

Содержание

Предисловие автора к новому изданию	7
--	----------

Вступительное слово (к четвертому изданию — 2017 г.)	9
--	---

1. Введение в теорию мультипликаторов	13
1.1. Используемая терминология	15
1.2. Понятие «мультипликатор»	16
1.3. Применение метода оценки на основе мультипликаторов	20
1.4. Ограничения метода оценки по мультипликаторам	24
1.5. Место сравнительной оценки в классификации оценочных методов	29
1.6. Недостатки работы с базами данных, содержащими информацию по мультипликаторам	33
1.7. Краткие выводы	36
2. Что такое мультипликаторы, как они возникли и как применяются.	37
2.1. «Сто тысяч почему» — о мультипликаторах	37
2.2. Логика мультипликаторов на примере показателя P/E	39
2.3. Краткие выводы	47
3. Числитель мультипликатора	48
3.1. Цена одной акции или 100% акций?	48
3.2. С опционами или без?	50
3.3. Рыночная капитализация или стоимость бизнеса?	55
3.4. Мини-кейс на корректный учет долга при расчете мультипликаторов	61
3.5. Котировки или цены крупных сделок? Премия за контроль... ..	64
3.6. Цены сделок по закрытым или публичным компаниям? Скидка за неликвидность	69
3.7. Цены активов	79
3.8. Краткие выводы	80

4. Знаменатель мультипликатора	82
4.1. Какие показатели могут служить знаменателями мультипликатора	82
4.2. Вопросы соответствия числителя мультипликатора его знаменателю	88
4.3. Краткие выводы	89
5. «Доходные» финансовые мультипликаторы	90
5.1. Показатели отчета о прибылях и убытках, используемые для расчета мультипликаторов	90
5.2. Мультипликатор «цена/выручка»	92
5.3. Отношение цены акций к прибыли (EBITDA) до уплаты налогов, процентов и амортизации и к операционной марже	97
5.4. Мультипликатор «цена/чистая прибыль»	101
5.5. Показатели, базирующиеся на денежном потоке	105
5.6. Мультипликатор «цена/дивиденды»	109
5.7. Краткие выводы	113
6. Финансовые показатели, базирующиеся на стоимости активов	117
6.1. Виды показателей, базирующихся на стоимости активов	117
6.2. Связь балансовых мультипликаторов с мультипликаторами доходности и показатель «скорректированный ROE»	125
6.3. Достоинства, недостатки и применимость балансовых показателей	128
6.4. Краткие выводы	133
7. Натуральные показатели	135
7.1. Применимость натуральных показателей	135
7.2. Основные виды натуральных показателей	138
7.3. Краткие выводы	143
8. «Мультипликаторы будущего»	144
8.1. Мультипликаторы, базирующиеся на текущих ценах акций и будущих финансовых показателях	144
8.2. Мультипликаторы с использованием темпов роста	148
8.3. Мультипликаторы, базирующиеся на будущих ценах акций	152
8.4. Краткие выводы	160

9. Некоторые особые случаи использования мультипликаторов	162
9.1. Использование мультипликаторов при привлечении кредитного финансирования	162
9.2. Использование мультипликаторов при расчете остаточной стоимости бизнеса	169
9.3. Использование мультипликаторов для выражения стоимости бизнеса в виде формулы	178
9.4. Краткие выводы	180
10. Абсолютное и относительное: использование мультипликаторов для оценки переоцененности и недооцененности фондового рынка в целом	182
10.1. Диагностирование переоцененности рынка с помощью показателей P/E, P/DIV, Q Тобина, «капитализация/ВВП» и других	182
10.2. Q Тобина	184
10.3. Совокупная рыночная капитализация/ВВП	186
10.4. Дивидендная доходность	190
10.5. Цена/прибыль	192
10.6. Показатель избыточной доходности CAPE	198
10.7. Показатель Джона Богла	200
10.8. Комплексное применение мультипликаторов для оценки уровня странового рынка	202
10.9. Case study: оценка переоцененности рынка накануне Великой депрессии в США с помощью мультипликаторов	204
10.10. Краткие выводы	206
11. Подбор аналогов	208
11.1. Ключевые факторы, влияющие на выбор аналогов	208
11.2. Отраслевой фактор	209
11.3. Страновой фактор	213
11.4. Использование кластеризации стран для корректного учета скидки за страновой риск	222
11.5. Фактор времени	224
11.6. Размер компании	231
11.7. Краткие выводы	236

12. Методы расчета мультипликаторов и их применимость	238
12.1. Палитра методов расчета мультипликаторов	238
12.2. Методы расчета среднего значения мультипликатора	239
12.3. Регрессионное уравнение	241
12.4. Отраслевая применимость методов	247
12.5. Краткие выводы	250
13. Расчеты и интерпретации	251
13.1. Причины разрыва в оценке: разница в доходности или ожидаемых темпах роста бизнеса	253
13.2. Учимся на чужих ошибках	258
13.3. «Вода, вода, кругом вода...»	261
13.4. Использование мультипликаторов в эвристических правилах, применяемых при оценке акций	274
14. Вместо заключения	279
Приложения	282
1. Список используемых аббревиатур	282
2. Примерные варианты контрольных работ по теме «мультипликаторы»	284
3. Ответы на контрольные вопросы	288
4. Формулы «целевых» или «справедливых» мультипликаторов и связи между ними	293
5. Источники данных для сравнительной оценки	294
Список литературы	298

— Ну, хорошо! — решила наконец Марья Николаевна. — Ваше имение я теперь знаю... не хуже вас. Какую же цену вы положите за душу? (В то время цены имениям, как известно, определялись по душам.)

— Да... я полагаю... меньше пятисот рублей взять нельзя, — с трудом проговорил Санин.

И.С. Тургенев. Вешние воды

Иногда в оценке акций есть нечто большее, чем отношение «цена/прибыль».

Уоррен Баффетт. Письмо к акционерам Berkshire Hathaway, 1988 г.

Предисловие автора к новому изданию

Уважаемые читатели книги!

