

Евтеев Дмитрий Евгеньевич
магистрант
Финансовый университет при Правительстве РФ
e-mail: evtey95@mail.ru

Научный руководитель
Тропина Жанна Николаевна
доцент Департамента финансовых рынков и банков
Финансовый университет при Правительстве РФ
e-mail: tropina_zanna@inbox.ru

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ АКЦИЙ КОМПАНИЙ РЫНКА СОТОВОЙ СВЯЗИ

Аннотация: в статье рассмотрены теоретические вопросы анализа инвестиционной привлекательности акций телекоммуникационного сектора, рассмотрены этапы фундаментального анализа акций компаний, финансовые показатели, используемые в оценке инвестиционной привлекательности.

Ключевые слова: акции, инвестор, инвестиции, инвестиционная привлекательность, ликвидность, риск, уровень доходности.

Отечественный телекоммуникационный сектор и, в особенности, сектор мобильной связи являются одними из немногих по-настоящему инновационных капиталоемких и фондоемких отраслей российской экономики, для ключевых игроков которых интенсивное развитие на базе постоянной технологической модернизации является основной бизнесом. Более того, среди всех российских олигополистических рынков по большей части частный сектор мобильной связи, бесспорно, является одним из наиболее эффективно функционирующих рынков, которым правит исключительно здоровая конкуренция. На фоне наблюдаемых сегодня общей макроэкономической нестабильности и, в частности, общерыночного спада сегмента подвижной связи телекоммуникационный рынок переживает кардинальную структурную перестройку. Данный факт в совокупности с последними законодательными изменениями, способными в ближайшее время радикально повлиять на рынок мобильной связи, приводят к необходимости всестороннего исследования перспектив и потенциальных угроз для дальнейшего развития телекоммуникационного сектора и его ключевых игроков, а также, как следствие, к необходимости оценки инвестиционного потенциала отечественных операторов связи в текущих и будущих реалиях.

С точки зрения смысловой составляющей оценка инвестиционной привлекательности акций представляет собой представление данного финансового инструмента в качестве объекта для долгосрочных инвестиций. Такой горизонт инвестирования требует не столько оценки самой ценной бумаги относительно ее потенциальной доходности, сколько всестороннего анализа непосредственно эмитента, т.е. анализа его текущего финансового положения и перспектив его развития, прогнозирования его дальнейшей деятельности, оценку его способности генерировать денежные потоки и т.д. Все это в совокупности составляет так называемый фундаментальный анализ компании, на котором и будет построена оценка инвестиционной привлекательности акций, произведенная в данной работе. Тем не менее, здесь следует отметить, что данное положение некатегорично.

Если опустить плюсы и минусы такого довольно специфического вида анализа ценных бумаг как технический анализ (определенные его приемы (уровни поддержки и сопротивления, сигналы разворота тренда, психологические ценовые уровни и прочее), бесспорно, могут оказаться также полезными. Во-первых, на основе методов теханализа можно определить наиболее приемлемый момент для вступления в сделку, а, во-вторых, его положения вполне могут обосновать и логически подкрепить результаты и выводы, сделанные по итогам фундаментального анализа.

Непосредственно сама оценка инвестиционной привлекательности будет состоять из нескольких частей: фундаментальный анализ «сверху-вниз», оценка стоимости акций доходным подходом, оценка привлекательности акций на основе сравнительного подхода, а также с помощью интегрального коэффициента инвестиционной привлекательности.

Прежде чем приступить к непосредственному представлению вышеизложенных подходов, необходимо заметить, что в теории оценки стоимости бизнеса наряду с доходным и сравнительным подходами выделяется еще и затратный подход, использование которого, однако, в рамках данной работы не предусматривается. Отказ обусловлен спецификой данного метода: конечной целью оценки является определение либо текущей рыночной стоимости активов компании, либо ее балансовой стоимости методом «чистых активов» (путем вычитания объема обязательств из валюты баланса). Тем не менее, и в том, и в другом случаях обе стоимости будут представлять собой статические показатели, расчет которых был произведен без учета будущей деятельности компании. Этим объясняется тот факт, что в оценочной практике данный подход применяется, как правило, для нахождения ликвидационной стоимости компании, т.е. при прекращении ее существования, либо же при оценке действующей организации в совокупном результате стоимости, рассчитанной с помощью затратного подхода, придается наименьший, зачастую, близкий к нулю весовой коэффициент. В основе же оценки инвестиционной привлекательности лежит предпосылка о долгосрочном функционировании исследуемых компаний. В связи с этим одной из первостепенных задач анализа становится именно оценка перспектив развития рассматриваемых организаций, что и предусматривается в рамках методологии доходного и сравнительного подходов.

Первоначальный этап фундаментального анализа «сверху-вниз» представляет собой общий анализ макроэкономической ситуации и отраслевой обзор рынка сотовой связи, задачами которого являются общая характеристика отрасли, анализ ее нынешнего состояния, основных перспектив и угроз ее развития, рассмотрение законодательных аспектов функционирования участников рынка, а также структурный анализ отрасли в разрезе долевого распределения между ключевыми ее игроками, в разрезе отдельных бизнес-сегментов и территориального разделения. В результате все это позволяет сформировать общую картину о рыночной конъюнктуре, в условиях которой предстоит работать оцениваемым компаниям, что впоследствии ляжет в основу прогнозирования их будущей деятельности.

