они полезны в том плане, что дают информацию инвесторам до того, как у компании начнется *закрытый период*.

**Премия за риск по акциям (ERP).** Прибыль, необходимая инвестору свыше прибыли по безрисковым инструментам, таким как гособлигации, чтобы компенсировать взятые дополнительные риски по акциям. Обычно рассчитывается по исторически сложившейся прибыли

по акциям в сравнении с гособлигациями. Разница в прибыли между этими двумя инструментами и будет премией за риск по акциям. Но не надо забывать, что инвестирование в акции — процесс, устремленный в будущее, это создает проблему. Обычно премия равна 3–6%. См. *Стоимость капитала*.

**Прибыль без учета исключительных статей.** Прибыль, из которой не вычтены/добавлены расходы по исключительным статьям.

**Прибыль без учета исключительных статей и амортизации.** Прибыль без учета *исключительных расходов* и затрат на *гудвилл* (амортизацию гудвилла).

**Прибыль на акционерный капитал.** Формула: *распределяемая прибыль/средства акционеров*. Ключевой индикатор, показывающий меру интенсивности использования акционерного капитала в деле и степень эффективности руководства компании.

**Прибыль обыкновенных акционеров, выражаемая через показатель EPS.** Часть прибыли, принадлежащая обыкновенным акционерам. EPS получают после вычета налога и затрат на миноритариев и выплаты дивиденда по привилегированным акциям. Необходимо логично выбирать форму данного показателя — форвардный или исторический, до или после учета исключительных затрат и амортизации.

**Привилегированные акции.** Привилегированные акционеры имеют определенный уровень защиты при получении фиксированной нормы прибыли, даже если над будущим компании сгущаются тучи. Если компания объявляется банкротом, они получают свои деньги (в том случае, если что-то осталось) в первую очередь, раньше обыкновенных акционеров. Существует несколько типов привилегированных акций, которые включают погашаемые акции (т.е. первоначальная сумма инвестиций возвращается владельцу) и акции, конвертируемые в обыкновенные акции. Например, «кумулятивная конвертируемая погашаемая привилегированная акция» означает, что все указанные характеристики в ней учтены:

- кумулятивная в том смысле, что, если привилегированный дивиденд не выплачивается в один год, он переходит на следующие годы (в течение этого периода обычный дивиденд не выплачивается совсем);

- конвертируемая в обыкновенные акции на оговоренных условиях;
- ее можно погасить в конце оговоренного периода, если она не конвертирована в акции.

**Промежуточный дивиденд.** Если компания выплачивает дивиденд дважды в год, он начисляется на первую половину года одновременно с объявлением промежуточных результатов компании. См. *Дата выплат*.

**Промежуточный отчет.** Если компания котируется на бирже, она должна дважды в год представлять показатели деятельности. Промежуточный отчет показывает состояние компании в середине финансового года; окончательный отчет (или предварительный отчет) говорит о состоянии на конец года в целом.

**Распределяемая прибыль.** Прибыль, получаемая после налоговых и прочих вычетов (например, выплат *миноритариям* и дивиденда по привилегированным акциям), которая принадлежит обыкновенным акционерам. Используется при подсчете *EPS (прибыль на одну акцию)* и *прибыли на акционерный капитал*.

**Рейтинг.** Описывает стоимость, заложенную в акцию. Например, говорят, что акция имеет рейтинг (мультипликатор) *EPS*, равный 15х, но этот термин также используется при любом методе оценки (продажи, *EBIT*, *EBITDA*). С точки зрения инвестирования важно определить, справедлив ли рейтинг с учетом качества и перспективы бизнеса. Если акции дешевые — можно их прикупить, исходя из возможного повышения рейтинга (т.е. их мультипликатор будет пересмотрен в сторону увеличения). Наоборот, рейтинг компании, которой приписывали высокие темпы роста и которая не отвечает ожиданиям, заложенным в акции, будет снижен.

**Рыночная капитализация.** См. *Капитализация*.

**СДП (свободный денежный поток).** Операционная прибыль плюс износ и амортизация минус капвложения в поддержание бизнеса, налог и суммы, необходимые как оборотный капитал. Используется в методике *DCF*. Во многих случаях он более полезен, чем *EBITDA*, так как учитывает затраты на поддержание бизнеса, обязательные для сохранения конкурентоспособности компании. Свободный денежный поток можно повторно инвестировать в бизнес или направить на выплату более высокого дивиденда.

**Сектор. Акции.** которые схожи по характеристикам и объединены в группу. Классификация всех акций по схеме Financial Times состоит из групп: ресурсы, основные отрасли, цикличные отрасли, потребительские товары и информационные технологии. Эти более общие объединения разбиваются на меньшие группы по отдельным секторам: химические компании, здравоохранение, фармацевтические корпорации и телекоммуникационные услуги.