Это уже пятое ее издание. Когда появилось четвертое, я думала, что оно будет последним обновлением книги с моей стороны. Но после ее выхода я прочитала несколько курсов по оценке по мультипликаторам в Школе финансов «Высшей школы экономики», где я работала. А к ним подобрала новый интересный материал. Плюс много занималась оценкой акций на западных рынках. Да и сама тема не стоит на месте — новые подходы появляются и появляются. Поэтому книгу я решила обновить.

Для тех, кто знаком с предыдущей версией, привожу список нового:

- новые кейсы и примеры по оценке иностранных компаний, связанные с тем или другим нюансом оценки;
- рассказ о новых показателях — мультипликаторах и не только:
 - Excess CAPE Yield (избыточная доходность показателя CAPE);

- RS (relative strength, индекс относительной силы);
- показатель Джона Богда;
- adjusted ROE (скорректированный ROE);
- новая формула расчета скидки за размер компании;
- новая (моя собственная) визуализация алгоритма принятия решений по выбору мультипликатора Дамодарана;
- теоретические дополнения к теме «Факторы, которые влияют на страновой P/E»;
- большое количество новых результатов к оценке страновых рынков в целом с помощью показателя P/E;
- пример комплексной оценки страновых рынков при помощи группы показателей.

При этом я далеко не всегда привожу самые свежие цифры по рынкам. Это связано, во-первых, с тем, что это и не нужно — они устаревают моментально, а нам важно не знание уровня показателей, а понимание того, как их применять при любой ситуации на рынке. Во-вторых, некоторые данные, которые находились в свободном доступе, сейчас доступны только узкому кругу клиентов компаний (например, комплексная оценка страновых рынков, представленная в разделе X данной книги, разработчиком методологии больше не публикуется). В-третьих, я отобрала кейсы не по принципу актуальности мнения об оценке компании, а в зависимости от того, насколько кейс интересен. Я считаю, что на качество книги возраст данных или кейсов никак не влияет.

Успехов вам в овладении оценкой по мультипликаторам! Хотела написать «азами оценки», но передумала. Книга с каждым изданием усложнялась и стала очень продвинутой, это далеко уже не азы.

Кроме того, честно будет сказать, что я не обновляла ссылки на литературу. Между тем вышли новые переиздания некоторых книг, и я рекомендую читателям обращаться к самым свежим изданиям.

Вступительное слово

(к четвертому изданию — 2017 г.)

Дорогие читатели! Я рада представить вашему вниманию четвертую редакцию моей книги. Разрабатывать тему оценки с использованием сравнительных рыночных коэффициентов (или мультипликаторов) с методологических позиций я начала еще в 2000 г., когда, работая в инвестиционно-банковском подразделении инвестиционной компании, поняла, что теоретических знаний, которые можно почерпнуть из классических финансовых учебников, явно недостаточно. Каждый раз приходилось что-то домысливать, о чем-то догадываться, упираться в невозможность дать разумную интерпретацию полученным результатам и т. д. Например, мы все время сталкивались с огромным (в два раза и более) разрывом в оценке компании при использовании различных мультипликаторов, и постоянно вставал вопрос, какая из оценок ближе к истине. Тогда-то я и начала систематизировать проводившуюся мной и моими коллегами работу по оценке и полученные в ходе нее результаты и «добраивать» для себя теорию сравнительных коэффициентов, весьма скупо изложенную в учебниках по финансам.

С тех пор не многое изменилось. Ни один из имеющихся на сегодняшний день открытых источников не дает необхо-

димого объема знаний для практического овладения всем спектром методов оценки с учетом нюансов применения каждого из них. Многие знания находятся лишь «в головах» у практиков и передаются буквально из уст в уста. И это обстоятельство создает серьезную проблему при повышении квалификации финансовых аналитиков.

Осознание того, что по столь важному практическому аспекту финансовой аналитической работы нет ни одного систематического руководства, в сочетании с моим личным опытом и подвигло меня на создание этой книги. В ее основе — знания, полученные мной за несколько лет консультационной и инвестиционно-банковской практики; большинство приведенных в книге примеров являются реальными расчетами, проводившимися командой, с которой я работала, в ходе ведения проектов, или расчетами, с которыми я сталкивалась, находясь «с другой стороны» сделки...

Я вижу свою цель в том, чтобы предоставить финансовым аналитикам теоретические знания и получить на их основе практические навыки, необходимые для того, чтобы:

- определять уместность применения оценки по мультипликаторам в каждом конкретном случае и понимать, когда какой метод оценки предпочтительнее использовать;
- выбирать мультипликаторы, наиболее подходящие для оценки той или иной компании;
- грамотно рассчитывать значения мультипликаторов;
- уметь интерпретировать результаты, полученные при оценке по мультипликаторам, т. е. понимать все искажения и погрешности, связанные с применением данного метода оценки.

Таким образом, речь пойдет о границах применимости метода. Все описанные ниже шаги направлены на получение более точной оценки как компаний, так и их ценных бумаг, значимость которой неопределима при принятии инвестиционного решения.

Вы уже, наверное, обратили внимание на второй эпитаф, который вроде как противоречит содержанию книги. Казалось бы, если автор собирается рассказывать об использовании в оценке сравнительных рыночных коэффициентов (мультипликаторов), то зачем в эпитаф выносить фразу, согласно которой оценка должна выходить за рамки их расчета? На самом деле никакого противоречия нет, ибо задача этого методологического пособия как раз и состоит в том, чтобы научить вас творческому и осмысленному использованию мультипликаторов для оценки компаний и показать, что простейшие сравнения не всегда приводят к желаемому результату.

Выбирая для своей книги стиль изложения, я ориентировалась на читателей с начальной финансовой подготовкой. Для понимания текста вам потребуется знание таких терминов, как «норма дисконта», «дисконтирование», «дисконтированный денежный поток», «средневзвешенная стоимость капитала», «ценная бумага с фиксированным доходом», «модель дивидендов Гордона», «модель оценки финансовых активов» (capital asset pricing model — CAPM). Кроме того, необходимо наличие базовых навыков работы с финансовой отчетностью. Специальной подготовки в области оценочной деятельности не требуется. Я рассчитываю на то, что тем, кто знаком с основами корпоративных финансов, будет понятно в этой книге практически каждое слово.