Второй частью фундаментального анализа является всесторонний экономический анализ непосредственно самой исследуемой компании. Начальным, по сути подготовительным, шагом служит рассмотрение наиболее важных качественных характеристик функционирования объекта оценки: краткая описание организации и специфики ее деятельности; анализ основных направлений общей финансовой политики компании, а также ее составных частей (в частности, дивидендной политики, так как целью работы является оценка привлекательности акций); рассмотрение ключевых событий и фактов экономического и неэкономического характера, существенно повлиявших или способных повлиять на финансовое положение или инвестиционную привлекательность компании (смена высшего руководства, слияния и поглощения, судебные разбирательства и т.д.) и прочее. За этим следует анализ уже количественных данных о деятельности компании. В первую очередь проводится вертикальный и горизонтальный анализ ключевых статей

бухгалтерского баланса, отчета о прибылях и убытках и отчета о движении денежных средств – рассматривается их структура и динамика за последние 3-5 лет. Особое внимание следует уделить исследованию результатов деятельности компании в разрезе бизнес-сегментов и территориального распределения для характеристики диверсифицированности финансово-хозяйственной деятельности, а также рассмотрению динамики долговой нагрузки и графика погашения задолженности. Помимо общераспространенных «бухгалтерских» финансовых показателей, рекомендуется рассчитать и проанализировать специфические, свойственные только для исследуемой отрасли показатели. Так, например, на практике при оценке операторов связи зачастую рассчитываются средний ежемесячный трафик на одного абонента (MinutesofUse – MOU), средняя ежемесячная выручка от продажи услуг в расчете на одного абонента (AverageRevenuePerUser – ARPU), а также его разновидность ARPPU (AverageRevenuePerPayingUser), показывающий величину выручки, приходящейся на одного активного (платящего) абонента. В отличие от разного рода общепринятых финансовых показателей, данные отраслевые индикаторы способны более полно отразить спрос на основной вид деятельности телекоммуникационных компаний, что делает их довольно полезными при внутриотраслевом сравнительном анализе операторов мобильной связи. По итогам структурного и динамического анализа данных отчетности выявляются основные тенденции в функционировании объектов оценки, раскрываются сильные и слабые стороны, обосновываются причины подъемов и спадов показателей.

Проводящаяся оценка должна дополняться коэффициентным анализом финансового состояния компании, включающим в себя расчет в динамике за последние несколько лет относительных показателей, сгруппированных по четырем характеризующим разные стороны финансово-хозяйственной деятельности блокам. Первая группа показателей характеризует платежеспособность компании и включает в себя коэффициент текущей, срочной и мгновенной ликвидности, показывающих степень покрытия краткосрочных обязательств организации оборотными активами по срочности и рассчитываемые соответственно как отношение тех или иных элементов оборотных активов и текущих обязательств. Коэффициент текущей ликвидности характеризует общую краткосрочную платежеспособность и возможность для компании продолжать свою деятельность после погашения краткосрочной задолженности. Коэффициенты срочной и мгновенной ликвидности в свою очередь показывают способность организации при возникновении какой-либо чрезвычайной ситуации, препятствующей дальнейшему осуществлению деятельности, погасить особо срочные или неотложные обязательства наиболее ликвидными средствами – за счет краткосрочной дебиторской задолженности, денежных средств и краткосрочных вложений и за счет исключительно денежных активов (денежные средства и быстрореализуемые финансовые вложения) соответственно. Также в дополнение к уже перечисленным показателям часто рассчитывается коэффициент обеспеченности собственным оборотным капиталом (СОК; собственные оборотные средства; рабочий капитал), который представляет собой долю величины рабочего капитала, т.е. сумму оборотных активов компании, превышающую объем текущих обязательств, в общем объеме оборотных активов. Вместе с коэффициентом текущей ликвидности данный показатель характеризует способность анализируемой компании продолжать свою финансово-хозяйственную деятельность после погашения краткосрочной задолженности за счет имеющихся ликвидных активов.

Второй блок финансовых показателей служит для оценки долгосрочной (стратегической) финансовой устойчивости компании. В данную группу, как правило, включают три взаимосвязанных (и, по сути, взаимозаменяемых) коэффициента: автономии (независимости), финансовой зависимости и финансовый рычаг. Коэффициент автономии представляет собой отношение собственного капитала и общей валюты баланса, что показывает долю бизнеса компании, финансируемую исключительно за счет собственных средств, т.е. характеризует степень независимости организации от кредиторов. Обратным

для данного показателя является коэффициент финансовой зависимости, подразумевающий под собой долю уже заемного капитала в валюте баланса. Третьим же коэффициентом является финансовый рычаг, рассчитываемый как соотношение заемных и собственных средств компании. Также следует отметить, что нередко в рамках данной группы показателей приводится еще и коэффициент покрытия внеоборотных активов (или «правило левой и правой руки»), расчет которого производится путем деления инвестированного капитала, т.е. суммы собственного капитала и долгосрочных заемных средств, на сумму внеоборотных активов. Его значение характеризует, соответственно, степень финансирования долгосрочных активов за счет долгосрочных источников.

Третья группа показателей, включающая в себе коэффициенты рентабельности, характеризует эффективность анализируемой компании с точки зрения финансовых результатов ее деятельности. Концепция расчета данных индикаторов общая: каждый из коэффициентов представляет собой отношение прибыли организации и соответствующего финансового показателя, выражая тем самым финансовую отдачу от того или иного аспекта финансово-хозяйственной деятельности организации. Таким образом, в качестве наиболее распространенных показателей выделяют коэффициенты рентабельности продаж (Return on Sales – ROS), производства (Return on Current Costs – ROCC), активов или совокупного капитала (Return on Assets – ROA), собственного капитала (Return on Equity), инвестированного капитала (Return on Investment).