**Средства акционеров.** Чистые активы компании, принадлежащие обыкновенным акционерам, т.е. баланс активов и пассивов.

**Ставка дисконта.** Ставка, по которой будущие денежные потоки снова дисконтируются (преобразуются) в эквивалентную стоимость на данный момент. Ставка обычно является показателем *WACC (средневзвешенная стоимость капитала)* компании, который сочетает стоимость акционерного капитала и стоимость заемных средств.

**Стоимость акционерного капитала.** Этот компонент более сложен, но его необходимо правильно оценить. Фактически стоимость акционерного капитала должна отражать размер прибыли, необходимой инвестору, чтобы компенсировать понесенные риски (риски в связи с акциями как видом инвестиций в целом и риски, связанные с конкретной компанией, которая может быть более рискованной, чем фондовый рынок в целом).

Учитывая вышесказанное, его рассчитывают, исходя из: 1) безрисковой ставки заимствования средств, обычно это ставка доходности по защищенным гособлигациям; 2) премии за риск от инвестирования в акции в целом и 3) изменчивости конкретной бумаги, которая измеряется бета-показателем. Итак, стоимость определяется схемой  $1 + (2 \times 3)$ . Если безрисковая ставка – 6%, премия за риск по акциям – 4%, бета равен 1,2, тогда стоимость акционерного капитала компании равна 10,8% ( $6 + (4 \times 1,2)$ ). Как показывает этот пример, стоимость акционерного капитала значительно выше, чем стоимость заемных средств, – в основном за счет более высоких рисков от вложения средств в акции.

**Стоимость долга.** Ее легко представить и рассчитать. Если компания занимает деньги у банка или на долговом рынке под 8%, эта сумма означает стоимость обслуживания долга компании. Важно учитывать, что выплаты по процентам подлежат налогообложению, в связи с чем

долг еще более «дешевеет» по сравнению с акционерным капиталом. Итак, в данном случае стоимость долга равна  $8\% \times 0,7$ , или 5,6% (ставка налогообложения в Великобритании – 30%).

**Стоимость капитала.** Компания обычно финансирует свой бизнес сочетанием долга и денег акционеров. Стоимость капитала в этом случае – средневзвешенная стоимость долга и стоимость акционерного капитала (пропорционально составляющим). См. *Средневзвешенная стоимость капитала (WACC)*.

**Стоимость чистых активов (NAV).** Стоимость бизнеса компании, получаемая как разница в стоимости ее активов и обязательств. Иногда относится к одной акции (стоимость всех чистых активов делится на одну акцию). Полезный метод анализа – сравнивать стоимость чистых активов с ценой акции компании. Например, именно так оцениваются акции инвестиционных фондов и риелторских компаний – в итоге возникает дисконт/премия к NAV, сигнализирующая о дешевизне/дороговизне акций на данный момент. Кроме того, так можно оценивать недооцененные акции.

**Технический анализ.** В противоположность фундаментальному анализу технический анализ призван предсказывать будущие движения цены акций (рынков, любых других активов), посредством анализа тренда в форме графика (отсюда иногда используемый термин *chartism* (от англ. chart – график). Некоторые ключевые модели строятся на основе известных из истории повторений.

**Увеличение стоимости.** Когда прибыль компании на инвестированный капитал после вычета налога (NOPAT/инвестированный капитал) превышает стоимость этого капитала.

**Увеличенная экономическая стоимость** (добавленная экономическая стоимость) (EVA). Рассчитывается по формуле

$$EVA = NOPAT - WACC \times \text{Инвестированный капитал}$$

Критичный способ оценить управление компанией – определить, как используются ее активы. Стоимость увеличивается, когда прибыль на задействованный капитал (ROCE) после вычета налога – этот показатель получают обычно делением чистой операционной прибыли за вычетом налога на сумму капитала, инвестированного в бизнес. –

превышает WACC. Стоимость капитала отражает риски, взятые акционерами, — эти риски требуют создания соответствующего вознаграждения. Хороший способ оценить успех капитальных инвестиций и слияний и поглощений.

**Финансовый рычаг.** Соотношение «чистый долг/акционерный капитал». Индикатор долга компании относительно *средств акционеров*. Обычно выражается процентным показателем. См. *Покрытие процентов*.

Рычагом также называют результативность инвестиций, особенно варрантов и опционов, которая резко колеблется относительно основного обеспечения. См. *Операционный рычаг*.