А теперь коротко об отличии нового издания книги от предыдущего. В нем два принципиальных дополнения.

Первое. В книге появилась новая глава — «Использование мультипликаторов для оценки переоцененности и недооцененности фондового рынка в целом». В предыдущих изданиях книги, да и в этом тоже, я много рассуждаю о том, что оценка по мультипликаторам — это относительная оценка, она позволяет вычислить стоимость актива исходя из стоимости похожих активов, но ничего не говорит о том, справедлива ли стоимость похожих активов, можно ли на нее опираться. Это серьезная

проблема при оценке по мультипликаторам. Частично она решаема. Очень часто переоценка акций конкретной группы компаний, например отраслевой, связана с перегревом рынка в целом. А переоценка рынка в целом вполне может тестироваться с помощью мультипликаторов, в частности исторических средних. Об этом и пойдет речь в новой главе.

Второе. Я столкнулась с тем, что, даже изучив теорию, аналитики не всегда представляют, где взять данные для расчетов по мультипликаторам — посмотреть возможные компании-аналоги, проанализировать, подходят ли они, найти сделки с похожими активами, найти их финансовые показатели, а в некоторых случаях и готовые мультипликаторы. А посему я подготовила для вас список основных источников информации, который включает более 20 ресурсов как по международным компаниям и сделкам, так и по российским. Значительная часть их платная, но крупные компании на многое подписаны или готовы подписаться, если есть необходимость.

Я также обновила статистику, сделала список источников по теме и внесла другие изменения, которые показались мне необходимыми.

Введение в теорию мультипликаторов

Представьте, что вы хотите продать свою двухкомнатную квартиру в Москве в 9-этажном панельном доме постройки 1970-х гг. Вы не доверяете риелторам и хотите сначала самостоятельно оценить ее. И вот вы открываете базу данных по продающимся квартирам и находите, что в непосредственной близости от вашего дома продаются еще две квартиры — «однушка» в 9-этажном кирпичном «сталинском» доме напротив через дорогу и «трешка» в «хрущобе» во дворе вашего дома. За первую просят по \$2500 за кв. м, за вторую — по \$1900. Вы звоните по объявлениям, расспрашиваете агентов, смотрите квартиры и в результате узнаете следующее. Площадь сталинской «однушки» 36 кв. м — вполне приличная для однокомнатной квартиры, имеется совмещенный санузел с окном, как сейчас модно, большая, 20-метровая, комната, кладовка, антресоли, но кухня маловата — всего 7 кв. м. Квартира недавно отремонтирована, «родной» паркет в отличном состоянии. Подъезд тоже отремонтирован и оборудован домофоном. Существенный минус — все окна выходят на шумный проспект, хотя новенькие стеклопакеты этот шум приглушают. К тому же перекрытия в доме деревянные, капремонта дома не было. Этаж — последний. «Трешка» в «хрущобе» — малогабаритка,

всего 62 кв. м: крошечная кухня, вспомогательных помещений нет, подъезд открыт и очень грязный, на стенах каракули и пахнет бомжами, лифта нет, а квартира на четвертом этаже, однако дом стоит во дворе (во двор выходят все окна), очень зелено и уютно. Но от автобусной остановки дальше, чем «сталинка» — там она прямо перед окнами.

Исходя из этой информации, вы пытаетесь оценить свою «двушку», которая представляет собой нечто среднее между «однушкой» и «трешкой» — более-менее нормальная планировка, недавно был ремонт, но все окна выходят на проспект, да и подъезд грязный, как в «хрущобе». Мысленно вы составляете список факторов, которые влияют на цену квартиры: престижность района, близость к транспорту, материал дома (панель, кирпич, монолит и т. п.), его этажность, состояние дома (перекрытия, коммуникации, давность капремонта), состояние подъезда, соседи (наличие коммуналок), наличие лифта, мусоропровода, наличие удобств (например, магистральный газ или газовая колонка), этаж, на котором находится квартира, окна — во двор или на улицу, планировка, состояние квартиры и пр., не говоря уже о юридической чистоте документов. Сделав грубую прикидку, вы решаете выставить квартиру по \$2300 за кв. м и постепенно опускать цену. Реалистичная ситуация, не правда ли?

То, что мы сейчас проделали, — это и есть оценка объекта (в данном случае — недвижимости) по аналогии. Представляете, сколько факторов нужно учесть даже для оценки квартиры. Примерно так же по аналогии оценивается и бизнес, только задача становится более сложной. Труднее подобрать аналоги (они не так очевидны), шире спектр факторов, которые влияют на стоимость, труднее сформулировать, чем наши аналоги (каждый из них) отличаются от оцениваемой компании и какие корректировки нужно будет применить. Об этом — данная книга. Но сначала несколько вводных параграфов.

1.1. ИСПОЛЬЗУЕМАЯ ТЕРМИНОЛОГИЯ

Всякому, чья деятельность имеет отношение к финансовому рынку, наверняка приходилось слышать или самому говорить: «эта акция котируется по Р/Е десять», «эта бумага по Р/С переоценена». Иностранные аббревиатуры Р/С и Р/Е¹ обозначают рыночные коэффициенты², которые используются для оценки компаний и их ценных бумаг.

В англоязычной финансовой литературе я насчитала по меньшей мере шесть терминов, обозначающих оценку на основе рыночных коэффициентов:

- оценка *по мультипликаторам* (от англ. multiplier — множитель), поскольку для получения результата какой-либо показатель компании умножается на некоторый коэффициент;
- оценка *методом «эталонной» компании* (guideline company), так как оцениваемая компания сравнивается с эталонной, цена которой заранее известна;
- оценка *по аналогии* (by analogy), так как проводится аналогия между оцениваемой компанией и эталонной;
- *сравнительная* (comparable) оценка³, поскольку одна ценная бумага оценивается путем сравнения с другими;
- *относительная* (relative) оценка, поскольку одна ценная бумага оценивается относительно других (по относительной шкале);
- *рыночная* (market) оценка, так как она опирается на рыночную информацию о компании-аналоге⁴.

¹ Всюду в тексте мы будем сохранять принятые в финансовой литературе английские обозначения мультипликаторов.