И, наконец, четвертый блок показателей характеризует нефинансовую эффективность деятельности организации, т.е. ее деловую производственную активность. В данную группу, как правило, включают коэффициенты оборачиваемости, рассчитываемые как отношение выручки к отдельному производственному или операционному элементу, за счет которого фирма осуществляет свою деятельность. Наиболее распространенными коэффициентами считаются оборачиваемость совокупного капитала и оборачиваемость оборотных активов. Тем не менее, на практике вполне целесообразной мерой является расчет более детальных коэффициентов, учитывающих отраслевую и индивидуальную специфику финансово-хозяйственной деятельности рассматриваемой компании.

Таблица 1. Общепринятые нормативы финансовых коэффициентов¹

Наименование показателя	Общий норматив
Коэффициент текущей ликвидности ($K_{\text{тл}}$)	> 2
Коэффициент срочной ликвидности ($K_{\text{сл}}$)	0,6 - 1
Коэффициент мгновенной ликвидности ($K_{\text{мл}}$)	0,2 - 0,5
Коэффициент обеспеченности СОК ($K_{\text{сок}}$)	> 0,1
Коэффициент автономии ($K_{\text{авт}}$)	> 0,5
Коэффициент независимости ($K_{\text{нез}}$)	< 0,5
Финансовый рычаг ($K_{\text{финр}}$)	< 1
"Правило левой и правой руки" ($K_{\text{лпр}}$)	> 1

Общепринятые в российской практике нормативные значения для рассмотренных финансовых коэффициентов представлены выше в таблице. При этом, несмотря на наличие зарубежных стандартов, предпочтение следует отдавать именно отечественным, более жестким, требованиям. Тем не менее, в полной мере опираться на данные нормативы не рекомендуется. Дело в том, что главное преимущество изложенной методологии – универсальность – имеет существенную негативную сторону: нормативные значения

данных финансовых коэффициентов носят общий, широкопрофильный характер и не учитывают отраслевой специфики компаний. За рубежом практика использования специализированных узконаправленных стандартов широко распространена. Однако отечественных разработок по данной проблеме, несмотря на всю ее актуальность, довольно мало. Более того, подавляющую часть из тех немногочисленных существующих сегодня исследований российских специалистов нельзя однозначно признать пригодными в силу использования довольно укрупненных классификационных признаков: как правило, организации делятся по широкому профилю деятельности на промышленные, торговые, финансовые и т.д. Что касается зарубежных стандартов, то и их использование может привести к неверным оценкам вследствие игнорирования специфики российской рыночной конъюнктуры. Альтернативным решением в данной случае может выступать применение среднерыночных значений, рассчитанных как средние арифметические показатели всех компаний отрасли или ее ключевых игроков. Использовать данный подход так же следует с осторожностью, поскольку арифметическое усреднение зачастую может искусственно завысить или занижить справедливое значение норматива, что непременно приводит к неверной трактовке результатов сравнения. Тем не менее, в рамках данной работы, предусматривающей анализ мобильных операторов, среднерыночные нормативы могут оказаться довольно справедливым бенчмарком, что обусловлено как спецификой самой отрасли (олигополия), так и высокой степенью сопоставимости операторов с точки зрения их рыночных долей, размеров, финансово-хозяйственной специализации.

Таким образом, по итогам всестороннего финансового анализа формируется общий вывод об имущественном положении компании, о ее ресурсном потенциале, ее финансовой и производственной эффективности, а также на основе полученных результатов строится прогноз относительно перспектив ее дальнейшего развития, что составит своеобразную информационную базу для следующего, пожалуй, самого трудоемкого этапа оценки – доходного подхода.

По сути своей доходный подход оценки стоимости вне зависимости от конкретных его разновидностей заключается в приведении к текущему моменту времени разного рода будущих выгод от вложения в ту или иную компанию с помощью ставки дисконтирования, представляющую собой не что иное, как требуемую инвестором доходность с учетом риска инвестирования в данную организацию. Однако, несмотря на внешнюю простоту и ясность данной концепции, оценка стоимости посредством доходного подхода, как уже было упомянуто выше, является наиболее трудоемким и комплексным методом оценки. Тем не менее, в отличие от прочих методик, верно использованный доходный подход может дать наиболее точную и объективную оценку справедливой стоимости компании или ее акции, в частности, что и объясняет его огромную популярность в оценочной практике.

В теории выделяются несколько подметодов доходного подхода: метод дисконтирования дивидендов (преимущественно для оценки стоимости акции), метод капитализации дохода и метод дисконтирования денежных потоков. Первые два метода представляют собой довольно простые и узкие модели, в связи с чем, широкого практического применения не получили. Как правило, для расчета стоимости компании используется метод дисконтирования денежных потоков (ДДП), именно ему и отдается предпочтение в данной работе.

Главным принципом методологии доходного подхода, как уже было отмечено, является дисконтирование будущих денежных потоков организации. В силу теоретически бесконечного существования как акций, так и самой компании, их эмитировавшей, приведение каждого потока денежных средств к текущему моменту времени представляется не просто проблематичным, а невозможным. Тем не менее, приблизительное суммарное значение приведенных будущих выплат можно вычислить с помощью так называемой модели Гордона.

Изначально модель Гордона предназначалась для оценки стоимости акции путем дисконтирования дивидендов, но в дальнейшем данная концепция была распространена и на дисконтирование ДП. Математически модель представляет собой не что иное, как формулу приведенной стоимости бесконечной ренты с постоянным темпом роста ее члена. Основополагающим принципом, соответственно, является допущение о постоянстве роста будущих потоков денежных средств, генерируемых стабильно растущей компанией на бесконечном промежутке времени. Таким образом, заменив член ренты (разовый платеж) на денежный поток, можно получить следующую формулу:

$$TV = \frac{CF(1+g)}{R-g},$$

где CF – первоначальный (текущий) денежный поток;

R – ставка дисконтирования (требуемая доходность);

g – постоянный темп роста денежных потоков компании.