**Фундаментальные показатели.** Самые важные аспекты компании, которые необходимо исследовать до принятия инвестиционного решения. Это область деятельности компании, ее успешность и размер прибыли, которую компания получает от этой деятельности. Ключевые факторы: тип компании, положение на рынке, эффективность, финансовое состояние, способность генерировать денежные средства, послужной список управляющих, рентабельность в прошлом и будущие перспективы. Исследование этих вопросов называют фундаментальным анализом.

**Хедж-фонд.** Коллективное инвестирование, направленное на получение прибыли для своих инвесторов в абсолютном, а не относительном смысле. По этой причине деньги зарабатываются хедж-фондами не только на росте рынка, но и на его падении. Это достигается открытием *коротких позиций* по акциям, когда они продаются на пике и покупаются с прибылью после падения, покупкой опционов «пут» и обычным способом через открытие длинных позиций (традиционный способ инвестиций, который называется «фонд только длинных позиций»). Обычно хедж-фонды пользуются заемными средствами (иногда вызывая тревогу своих инвесторов), чтобы полностью использовать возможности рынка. Для традиционного фонда инвестиций заработать деньги на медвеьем рынке нелегко; для хедж-фонда медвежий рынок — ключевая возможность. Используя больше возможностей, хедж-фонды больше других рискуют, поэтому они не для консервативного финансиста. Кроме того, «плата за вход» высока.

**Чистая операционная прибыль после вычета налога (NOPAT).** Ключевой компонент методики DCF. Также используется для оценки прибыли на капитал после вычета налога (NOPAT/инвестированный капитал).

**Чистая текущая стоимость (NPV).** Расчет по методике DCF дает NPV — будущие денежные потоки преобразуются в эквивалентную стоимость на данный момент.

**ЕВИТ.** Прибыль до выплаты процентов и налога. Часто используют термин «операционная прибыль».

**ЕВИТДА.** Прибыль до выплаты процентов, налога и амортизации. Индикатор результативности, используемый в оценке. Преимущества: учитывает всю структуру финансирования бизнеса (акционерным капиталом и заемными средствами), в отличие от P/E; позволяет сравнивать компании с разными способами бухучета в отношении износа и амортизации. Он также не учитывает исключительные затраты. Стал очень противоречивым методом оценки, поскольку им не замедлили воспользоваться компании, у которых все остальные индикаторы разочаровывают инвесторов и которые имеют серьезные финансовые проблемы. Кроме того, рост показателя ЕВИТДА может достигаться в ущерб прибыли компании. Другая проблема заключается в том, что износ является реальными затратами на ведение бизнеса, его необходимо отражать в показателе прибыли.

**EPS (прибыль из расчета на одну акцию).** Распределяемая прибыль/количество акций. Доля прибыли, распределяемая на одну обыкновенную акцию в выпуске. Например, если распределяемая прибыль компании равна 1 млн фунтов и выпущен 1 млн акций, EPS равен 1 фунту. Распределяемая прибыль — прибыль после выплаты налога, затрат на *миноритариев* и выплаты дивиденда по *привилегированным акциям*. См. *Коэффициент P/E (цена/прибыль)*.

**ROCE (прибыль на задействованный капитал).** Определяется по формуле

$$ROCE = \text{Операционная прибыль} / \text{Средства акционеров} + \text{Чистый долг}$$

Очень важный индикатор рентабельности компании и способности руководства эффективно использовать ее фонды. Важно точно знать, вычтен или нет налог. Показатель после вычета налога используется для определения увеличения стоимости, т.е. когда прибыль превышает стоимость капитала.

**ROIC (прибыль на инвестированный капитал).** Рассчитывается по формуле

$$ROIC = \frac{\text{Операционная прибыль} / \text{Средства акционеров} - \text{Долг} - \text{Списания гудвилла и других активов}}{\text{Средства акционеров} - \text{Долг} - \text{Списания гудвилла и других активов}}$$

Гудвилл поглощенной компании часто вычитается из средств акционеров и таким образом снижает сумму задействованного капитала. Инвестированный капитал акцентирует точную сумму расходов компании (ее инвестиций), а не балансовую стоимость задействованных активов. Соответственно, это более предпочтительный и точный способ оценки эффективности распределения ресурсов компанией.

**WACC (средневзвешенная стоимость капитала).** Определяется по формуле

$$\left( \frac{\text{Рыночная капитализация}}{\text{Рыночная капитализация} + \text{Долг}} \right) \times \text{Стоимость акционерного капитала} + \left( \frac{\text{Долг}}{\text{Рыночная капитализация} + \text{Долг}} \right) \times \text{Стоимость долга с вычетом налогов}$$

См. *Стоимость капитала.*

## АКТУАЛЬНЫЕ КНИГИ

### **КАК ФИНАНСИРОВАТЬ БИЗНЕС. Руководство по привлечению денежных средств для создания и развития бизнеса**

*(Пер. с англ.)*

Автор — Паркс С.