² В профессиональных источниках используется также термин «оценочные коэффициенты».

³ В русском языке в качестве профессионального сленга часто используют оборот «по компам», который происходит от сокращения comps слова comparable.

⁴ Оценщики недвижимости для обозначения данного метода используют еще один термин — «оценка методом сравнения продаж» (sales comparison), при этом подразумевается, конечно же, сравнение цен на сходные объекты недвижимости.

В связи с этим мне вспоминается такой случай. Несколько лет назад меня попросили прочитать лекцию по мультипликаторам студентам экономического факультета, и она была представлена как презентация использования в оценке метода рыночных сравнений. Действительно, можно сказать и так — возможные варианты названия данного метода вышеприведенным списком не исчерпываются.

Термин «оценка по аналогии» был больше распространен в 1970–1980-е гг., чем в настоящее время; термин «эталонная компания» чаще употребляется профессиональными оценщиками, чем инвестиционными банкирами, остальные же четыре термина, на мой взгляд, распространены одинаково широко. Но они обозначают одно и то же: один и тот же метод или подход к оценке, один и тот же алгоритм расчета, поэтому выбор термина скорее отражает профессиональную принадлежность автора текста, чем содержит намек на какие-либо нюансы применения метода.

Мультипликаторы широко используются для «мгновенной» оценки компаний (ценных бумаг). При этом в ходе такой оценки производится сравнение объекта оценки с неким аналогом, мультипликаторы которого могут быть приняты за эталон.

1.2. ПОНЯТИЕ «МУЛЬТИПЛИКАТОР»

Использование мультипликаторов обусловлено трудностью установления прямого соотношения цен на акции разных компаний.

*Пример 1*⁵. Допустим, что компании А и Б идентичны абсолютно во всем, за исключением количества акций. Положим, выручка каждой из компаний равна \$100, а чистая прибыль — \$10. Теоретически рыночная капитализация, или рыночная стоимость 100% акций, компаний А и Б должна быть одинакова, так как она не зависит от того, на сколько акций поделен капитал ком-

⁵ Большинство примеров в книге являются абстрактными. Для большей наглядности и упрощения расчетов в них используются небольшие круглые числа.

пании. Пусть рыночная капитализация и той и другой компании составляет \$100. При этом у компании А в обращении находятся 10 акций, а у компании Б — 20. Долгов ни у той, ни у другой компании нет. В этом случае одна акция компании А стоит \$10, а одна акция компании Б — \$5. Таким образом, цены акций этих компаний отличаются в два раза, и единственная причина этого — разное количество акций.

Пример 2. Теперь предположим, что компания А подобна компании Б, но крупнее ее ровно в два раза, т. е. ее выручка составляет \$200, а чистая прибыль — \$20. Между тем количество акций у компаний А и Б одинаково — по 10 шт. Если капитализация компании Б равна \$100 и одна акция стоит \$10, то капитализация компании А должна быть в два раза больше и составлять \$200, а стоимость одной акции этой компании должна равняться \$20.

Пример 3. Наконец, предположим, что компания А в два раза крупнее компании Б (как и в предыдущем примере), но у нее в два раза меньше акций (10 и 20 шт. соответственно). Тогда одна акция компании А должна стоить \$20, а компании Б — \$5.

Из приведенных примеров явствует, что существует два принципиальных фактора, от которых при прочих равных зависит цена одной акции: общее количество акций и размеры компании. Таким образом, для того чтобы ответить на вопрос, насколько переоценены или недооценены акции компании А по сравнению с акциями компании Б, необходимо учитывать как размер компании, так и количество выпущенных ею акций⁶. Согласитесь, что при расчетах одновременно кон-

⁶ Здесь необходимо уточнить, что лучше сравнивать именно цены одной акции, а не капитализацию различных компаний, поскольку в долгосрочной перспективе следует оценивать результаты, которые показывает компания в расчете на одну акцию, чтобы не «примешивать» к операционным результатам влияние на капитализацию слияний и поглощений, выпусков и выкупов акций и т. п. Это логично с точки зрения акционеров компании, у которых при слияниях и поглощениях и при выпуске новых акций остается на руках такое же количество акций в штуках, как и ранее, а меняется лишь их доля в компании (если только они не инвестируют в нее, покупая акции дополнительной эмиссии, или не продают акции, при их выкупе компанией). Подробнее об этом см. в разд. 3.1.

тролировать эти два фактора довольно трудно, даже в таких упрощенных примерах, как наши, не говоря уже о более сложных ситуациях, когда число акций исчисляется миллионами (причем это число вряд ли будет круглым). Кроме того, всегда возникает и третий фактор: оцениваемая компания и ее эталон не являются абсолютно подобными: например (очень упрощенно), их выручка отличается в полтора раза, а чистая прибыль — только на 30%.

Для упрощения стоимостного анализа и придуман метод мультипликаторов (сравнительных коэффициентов), который позволяет изящно абстрагироваться от влияния на цену акции двух упомянутых выше факторов — размера компании и количества акций, на которое поделен ее акционерный капитал. Иными словами, этот метод позволяет производить расчеты, как если бы сравниваемые компании были одинаковы по размеру и имели одно и то же количество акций. Сравнение цен акций производится по отношению не к выручке или чистой прибыли компании, а к выручке или прибыли на одну акцию. Если мы поделим цену акции на выручку или на прибыль, приходящиеся на одну акцию, то как раз и получим коэффициенты P/S , где P — цена (price), а S — объем продаж в денежном выражении (sales), что, как правило, тождественно выручке, и P/E — отношение цены акции к чистой прибыли на одну акцию (earnings per share — EPS).

Мультипликаторы позволяют мыслить о стоимости акций не как о котировках ценных бумаг, а как о котировках финансовых или натуральных показателей компании (выручки или чистой прибыли). Они показывают, насколько, например, один доллар выручки компании А котируется выше, чем один доллар выручки компании Б, являясь, таким образом, *относительными*, или *сравнительными*, показателями оценки компании.