Найденную стоимость в теории оценки называют терминальной или остаточной стоимостью (отсюда и аббревиатура: TV – Terminal Value). Соответствующие ей темпы роста в теории оценки бизнеса считаются постоянными (стабильными) в силу допущения, согласно которому подобные темпы компания сможет поддерживать до бесконечности.

Тем не менее, положение о постоянстве темпов роста компании требует дополнительных пояснений. Дело в том, что в условиях, когда фирмами реинвестируется существенная часть их дохода, и при этом доходность данных инвестиций находится на высоком уровне, темпы роста этих компаний могут быть довольно высокими и даже в значительной мере превышать темпы роста экономики в целом. Тем не менее, подобный сценарий развития возможен только в краткосрочном плане. В качестве сдерживающего фактора в данном случае будет выступать размер компании. Сверхбыстрые темпы развития свойственны лишь для фирм небольшого размера. В дальнейшем по мере своего роста им будет все сложнее обеспечивать высокие темпы, рано или поздно они будут снижаться до темпов роста экономики вплоть до тех пор, пока не сравнятся с ним или, вероятнее всего, не упадут ниже данного уровня.

Аналогичная возникает и в случае с довольно крупными зрелыми компаниями. Проблема заключается в том, что само понятие терминальной стоимости довольно абстрактно. В реальной жизни редкая, пусть даже зрелая, компания может похвастаться стабильным развитием. В большинстве случаев переход к постоянным темпам роста является стратегической целью, в кратко- и среднесрочном планах организация постоянно должна подстраиваться под вечно меняющиеся макро- и микроэкономические условия, что, естественно, влияет на финансовую устойчивость и способность компании стабильно генерировать денежные потоки. Для подобных ситуаций в оценочной практике используют многофазные модели дисконтирования ДП, заключающие в себе несколько периодов развития исследуемой организации. Так, в данной работе будет использована двухфазная модель дисконтирования (обоснование будет приведено в следующем параграфе), включающая в себя пятилетний прогнозный период нестабильного развития компании, для которого характерны скачкообразные изменения величин денежных потоков, и, соответственно, постпрогнозный период, в котором денежные потоки будут увеличиваться с постоянным темпом роста на условно бесконечном промежутке времени. Итоговая формула для расчета стоимости компании будет выглядеть следующим образом:

$$PV = \sum_{n=1}^k \frac{CF_n}{(1+R)^n} + \frac{CF_k(1+g)}{R-g} \times \frac{1}{(1+R)^k},$$

где n – порядковый номер прогнозного периода;

k – порядковый последнего года прогнозного периода;

CF_n – ожидаемый денежный поток в период n;

R – ставка дисконтирования;

g – постоянный темп роста денежных потоков.

Первоначальным и определяющим этапом оценки является выбор непосредственно самого денежного потока, представляющего собой по своей сути разницу между притоком и оттоком денежных средств за определенный период. В рамках рассматриваемой модели ДДП наиболее популярными являются два вида потоков: на собственный капитал (EquityCashFlow – ECF) и на весь инвестированный капитал (FreeCashFlow – FCF).

Под ECF, денежным потоком от собственного капитала, подразумевается ожидаемая сумма денежных средств, которая поступит в распоряжение собственников бизнеса. Поток FCF (часто также называют «очищенным» денежным потоком) определяет ожидаемую величину денежных средств, которые поступят в распоряжение не только собственников, но и кредиторов.

Расчет денежного потока от собственного капитала ECF осуществляется по следующему алгоритму:

Чистая прибыль после уплаты налогов и процентов
+
Амортизационные отчисления (износ)
- (+)
Увеличение (уменьшение) собственного оборотного капитала
-
Капитальные вложения
+ (-)
Увеличение (уменьшение) долгосрочной задолженности
=
<i>Денежный поток для собственного капитала</i>

Расчет денежного потока на весь инвестированный капитал («очищенный» денежный поток) FCF – осуществляется следующим образом:

Прибыль до уплаты процентов и налогов
+
Амортизационные отчисления
-
Капитальные вложения
- (+)
Увеличение (уменьшение) собственного оборотного капитала
-
Налог на прибыль
=
<i>Денежный поток на весь инвестированный капитал</i>

Существует и третья разновидность денежного потока – поток для всего капитала фирмы (CCF). По своей сущности он во многом схож с FCF: CCF тоже представляет собой ожидаемый поток денежных средств, доступный как собственникам, так и кредитором. Разница между ними состоит в том, что CCF, в отличие от FCF, включает в расчет налоговые преимущества, так называемый «налоговый щит». Тем не менее, в российской оценочной практике денежный поток для всего капитала большой популярности не приобрел; наиболее часто используют, как уже было упомянуто выше, модели FCF и ECF. В рамках же настоящей работы предпочтение будет отдаваться денежному потоку на весь инвестированный капитал (в дальнейшем для простоты будет упоминаться как поток на весь капитал). Данный выбор обусловлен тем, что в силу рассмотренной выше специфики FCF его рекомендуется использовать при оценке зрелых компаний с высоким уровнем

финансового рычага или компаний, для которых прогнозируется существенное изменение долговой нагрузки, что вполне соответствует рассматриваемым в данной работе организациям.

Еще одним важным этапом оценки стоимости бизнеса является определение ставки дисконтирования. Сама по себе ставка дисконтирования, как уже было сказано, представляет собой требуемую инвестором ставку доходности, которая в свою очередь включает в себе две составляющие – непосредственно доходность вложения капитала и риск инвестиций.