Объем — 240 стр., обложка



Руководство, написанное опытным и успешным предпринимателем Стивом Парксом, учит находить и умело использовать практически все известные на сегодняшний день денежные ресурсы, выделяя наиболее значимые с целью создания пакетного финансирования, оптимизированного под запросы конкретного предпринимателя или фирмы в определенный период ее развития.

Книга будет по-настоящему полезна для всех, кто изучает бизнес, управляет им или планирует создать собственное предприятие. Ее стоит использовать и как многоцелевой учебно-практический курс, предполагающий системное изучение от начала до конца.

#### Справки о приобретении книг:

- в Интернете: [www.5B.ru](http://www.5B.ru);
- по почте: (495)963-19-26; 964-97-57;
- за наличный расчет в г. Москве в магазине «Ситма»: (499)168-63-46;
- курьерской доставкой по г. Москве: (499) 148-95-62; 148-99-70.



## АКТУАЛЬНЫЕ КНИГИ



### КУРС ЛЕКЦИЙ ДЛЯ ПОРТФЕЛЬНОГО ИНВЕСТОРА

Автор – Кравченко П.П.  
Объем – 304 стр., переплет

В издании собрана информация о существующих финансовых рынках, на которых могут приводиться торговые операции с применением страхования валютных, кредитных и ценовых рисков, а также в целях получения прибыли посредством проведения инвестиционных и спекулятивных операций.

Книга адресована как профессионалам, так и начинающим инвесторам, финансовым директорам и менеджерам, окажет неоценимую помощь преподавателям, аспирантам и студентам экономических и финансовых вузов и специальностей.

#### Справки о приобретении книг:

- в Интернете: [www.5B.ru](http://www.5B.ru);
- по почте: (495)963-19-26; 964-97-57;
- за наличный расчет в г. Москве в магазине «Сигма»: (499)168-63-46;
- курьерской доставкой по г. Москве: (499) 148-95-62; 148-99-70.

## АКТУАЛЬНЫЕ КНИГИ

### ФИНАНСОВАЯ МАТЕМАТИКА

Учебное пособие  
2-е издание, перераб. и доп.  
Гриф УМО

Автор – Криничанский К.В.  
Объем – 336 стр., переплет



В учебном пособии раскрывается понятийный аппарат финансовой математики, закладываются методологические основы анализа экономических процессов и явлений с помощью методов данной научной дисциплины, раскрываются и иллюстрируются с помощью примеров основные методы, используемые в рамках финансово-математического анализа.

Значительное внимание уделено раскрытию экономического смысла ключевых финансово-математических категорий, таких как «процент», «приведенная стоимость», «финансовая рента». Изучены типовые гипотетические ситуации, требующие формализации на основе методов финансовой математики. Предложен анализ ряда оригинальных моделей, способствующих лучшему пониманию методов и принципов принятия инвестиционных решений.

Книга предназначена для студентов, обучающихся по экономическим специальностям и управлению, преподавателей, аспирантов финансовых и экономических дисциплин, широкого круга интересующихся областью экономики, финансов, менеджмента.

#### Справки о приобретении книг:

- в Интернете: [www.5B.ru](http://www.5B.ru);
- по почте: (495)963-19-26; 964-97-57;
- за наличный расчет в г. Москве в магазине «Сигма»: (499)168-63-46;
- курьерской доставкой по г. Москве: (499) 148-95-62; 148-99-70.

Майкл Кэхилл

**Инвестиционный анализ  
и оценка бизнеса**

*Учебное пособие*

*Перевод 2-го английского издания*

Редактор *Е.А. Ярославская*

Подписано в печать 18.07.2011. Формат 60 × 90/16.  
Объем 27 печ. л. Тираж 1500 экз. Заказ 6198.

Издательство «Дело и Сервис».  
Почтовый адрес: 121096, Москва, а/я 530.  
Адрес: 121096, Москва, ул. В. Кожинной, д.14.  
Тел. (499) 148-95-62, (495) 964-97-57.  
E-mail: zakaz@dis.ru    <http://www.dis.ru>

Отпечатано в ОАО «Можайский полиграфический комбинат».  
143200, г. Можайск, ул. Мира, 93.  
[www.oao-mpk.ru](http://www.oao-mpk.ru), [www.oao-mpk.ru](http://www.oao-mpk.ru) тел.: (495) 745-84-28, (49638) 20-685