Теперь вернемся к нашим примерам. В основе идеи мультипликаторов лежит экономический закон одной цены (the law of one price), который гласит, что два одинаковых актива должны иметь одинаковые рыночные цены. В такой идеальной модели:

- если компании отличаются друг от друга только по количеству акций (пример 1), то величины их P/S и P/E совпадают;
- если компании подобны, как подобны карты одной и той же местности в разных масштабах или как могут быть подобны геометрические фигуры, и у них одинаковое количество акций (пример 2), то их мультипликаторы тоже совпадают;
- более того, даже когда компании подобны, но у них *разное* количество акций (пример 3), их P/S и P/E все равно совпадают (см. расчеты в табл. 1).

Таблица 1. Пример расчета мультипликаторов P/S и P/E для сравнимых компаний

Компания	Пример 1		Пример 2		Пример 3	
	А	Б	А	Б	А	Б
Выручка (S)	100	100	200	100	200	100
Чистая прибыль (E)	10	10	20	10	20	10
Количество акций	10	20	10	10	10	20
Рыночная капитализация	100	100	200	100	200	100
Цена 1 акции	10	5	20	10	20	5
P/S	1	1	1	1	1	1
P/E	10	10	10	10	10	10

Таким образом, в результате перехода к расчетам на одну акцию процедура стоимостного анализа была существенно упрощена и был найден достаточно эффективный способ сравнения компаний разного размера с разным количеством акций. Такое упрощение базируется на двух дополнительных предположениях:

- оценка компании рынком не зависит от количества ее акций;
- рынок одинаково оценивает акции крупных и мелких компаний, если эти компании подобны.

Первое предположение выглядит достаточно правдоподобно и не грозит финансовому аналитику никакими осложнениями. Известно, например, что дробление акций не ведет к изменению рыночной капитализации компании. В случае со вторым предположением ситуация не столь однозначна. (Более подробно об этом будет рассказано в разд. 11.5.)

1.3. ПРИМЕНЕНИЕ МЕТОДА ОЦЕНКИ НА ОСНОВЕ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ

Основной сферой применения мультипликаторов является оценка компаний (акций). Оценка на основе мультипликаторов очень популярна среди финансовых аналитиков.

Во-первых, ее используют управляющие финансовыми активами, финансовые аналитики и трейдеры для оценки котируемых бумаг (т.е. тех, что уже имеют рыночную цену) с целью определения целесообразности приобретения их по существующей рыночной цене. Иными словами, мультипликаторы помогают ответить на вопрос: «Переоценена ли или недооценена конкретная бумага по сравнению с другими бумагами компаний из этой же отрасли, страны и т.п.?»

Во-вторых, этот метод используется для оценки закрытых или некотируемых компаний, т.е. тех, чьи акции не имеют рыночных котировок. Такая оценка необходима: при осуществлении слияний и поглощений закрытых компаний; при первичном публичном предложении акций; при выкупе доли одного из акционеров другими акционерами; при передаче акций компании в залог; для проведения реструктуризации и т.д. — словом, везде, где применима оценка.

Понятно, что в первом случае предполагается, что рынок может быть нерациональным, т.е. оценивать финансовые активы не по их справедливой стоимости, а во втором — наоборот: оценка производится на основе рыночных цен аналогичных компаний, и тем самым подразумевается, что эти рыночные цены справедливые.

Строго говоря, оценка по мультипликаторам не является основным методом оценки акций (компаний). Традиционно считается, что самый точный, хотя и более трудоемкий, метод оценки бизнеса — это дисконтирование денежных потоков. Однако на практике дисконтирование не всегда применимо, и во многих случаях возникает необходимость дополнить его оценкой по мультипликаторам. Она применяется, в частности, в следующих ситуациях:

- когда требуется *«мгновенная»* (читай — упрощенная) оценка;
- при недостатке данных для оценки по дисконтированным денежным потокам;
- если невозможно обеспечить точное прогнозирование на длительный период;
- когда требуется придать оценке объективность (при оценке по мультипликаторам это обеспечивается за счет использования рыночной информации);
- если требуется проверить оценку с помощью других методов, т. е. когда нужны вспомогательные проверочные методы.

Рассмотрим эти случаи более подробно.

Мгновенная оценка. Финансовый аналитик может просто не иметь времени на расчеты. Нередко ситуация требует принятия почти моментальных финансовых решений, особенно часто это происходит при торговле ценными бумагами, когда трейдер вынужден за считанные секунды определиться по вопросу об их покупке или продаже. Оценка на основе мультипликаторов — это, безусловно, самый простой и быстрый из всех известных методов, чем, собственно, и объясняется его широкое распространение в последнее время.

Недостаток данных. У финансового аналитика может не хватать данных для построения сложных финансовых моделей. Такие ситуации возникают сплошь и рядом, например:

- при купле-продаже акций портфельным акционером, не имеющим достаточной информации о компании;
- при проведении оценки для целей недружественного поглощения, которое не подразумевает полного раскрытия информации со стороны поглощаемой компании;
- при оценке молодой компании (стартапа), которая еще не имеет своей истории операций.

В отсутствие времени и достаточной информации оценка на основе мультипликаторов — это практически единственный выход из положения, хотя и не идеальный.

Невозможность точного прогнозирования. Мультипликаторы часто применяются в рамках метода дисконтированных денежных потоков. Как правило, в этом случае они используются при оценке остаточной, или конечной, стоимости бизнеса (terminal value — TV). В книге [Коупленд, Коллер и Муррин 2008]⁷ использован термин continuing value, переведенный на русский язык как «продленная стоимость»⁸. Такое применение рыночных коэффициентов обусловлено тем, что модель денежных потоков никогда не строится на бесконечно длинный период. Выбирается определенный горизонт прогнозирования, скажем 10 лет, и стоимость бизнеса рассчитывается как сумма дисконтированных денежных потоков за данный период плюс приведенная стоимость остаточной стоимости бизнеса на конец выбранного периода. Остаточная стоимость, в свою очередь, рассчитывается через мультипликатор, например, как прибыль «конечного» года, умноженная на определенный коэффициент. Использованию мультипликаторов для расчета остаточной стоимости бизнеса посвящен разд. 9.2, в котором речь пойдет

⁷ Авторы — консультанты компании McKinsey. Эта одна из самых известных книг по оценке в мире.