Выбор способа определения ставки дисконтирования определяется выбранным типом денежного потока в силу их различий. Это объясняется тем, что факторы, учтенные в той или иной модели денежного потока, уже не требуется учитывать при расчете ставки дисконтирования. Таким образом, при выборе ECF для определения ставки используется модель ценообразования капитальных финансовых активов (CapitalAssetPricingModel – CAPM), при FCF – модель средневзвешенной стоимости капитала (WeightedAverageCostofCapital – WACC).

Расчет ставки WACC производится следующим образом:

$$R_{WACC} = d_{CK} \times R_{CK} + (1 - t) \times d_{ЗК} \times R_{ЗК},$$

где R_{CK} – стоимость (затраты) привлечения собственного капитала;
 d_{CK} – доля собственного капитала в совокупном капитале компании;
 $R_{ЗК}$ – стоимость (затраты) привлечения заемного капитала;
 $d_{ЗК}$ – доля заемного капитала в совокупном капитале;
 t – ставка налога.

Под стоимостью заемного капитала теоретически понимается средняя ставка по всем займам, т.е. цена пользования заемными средствами. На практике же в качестве данного показателя наиболее часто используют доходность по облигациям рассматриваемой компании, либо, в случае их отсутствия, доходность по облигациям компании-аналога. Стоимость же собственного капитала представляет собой не что иное, как ставку, рассчитанную по модели CAPM.

Формула расчета ставки дисконтирования методом CAPM выглядит следующим образом:

$$R_{CAPM} = R_f + \beta(R_m - R_f) + C + S_1 + S_2,$$

где R_f – величина безрисковой ставки доходности;
 β – коэффициент бета систематического риска;
 R_m – рыночная доходность (доходность среднерыночного портфеля ценных бумаг);
 C – страновой риск;
 S_1 – рискованная премия для компаний малого размера;
 S_2 – премия за риск вложений в конкретную компанию.

Элементы приведенной выше формулы требуют дополнительного пояснения. Безрисковая ставка представляет собой ставку доходности актива, который характеризуется высокой степенью ликвидности и практически полным отсутствием риска (риска дефолта). По сути безрисковая ставка является своеобразным стандартом доходности для инвестора, с которым сравниваются доходности прочих активов. В качестве безрисковой ставки принято использовать доходность долгосрочных государственных ценных бумаг с соответствующим планируемому вложению сроком инвестирования. Кроме того, в качестве безрисковой ставки может быть выбрана ставка по депозитам в крупнейших банках с аналогичным сроком вложений (такая мера вполне актуальна при оценке российских компаний). Два последних элемента CAPM, как правило, опускаются в силу малой значимости. Страновой риск в свою очередь в качестве отдельного элемента не выделяется. Это объясняется тем, что теоретически рыночные ставки уже учитывают всевозможные риски, в том числе и страновой (согласно одному из главных постулатов технического анализа, «рынок учитывает все»). Тем не менее, в случае, если инвестор не является резидентом или при оценке

используются индикаторы и показатели зарубежных рынков, может возникнуть необходимость в корректировке ставки на страновой риск. Так, оценивая российскую компанию по доходности, номинированной в иностранной валюте, в значение ставки необходимо внести поправку с учетом риска дефолта отечественных ценных бумаг.

Коэффициент бета является мерой систематического риска, т.е. риска потерь, причиной которых являются разного рода внешние факторы: природно-естественные, экономические и политические. Подобные риски характеризуются высокой степенью их влияния на экономику в целом, а также невозможностью их прогнозирования и устранения путем диверсификации. Тем не менее, в силу специфики безрисковой ставки доходности систематический риск в теории на нее не распространяется, коэффициент бета предназначен для корректировки рискованной премии.

Расчет коэффициента бета производится методом ковариации и дисперсии, фактически бета представляет собой степень зависимости цен на акции исследуемой компании от колебаний рынка в целом (как правило, используется фондовый индекс). Также для расчета беты можно воспользоваться средствами MSExcel (функция ЛИНЕЙН). Общая же формула выглядит следующим образом:

$$\beta = \frac{\sum (r_i - \bar{r}_i)(r_{mi} - \bar{r}_{mi})}{\sum (r_{mi} - \bar{r}_{mi})^2},$$

где r_i , r_{mi} – доходность акции исследуемой компании и среднерыночная доходность на момент времени i ;

\bar{r}_i , \bar{r}_{mi} – средняя доходность акции и средняя доходность рынка за рассматриваемый период.

Для компаний с высоким финансовым рычагом коэффициент бета требует корректировки на финансовый риск. Рычаговая бета рассчитывается следующим образом:

$$\beta_p = \beta \times \left(1 + (1 - t) \frac{\text{Заемный капитал}}{\text{Собственный капитал}} \right),$$

где β – безрычаговый коэффициент бета;

t – ставка налога.

Третьим и наиболее сложным этапом доходного подхода является прогнозирование денежных потоков, которые будут сгенерированы компанией в будущем. Проблема данного этапа заключается в том, что ни один из способов оценки темпов роста не лишен недостатков, что в совокупности с высоким уровнем неопределенности будущего компании и наличием целого ряда непредсказуемых факторов делает необходимую задачу прогнозирования самой трудной.

Существуют три основных способа определения темпа роста компании: на основе исторических данных; на основе экспертных оценок; на основе фундаментальных показателей оцениваемой компании.

Первый метод представляет собой оценку темпа роста на основе ретроспективного анализа данных компании. В случае равномерного стабильного развития устойчивой фирмы с помощью данного метода можно построить прогноз с довольно высокой точностью. Однако при оценке быстрорастущих компаний с неравномерным скачкообразным ростом использование данного способа может привести к серьезным погрешностям и оказаться непригодным. Более того, оценка может значительно осложниться при наличии отрицательных значений исследуемых величин.

Наиболее простой из подметодов исторической оценки темпа роста основывается на использовании средних – арифметической и геометрической. На практике оценки, рассчитанные обоими методами, могут существенно различаться, в особенности при оценке фирм с высокой степенью изменчивости исследуемого параметра. Среднее арифметическое

представляет собой простое усреднение с приданием каждому процентному изменению равного веса в выборке, среднее геометрическое же, учитывая сложный процент наращивания изменений, делает упор на первое и последнее наблюдение в выборке, игнорируя тем самым промежуточные изменения тенденции. Недостатки средних частично устраняются следующими подметодом оценки темпа роста на основе исторических данных – эконометрическим моделированием (в частности, моделями линейной и логарифмически-линейной регрессии). Суть его заключается в выражении исследуемого показателя как функцию от времени. Так, простейшая модель регрессии будет выглядеть следующим образом:

$$y_t = a + b \times t,$$

где t – временной период t (экзогенная переменная);

y_t – исследуемая величина в период t (зависимая переменная).

Расчет коэффициентов a и b можно произвести с помощью средств Microsoft Excel (функция ЛИНЕЙН). Параметр a будет представлять собой среднее значение эндогенной переменной при $t=0$, а параметр b при переменной t – мерой изменения зависимой переменной при увеличении t на единицу времени. Рассчитать непосредственно темп роста в относительном выражении можно путем деления параметра b на a , либо прологарифмировать модель регрессии и повторить алгоритм (в данном случае коэффициент при переменной t будет представлять собой уже относительное (процентное) изменение за единицу времени).

В данном случае были рассмотрены упрощенные модели. На практике процедура значительно усложняется: в уравнение модели включаются случайные возмущения (случайные остатки или ошибки), проводится проверка на автокоррелированность случайных остатков, проверка значимости регрессоров (параметров модели), проверка модели на адекватность (способность предсказывать значения эндогенной переменной с заданной точностью) и т.д.

Второй способ определения темпа роста компании заключается в использовании готовых оценок роста от различных аналитиков и экспертов. Преимущества данного метода заключаются в лучшей информированности аналитиков о состоянии как компании, так и рынка в целом. Экспертные прогнозы, как правило, строятся не только на исторических данных рассматриваемого показателя; зачастую, аналитики при прогнозировании используют обширный объем разного рода информации: макроэкономические данные, способные повлиять на развитие исследуемой компании; данные об отраслевых перспективах на основе анализа деятельности конкурентов; возможно, закрытая приватная информация о фирме и др. В большинстве случаев, даже при наличии всей необходимой для прогнозирования информации, классики оценки рекомендуют пользоваться именно экспертными мнениями, пусть и скорректированными в соответствии с целями и потребностями проводимого анализа.

Третий способ оценки темпа роста фирмы основывается на фундаментальных показателях фирмы, т.е. на операционных характеристиках исследуемой компании. На первый взгляд он может показаться схожим с методом использования исторических данных, так как зачастую при оценке фундаментальных аспектов может потребоваться анализ ретроспективной информации. Тем не менее, в рамках данного метода упор делается в равной мере и на ретроспективу, и на перспективу оцениваемого бизнеса.

Сутью способа оценки роста на основе фундаментальных показателей является прогнозирование изменений фундаментальных факторов, которые и определяют рост фирмы. Первоначальным и определяющим этапом при оценке роста на основе фундаментальных показателей является выбор исследуемой величины и ее параметров. Разумеется, разные подходы к оценке, различия между фундаментальными показателями ведут к разным результатам, тем не менее, в основе данного способа лежит общая

предпосылка. Компании, планирующие расти и поддерживать темпы роста на высоком уровне, должны на постоянной основе реинвестировать собственные доходы для обеспечения этого роста. Доход от данных инвестиций будет служить своеобразной мерой качества роста, а также непосредственно обуславливать ценность компании. Таким образом, будущий рост фирмы будут определять два фундаментальных показателя – инвестиции (реинвестиции) и доход от них. Вследствие того, что в данной работе выбор пал в пользу потока на весь капитал, далее будет рассмотрена лишь модель для расчета темпа роста операционного дохода (ЕВИТ), являющегося центральным элементом денежного потока. Ключевой предпосылкой в данном случае является предположение о неизменности во времени доходности всего инвестированного капитала – таким образом допускается, что доход на капитал будет представлять собой ожидаемую доходность капитала в будущих инвестициях. Таким образом, ожидаемый рост операционного дохода можно определить как произведение доходности капитала и коэффициента реинвестирования. Соответствующие формулы представлены ниже.

$$\text{Коэф. реинвестирования} = \frac{\text{кап. затраты} - \text{износ} + \text{изменение оборотного капитала}}{\text{ЕВИТ}(1-t)},$$

$$\text{ROIC} = \frac{\text{ЕВИТ}(1-t)}{\text{инвестированный капитал}},$$

где ЕВИТ – операционный доход;

t – ставка налога.

Что касается выбора конкретного способа оценки темпов роста, то в рамках данной работы основу прогнозирования будет составлять ретроспективный анализ исторических данных и, соответственно, проецирование прошлого сценария деятельности компании на будущее. Однако, чтобы нивелировать недостатки данного способа, полученные результаты будут в значительной степени корректироваться с учетом разного рода экспертных оценок и объективных фундаментальных тенденций в развитии организаций.