⁸ Также используют термин terminal value, который зачастую переводят либо «калькой» с английского — «терминальная стоимость», либо «конечная стоимость». Встречается также термин postprognosis value — постпрогнозная стоимость. Я же предпочитаю доброе русское выражение «остаточная стоимость».

о выборе горизонта прогнозирования, а также о специфике использования мультипликаторов для этих целей.

Объективность. В западных странах, особенно в США, оценка на основе мультипликаторов широко используется судебными органами. С юридической точки зрения порой достаточно трудно доказать, насколько справедливой (объективной) является оценка на основе будущих чистых денежных потоков оцениваемой компании, так как речь идет о прогнозах, которые могут быть весьма субъективными. В этом смысле рыночная оценка считается более справедливой и поэтому принимается во внимание при рассмотрении судебных дел. Такая практика начинает постепенно приживаться и в России.

В Японии, например, до 1989 г. действовали законодательные нормы, согласно которым банки — андеррайтеры первоначальных выпусков акций (initial public offering — IPO) были обязаны рассчитывать цены размещения при помощи мультипликаторов трех сравнимых компаний, при этом должны были использоваться мультипликаторы P/E, P/BV (аббревиатура выражения price to book value ratio — отношение рыночной стоимости активов к их балансовой стоимости) и P/DIV (price/dividends — «цена/дивиденды»). Делалось это для того, чтобы андеррайтеры не занижали цену размещения первоначальных выпусков (согласно одному из исследований, в США недооценка акций при первичном размещении в среднем составляет 16–17% от рыночной цены в первый день торгов) [Ibbotson, Ritter 1995]⁹, однако практика показала, что эта мера не ведет к исчезновению недооценки IPO, так как банк-андеррайтер обычно выбирал из возможных сравнимых компаний те, которые имели более низкие мультипликаторы.

Проверка оценки другими методами. Оценка на основе мультипликаторов оказывается хорошей дополнительной проверкой результатов, полученных с помощью других методов. Если у аналитика есть внутреннее ощущение, что оценка на основе мультипликаторов близка к справедливой, то ее существенное расхождение с оценкой по дисконтированным потокам будет, скорее всего, указывать на ошибки в финансовой модели

⁹ В последующих главах мы будем говорить об этих показателях подробно.

(однако расхождение в оценке по дисконтированным денежным потокам и в оценке по мультипликаторам может свидетельствовать и о неправильном выборе аналогов). Если при расчетах ошибок не было, то результаты оценки, полученные этими двумя методами, должны совпадать или по крайней мере находиться в довольно узком интервале (разумеется, такое утверждение подразумевает, что речь не идет о серьезных рыночных аномалиях).

1.4. ОГРАНИЧЕНИЯ МЕТОДА ОЦЕНКИ ПО МУЛЬТИПЛИКАТОРАМ

Благодаря кажущейся простоте и скорости проводимых вычислений сравнительный метод оценки получил широкое распространение, но нельзя забывать о том, что «бесплатный сыр бывает только в мышеловке»: за быстроту и простоту приходится платить, и в первую очередь — точностью оценки. Англоязычные финансисты используют выражение «quick and dirty valuation» («быстрая и грязная оценка»). Именно так называют оценку на основе мультипликаторов. При проведении такой оценки возникают два вида погрешностей:

- Во-первых, погрешность возникает из-за того, что при оценке по мультипликаторам иногда крайне трудно подобрать группу компаний-аналогов, максимально похожих на оцениваемую компанию. Как не бывает двух одинаковых людей, так не бывает и двух одинаковых компаний. Если мы недостаточно хорошо знаем оцениваемую компанию, чтобы построить для нее модель чистых денежных потоков, то точно подобрать к ней аналоги мы также не можем, не говоря уже о том, что порой близких аналогов объективно не существует. Работая с мультипликаторами, мы действительно получаем сравнительную, или относительную, оценку в полном смысле слова — оценку *по сравнению* с той группой аналогов (или относительно нее), которая выбрана оценщиком. Однако

является ли такая оценка приближением к справедливой цене¹⁰ — это открытый вопрос.

- Во-вторых, если при погрешности первого рода речь идет о человеческой ошибке при подборе компаний-аналогов, которая может быть и вынужденной по причине недостатка информации, то погрешность второго рода возникает независимо от воли и квалификации аналитика. Оценка по мультипликаторам — это рыночная оценка, для нее используются соответствующие рыночные показатели, рассчитанные либо на основе котировок акций публичных компаний, либо по ценам сделок по приобретению аналогичных компаний. Оцениваемая компания сравнивается на основе этих показателей с группой компаний-аналогов. Если исходить из предположения о том, что рынок рационален и всегда оценивает компании справедливо (на основании приведенной стоимости будущих денежных потоков), то разница в мультипликаторах для двух компаний может отражать лишь степень их различия. Если же предположить, что рынок может ошибаться, то разные мультипликаторы могут отражать и ошибки рынка — переоценку или недооценку акций одной компании относительно другой. Для грамотного использования мультипликаторов мы должны быть уверены, что наша группа компаний-аналогов оценена корректно, т.е. рынок в среднем справедливо «оценил» бумаги той отрасли, которую представляет группа аналогов, на конкретную дату. Однако без фундаментального анализа ситуации на финансовом рынке в целом такой уверенности быть не может.

Таким образом, метод оценки по мультипликаторам таит в себе определенные угрозы, возникающие из-за того, что при использовании рыночной информации крайне трудно

¹⁰ Под «справедливой» понимается цена, равная оценке по дисконтированным будущим денежным потокам, т.е. цена, совпадающая с так называемой внутренней (intrinsic), или инвестиционной, стоимостью актива.

грамотно учесть настроения рынка. Рынок в целом может быть «перегрет» или, наоборот, подвержен паническим настроениям инвесторов, а кроме того, может переоценивать или недооценивать компании какой-то определенной отрасли, которая на данный момент «в моде» или «не в моде», и т. д. В таких случаях значения мультипликаторов для группы компаний-аналогов оказываются искаженными по сравнению со значениями, рассчитанными на основе их справедливых цен. Следовательно, достоинства мультипликаторов есть продолжение их недостатков. Как уже неоднократно говорилось, оценка на основе мультипликаторов называется относительной, или сравнительной, т. е. мы оцениваем стоимость той или иной бумаги лишь *по отношению* к той группе компаний-аналогов (или в сравнении с ней), которую мы выбрали, и наш метод оказывается уязвимым, если, скажем, рынок в целом «перегрет» или конкретная отрасль переоценена, как это недавно происходило, например, с акциями интернет-компаний.