В итоге после выполнения всех подготовительных расчетов вычисляется текущая суммарная стоимость всех будущих денежных потоков, которая будет представлять собой общую стоимость компании. Для расчета же справедливой стоимости акции из полученного значения необходимо вычесть чистый долг (долг за вычетом денежных средств и их эквивалентов) и делим данную величину на количество акций. Сравнение рассчитанной стоимости акции с ее текущей ценой на момент оценки позволит сделать вывод о недо- или переоцененности ценной бумаги, что станет основой для заключения относительно инвестиционной привлекательности оцениваемой компании.

Если при рассмотренном выше доходном подходе результатом является вывод о ценности компании относительно ее справедливой стоимости, то цель сравнительного подхода заключается в оценке инвестиционной привлекательности компании относительно компаний-аналогов, то есть фирм, отличающихся высокой степенью сопоставимости с исследуемой организацией по размеру, специфике и основным характеристикам финансово-хозяйственной деятельности. В теории оценки стоимости выделяют три метода сравнительного подхода: метод сделок, метод рынка капитала и метод отраслевых коэффициентов (мультипликаторов). В основе первых двух методов лежит общий принцип: стоимость оцениваемой компании рассчитывается в пропорции к стоимости компании-аналога и соотношению ключевых финансовых характеристик, определяющих ценность данных фирм. Главной проблемой обеих методик является требование к тесной сопоставимости сравниваемых компаний: расчета справедливой стоимости можно добиться лишь при условии практически полной идентичности рассматриваемых организаций с точки зрения их имущественного положения и финансово-хозяйственной деятельности. На практике даже при наличии такого количества существующих сегодня компаний обнаружение подобных аналогов маловероятно. Более того, даже в случае высокой степени

сопоставимости фирм может возникнуть проблема рационального выбора сравниваемого показателя, так как каждая характеристика приводит к своему результату, заключение о справедливости которого, будет строиться уже на субъективном мнении самого аналитика. В связи с этим рассмотренные методы сравнительного подхода в работе рассматриваться не будут, дальнейшая оценка будет строиться исключительно на методе мультипликаторов.

Общая концепция метода отраслевых коэффициентов заключается в оценке инвестиционной привлекательности компании относительно компаний-аналогов путем сравнения стандартизированных мультипликаторов. Мультипликаторы по сути своей представляют собой относительные показатели, в числителе которого находится определенного вида стоимость компании, а в знаменателе – соответствующий данной стоимости финансовый показатель, который и характеризует недо- или переоцененность компании с точки зрения ее имущественного положения или результатов ее деятельности. В связи с этим в теории выделяют три основных группы коэффициентов: мультипликаторы прибыли, балансовой стоимости и выручки.

По мнению автора, в силу большей наглядности для внутриотраслевого сравнения компаний следует использовать мультипликатор P/E, представляющий собой соотношение рыночной цены акции и прибыли компании в расчете на одну акцию, а также мультипликатор EV/EBITDA, т.е. отношение совокупной стоимости организации (включая долг компании) к прибыли до налогов, процентов и амортизации. Здесь целесообразно отметить, что любой мультипликатор должен удовлетворять двум важнейшим требованиям сравнительного подхода. Во-первых, мультипликатор должен быть единообразным: показатели, составляющие отраслевой коэффициент, должны быть рассчитаны для всех рассматриваемых компаний, а алгоритмы их расчета должны быть тождественными. Во-вторых, необходима согласованность числителя и знаменателя мультипликатора: так, например, коэффициент P/EBITDA на акцию нельзя считать согласованным, так как EBITDA является потоком на весь капитал, а не только на собственный. Предложенный выше отраслевой мультипликатор в полной мере удовлетворяет принципу согласованности, поскольку выручка по своей сути представляет собой широкий денежный поток, доступный как для собственников, так и для кредиторов компании.

Изложенные выше подходы к оценке инвестиционной привлекательности акций являются общей и универсальной методологией, которая при наличии всей необходимой информации позволяет проанализировать текущую и спрогнозировать дальнейшую деятельность, а также рассчитать справедливую стоимость для абсолютно любой компании. В теории отсутствие включения в оценку индивидуальной или отраслевой специфики никак не влияет на возможность оценщика получить конечный результат. Тем не менее, на практике учет специфических факторов становится необходимостью: ненамеренное незнание отличительных черт компании или отрасли в целом вполне может ввести аналитика в заблуждение и, соответственно, негативно повлиять на конечный результат; аналогично, сознательное игнорирование специфики с большой вероятностью приведет к некорректной оценке инвестиционной привлекательности. В связи с этим именно рассмотрению ключевых отличительных черт и факторов рынка мобильной связи и будет посвящен данный параграф.

Наиболее заметная отличительная черта российской отрасли телекоммуникаций связана непосредственно с особенностями самой услуги мобильной связи и заключается в устойчивости спроса на нее. С момента распада Советского Союза, перехода нашей страны на рыночную систему хозяйствования и вплоть до кризиса 2008 года российский телекоммуникационный рынок являлся одним из самых быстрорастущих и инновационных секторов отечественной экономики. Однако послекризисный период, несмотря на продолжающуюся тенденцию по совершенствованию технологической базы, охарактеризовался для рынка сотовой связи падением темпов роста. Причиной этой своеобразной стагнации является отнюдь не падение спроса на услугу мобильной связи, а все возрастающая степень перенасыщенности рынка. Непосредственно же спрос на основную

услугу операторов связи среди всех секторов экономики объективно является одним из наиболее устойчивых, что, безусловно, позволяет им стабильно генерировать прибыль даже в условиях общего макроэкономического спада. Это объясняется тем, насколько глубоко мобильная связь укоренилась в нашу жизнь. На сегодняшний день она является неотъемлемой частью жизнедеятельности человека, которая проникла абсолютно во все ее сферы и все больше приобретает статус своего рода «услуги первой необходимости». Даже в условиях нынешнего экономического спада и значительного падения доходов населения объем рынка сотовой связи снизился совсем незначительно, что говорит о неготовности потребителей снижать свои расходы на мобильную связь. Более того, здесь важно отметить, что с каждым годом операторы все больше и больше отходят от мобильной связи, активно развивая и увеличивая долю в бизнесе услуг передачи данных и разного рода Интернет-сервисы, спрос на которые растет сверхбыстрыми темпами. Это обстоятельство в совокупности со стабильностью спроса на услуги голосовой связи свидетельствует о наличии у телекомов весомого стимула для дальнейшего активного роста. Даже если допустить сценарий падения спроса на сотовую связь, выгоды от быстрорастущего Интернет-сегмента с большой вероятностью компенсируют возможное недополучение выручки, что в конечном счете, поможет сохранить устойчивость финансово-хозяйственной деятельности операторов связи.

Вторым аспектом стабильности финансово-хозяйственной деятельности операторов мобильной связи является их малая подверженность столь свойственным для российской экономики сырьевым шокам (что в дальнейшем будет подтверждено значениями коэффициентов бета для рассматриваемых компаний). Очевидно, что основная деятельность как телекомов, так и значительной части прочих гегемонов российского финансового рынка, никак не связана с добычей, переработкой и использованием сырьевых ресурсов. Однако в отличие от операторов связи существенная часть из этих компаний активно потребляет разного рода производные от сырья продукты, вследствие чего все же косвенно подвергается влиянию сырьевого фактора.

Тем не менее, в связи с высокой корреляцией курса российского рубля и цены на нефть деятельность российских телекоммуникационных компаний в значительной степени зависит от такого макроэкономического фактора, как девальвация. При этом важно отметить, что данное влияние на каждый из телекомов неоднозначно. Так, для являющегося зарубежным холдингом Вымпелкома, обесценение рубля частично занижает совокупную выручку, так как лишь половина его поступлений номинирована в российской валюте. На двух других представителей «большой тройки» девальвация оказывает влияние опосредованно, так как подавляющая часть их выручки поступает в рублевом эквиваленте. Однако в связи с тем, что все необходимое для сооружения станций связи оборудование МТС и МегаФон закупает за рубежом, обесценение рубля существенно завышает стоимость затрат.

Одним из микроэкономических факторов, оказывающих влияние на деятельность операторов связи, является фактор сезонности получения выручки. При этом, в большинстве случаев ежегодная картина динамики поступлений, хоть и с небольшими расхождениями, остается неизменной. Как правило, пиковая величина поступающей выручки приходится на третий квартал, являющийся периодом массовых отпусков и каникул. В это время при незначительном падении выручки от предоставления услуг голосовой связи вследствие снижения деловой активности населения квартальный спрос потребителей на пользование сетью Интернет достигает максимального значения за год. Более того, в качестве дополнительного стимула роста совокупной выручки в третьем квартале выступает клиентская плата за общение в роуминге, поскольку в летний период повышается спрос на услуги для оптимизации расходов на связь за границей, которые обходятся значительно дороже «домашних» тарифов.

Минимальное значение выручки приходится, как ни странно, на первый квартал. Несмотря на сверхвысокий спрос на голосовую связь в период новогодних праздников и

наличие в феврале и марте крупных праздников, поступления от предоставления услуг связи по сравнению с прочими кварталами не столь значительны вследствие «посленовогоднего затишья» в использовании сервисов мобильной связи и мобильного Интернета, которое длится на протяжении всей первой половины января. Второй и четвертый кварталы, как правило, показывают схожие результаты. В эти периоды происходит выравнивание спроса на услуги голосовой связи и мобильного Интернета, что объясняется восстановлением деловой активности населения и, как следствие, потребности в разного рода коммуникациях.

Еще одной важнейшей особенностью деятельности телекоммуникационных компаний, которую необходимо учитывать при анализе их финансового состояния, является капиталоемкость и фондоемкость данного бизнеса. Стабильно высокие регулярные капитальные затраты на развитие бизнеса и совершенствование технологической базы, дорогостоящие лицензии на покрытие и внеоборотные активы в совокупности ведут к так называемому «утяжелению» баланса – положение, при котором преобладающая доля в структуре бухгалтерского баланса принадлежит внеоборотным активам. Однако, несмотря на то, что согласно принципам финансового анализа подобная ситуация негативно характеризует платежеспособность компании, низкий удельный вес оборотных активов в валюте баланса отнюдь не всегда говорит о неэффективности функционирования организации, в данном случае однозначное заключение будет требовать более детального и всестороннего анализа ликвидности.

Список литературы:

1. Анализ инвестиционной привлекательности организации, под редакцией Ендовицкого Д.А. : Монография.— Москва: КноРус, 2014.
2. Гуськова Н.Д., Краковская И.Н., Слушкина Ю.Ю. и др. Инвестиционный менеджмент: Учебник. — КноРус., 2016. — 426 с.
3. Дидковская О. В.. Корпоративная организация инвестиционной деятельности: Учебное пособие— Москва: Палеотип, 2007. — 180 с.
4. Зельцер А.Б. Оценка инвестиционной привлекательности акций, обращающихся на российском фондовом рынке: Автореферат диссертации кандидата экономических наук - Новосибирский государственный университет экономики и управления, Новосибирск – 2009.