Здесь уместно сделать краткое, но крайне важное замечание относительно гипотезы эффективности рынка. Согласно этой гипотезе, рыночная цена котируемого актива является несмещенной (unbiased) оценкой его справедливой стоимости. При слабой степени (weak form) эффективности рынка требуется, чтобы в цене актива мгновенно учитывалась информация, влияющая на его цену (но не определяется, какая точно), при средней степени (semistrong form) оговаривается, что речь идет обо всей публично доступной информации, при сильной степени (strong form) — об абсолютно всей информации, включая инсайдерскую. Нередко гипотеза об эффективности рынка трактуется таким образом: «рыночные цены на ценные бумаги справедливы (fair) в каждый момент времени». Но такая трактовка неверна даже для гипотезы сильной степени эффективности рынка. На эффективном рынке цены активов могут быть выше или ниже их справедливых стоимостей, нужно только, чтобы отклонения реальных цен от спра-

ведливых были случайными¹¹. Таким образом, с равной вероятностью каждая ценная бумага может быть как недооценена, так и переоценена даже на эффективном рынке. Кроме того, в настоящий момент большинство специалистов по корпоративным финансам сходятся во мнении, что гипотеза об эффективности финансовых рынков неверна. И это касается эффективности не только сильной степени (что признавалось довольно давно и даже самим автором этой гипотезы американским экономистом Юджином Фамой), но и средней степени. В подтверждение этого мнения уже накоплен огромный статистический материал.

Получается что-то вроде противоречия. С одной стороны, сам метод оценки по мультипликаторам несет в себе погрешность, так как рыночные цены компаний-аналогов могут быть несправедливыми. С другой стороны, сравнительный метод применяется для оценки котируемой компании, т.е. уже оцененной рынком, именно в целях проверки того, недооценена или переоценена рынком наша компания в данный момент времени по сравнению с группой компаний-аналогов. И именно метод оценки по мультипликаторам позволяет оценить справедливость рыночной цены компании.

Уоррен Баффетт, которому принадлежат слова, вынесенные в эпиграф книги, предварил содержащийся в них вывод такой историей. Когда ему было 24 года, он работал над оценкой нью-йоркской компании Rockwood & Co., специализировавшейся на производстве шоколадных изделий. Начиная с 1941 г., когда какао-бобы продавались по 50 центов за фунт, компания применяла метод оценки запасов LIFO (last in, first out)¹². В 1954 г. из-за неурожая какао-бобов цены на них поднялись до 60 цен-

¹¹ Иными словами, эффективный рынок необязательно рациональный (на рациональном активы оцениваются по справедливой стоимости).

¹² При таком методе сырье, купленное последним, первым списывается на производство, поэтому в условиях резкого роста цен может возникнуть ситуация, когда на складе, согласно бухгалтерским документам, будут только старые, относительно дешевые запасы, использование которых в производстве или их продажа приведут к образованию существенной прибыли и, соответственно, высокому налогу на прибыль.

тов за фунт, и, пока цены не упали, компания решила быстро продать большую часть своих запасов. Если бы они были просто реализованы, то налог на прибыль по ставкам, действовавшим в то время, составил бы 50%. Между тем в 1954 г. в США был принят новый налоговый кодекс, который разрешал компаниям не уплачивать этот налог, если их запасы распределялись между акционерами в рамках плана по реорганизации бизнеса. В этих условиях руководство Rockwood & Co. приняло решение закрыть продажу какао-масла как самостоятельный вид бизнеса и заявило, что запасы в размере 13 млн фунтов какао-бобов относимы именно на него. Компания предложила своим акционерам выкупить их акции в обмен на какао-бобы и готова была отдавать по 80 фунтов какао-бобов за одну акцию. До объявления о выкупе одна акция компании стоила \$15, а после выкупа ее цена выросла до \$100, несмотря на то что в этот период компания несла большие операционные убытки. \$15 — это гораздо меньше, чем рыночная стоимость запасов какао-бобов на балансе, приходящихся на одну акцию. С другой стороны, если котировки достигают \$100, то это означает, что инвестор, покупающий акции, получает право реализовать какао-бобы на \$48 ($80 \times \$0,6$) и владеть долей собственности в Rockwood & Co., которую он оценивает в \$52 ($\$100 - \48), в то время как запасы компании в результате реструктуризации сократятся. Иными словами, инвестор готов платить \$52 за акции компании с меньшими запасами, чем были на балансе компании, когда ее акции стоили всего \$15. Этот пример свидетельствует о том, что акции были либо недооценены до объявления о выкупе, либо переоценены после него.

Неточность оценки на основе мультипликаторов не означает, что от нее нужно отказываться. Неточные оценки вполне допустимы, если аналитик понимает ограничения, которые накладывает упрощенный метод анализа стоимости на полученный результат и его достоверность. Гораздо хуже, если быстрые оценки не до конца осмыслены и не наполнены реальным содержанием. Применение мультипликаторов для оценки порой сводится к рутинной процедуре расчета, требующей знакомства с основами финансов и знания четырех основных действий математики, и такой подход кажется доступным каждому. Между тем грамотное и творческое применение

мультипликаторов позволяет существенно повысить точность оценки, т. е. по возможности смягчить недостатки метода, а также понять причины и масштабы неточностей, что крайне важно для принятия финансовых решений. Таким образом, в оценке важна *интерпретация* результата, и лишь доскональное понимание применяемого метода позволяет проводить эти интерпретации.

При разумном подходе к оценке по мультипликаторам и грамотном использовании всех ее достоинств аналитик может превратить «грязную» оценку в виртуозную и содержательную, правда, в этом случае она окажется не такой уж «быстрой».

1.5. МЕСТО СРАВНИТЕЛЬНОЙ ОЦЕНКИ В КЛАССИФИКАЦИИ ОЦЕНОЧНЫХ МЕТОДОВ

? Контрольный вопрос 1

Далее мы будем говорить о том, как соотносятся оценка самой компании, ее инвестиционных проектов и ценных бумаг. Однако я предлагаю читателю проверить свои знания и, перед тем как он заглянет в глубь книги, дать ответ на этот вопрос самостоятельно. Итак, как, по вашему мнению, они соотносятся?

Традиционно выделяются три метода оценки компании (бизнеса):

- 1) по дисконтированным денежным потокам (так называемый доходный метод или доходный подход);
- 2) по активам (затратный метод или подход);
- 3) по мультипликаторам (сравнительная оценка или сравнительный подход).

Для того чтобы определить место сравнительной оценки среди всех возможных методов, нам бы хотелось построить классификацию несколько иначе. С этой целью необходимо ввести три противопоставления:

- Оценка, базирующаяся в основном на информации о самой компании, в сравнении с оценкой по аналогии с другими компаниями (сравнительная оценка).
- Оценка компании по ее проектам, иными словами, по будущим денежным потокам, в сравнении с оценкой компании по ее текущим материальным и нематериальным активам.
- Оценка на основе прошлого в сравнении с оценкой на основе настоящего и будущего.

Стоимость компании (или бизнеса) можно представить разными способами, например как сумму активов или как сумму пассивов данного бизнеса (сумма активов равна сумме пассивов).

Со стороны пассивов эту стоимость можно представить как стоимость акций компании плюс стоимость ее долгосрочных обязательств¹³, а также гибридных или производных ценных бумаг, т. е. таких, которые имеют черты и акций, и облигаций. (Для простоты в наших дальнейших рассуждениях от гибридных инструментов мы, как правило, будем абстрагироваться.) Стоимость акций говорит о доле активов компании, «как бы принадлежащей»¹⁴ ее акционерам, а стоимость обязательств — о доле кредиторов в активах компании.

С другой стороны, стоимость компании можно представить как сумму ее активов, и сделать это возможно как минимум двумя способами (упрощенное деление представлено в таблице ниже).

Во-первых, активы можно поделить или сгруппировать, так сказать, «попроектно». Например, их можно разделить на

¹³ Определение «долгосрочные» является здесь очень важным. Вопрос о том, почему речь идет именно о долгосрочных обязательствах, требует отдельного пояснения (см. разд. 3.1).

¹⁴ Я говорю «как бы принадлежащей», потому что компания в этом смысле напоминает колхоз: теоретически колхозникам принадлежат доли в колхозном имуществе, но в реальности крайне трудно (практически невозможно) получить их натурой. В англоязычной литературе распространен термин *claim* (право требования), т. е. акционеры имеют право требования на часть активов компании.

активы, используемые для текущей деятельности, на новые инвестиционные возможности (проекты в портфеле) компании и на те активы, которые не задействованы (и не будут задействованы) ни в текущей деятельности, ни в новых проектах¹⁵. При этом текущая деятельность может сама рассматриваться как инвестиционный проект с нулевыми начальными инвестициями. Когда мы имеем дело с активами, важно следить за тем, чтобы ни один из них не был забыт и вместе с тем не возникло двойного счета, такую ошибку допустить довольно легко. Если речь идет о проектах, то мы оцениваем их по дисконтированным денежным потокам, т. е. по тем доходам, которые они принесут в будущем¹⁶. Это и есть оценка на основе будущего.

Во-вторых, активы можно сгруппировать как статьи баланса, где они подразделяются на основные и оборотные, материальные и нематериальные и т. д. При рассмотрении активов как основных и оборотных фондов возможны все три варианта оценки — на основе прошлого, настоящего и будущего:

- *Оценка на основе будущего* — это оценка путем дисконтирования денежного потока, который, однако, генерируется не компанией вообще и не ее бизнес-единицей, а конкретным объектом. Например, можно предположить, что компания сдаст свое здание или принадлежащие ей земли в аренду, и дисконтировать связанные с этой операцией денежные потоки¹⁷.

¹⁵ Тот факт, что какие-то активы компанией не используются, не означает, что они ничего не стоят. Вероятно, их можно продать, т. е. они имеют так называемую ликвидационную стоимость.

¹⁶ Оценка проектов на основе их прошлого считается методологически некорректной, и причины этого прекрасно изложены в учебниках по корпоративным финансам, в частности в учебнике [Брейли, Майерс 2015].

¹⁷ При оценке по активам необходимо помнить и об их возможном альтернативном использовании, т. е. вне существующего бизнеса. Как правило, это больше относится к земле и зданиям и в меньшей степени — к оборудованию. Оценка по активам подразумевает их наилучшее использование (highest and best use) — такое, при котором они имеют наибольшую стоимость.

- *Оценка на основе прошлого* (или так называемым затратным методом) представляет собой историческую сумму вложений или цену приобретения того или иного объекта за вычетом его износа. Например, оборудование со сроком службы 10 лет было куплено 5 лет назад за \$100, следовательно, сейчас его стоимость равна \$50 (без учета переоценки из-за инфляции).
- *Оценка на основе настоящего* представляет собой текущую рыночную цену, по которой данный актив можно продать или купить, или его восстановительную стоимость, т.е. цену, по которой такой же актив можно построить (с учетом износа). Рыночная цена, как правило, рассчитывается на основе стоимости аналогичных объектов, которые продавались и цена которых известна. Например, можно определить цену здания, исходя из его площади и цены за 1 кв. м, рассчитанной на основе цен продаж аналогичных зданий. Такая оценка является сравнительной. В данном примере мы использовали сравнительный метод для оценки лишь одного из активов компании. Другие виды активов могут оцениваться иными методами.

Упрощенно в первом случае наш баланс выглядит так:

Активы	Пассивы
Активы, используемые в текущей деятельности	Акции
Инвестиционные проекты	Гибридные инструменты
Неиспользуемые активы	Облигации и кредиты
Стоимость компании	Стоимость компании

...А во втором случае так:

Активы	Пассивы
Земля, здания	Акции
Оборудование	Гибридные инструменты
Персонал, патенты, торговые марки	Облигации и кредиты
Стоимость компании	Стоимость компании