

Тема 3

**Введение в анализ инвестиционной
стоимости собственного капитала**

1. Подходы к анализу инвестиционной стоимости собственного капитала

Выводы из анализа инвестиционной стоимости заемного капитала

Стоимость зависит:

- Г от будущих фиксированных потоков денежных средств по обслуживанию долга
- Г от ставок «спот»

Метод анализа:

- Г дисконтирование будущих величин потоков выплат по долгу

Инструмент анализа:

- Г кривая доходности

Применимы ли выводы к собственному капиталу?

Стоимость зависит:

- Г от потоков денежных средств, которые являются ожидаемыми величинами

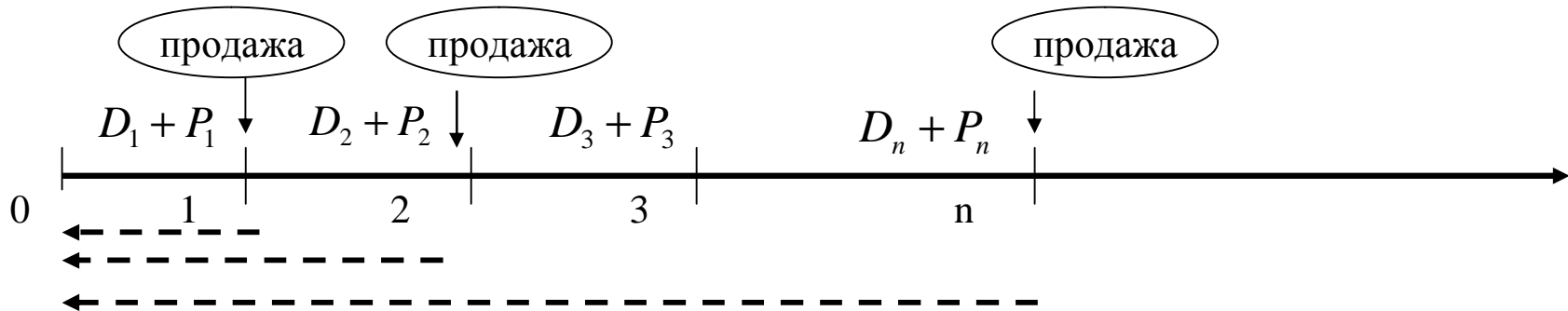
Метод анализа:

- Г дисконтирование ожидаемых величин потоков денежных средств

Инструмент анализа:

- Г Требуемая владельцами корпорации доходность

2. Принципы анализа инвестиционной стоимости одной акции



(1)
$$P_0 = \frac{D_1}{1+r_e} + \frac{P_1}{1+r_e}$$

$$P_1 = \frac{D_2}{1+r_e} + \frac{P_2}{1+r_e}$$

$$P_2 = \frac{D_3}{1+r_e} + \frac{P_3}{1+r_e}$$

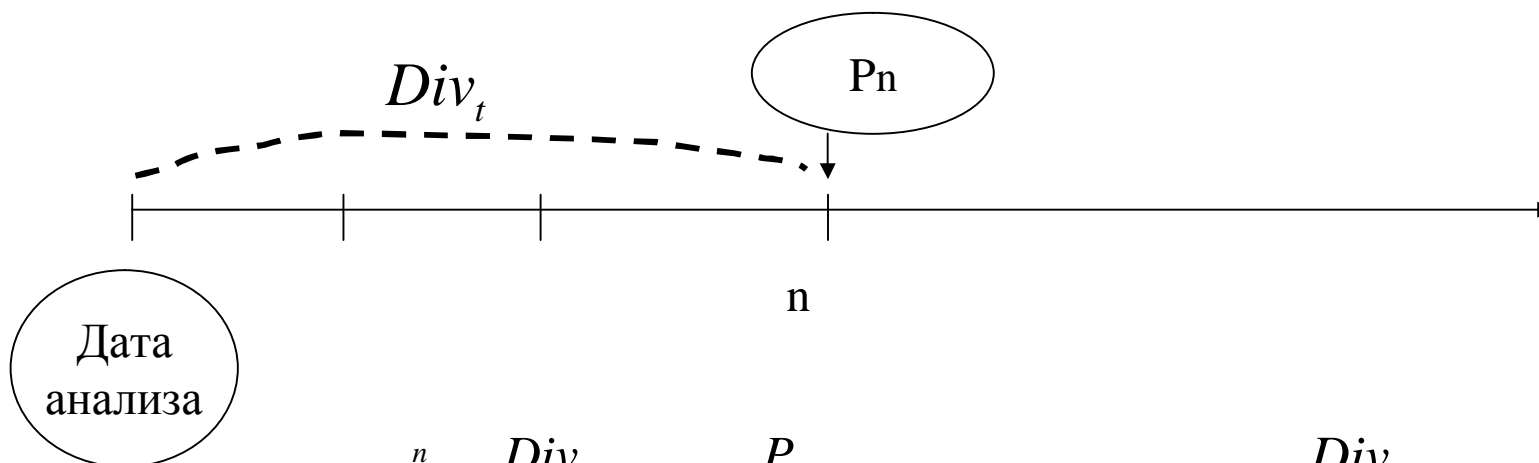
Обмен потоками дивидендов

(2)
$$P_0 = \frac{D_1}{1+r_e} + \frac{1}{1+r_e} * \left[\frac{D_2}{1+r_e} + \frac{P_2}{1+r_e} \right]$$

(3)
$$P_0 = \frac{D_1}{1+r_e} + \frac{D_2}{(1+r_e)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r_e)^n} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_n}{(1+r_e)^n}$$

Инвестиционная стоимость одной доли в собственном капитале рассматривается как поток ожидаемых дивидендов, дисконтированных по ставке альтернативной доходности собственников фирмы

3. Модель дисконтирования дивидендов: две стадии роста



$$V = \sum_{t=1}^n \frac{Div_t}{(1+r_{e_{hg}})^t} + \frac{P_n}{(1+r_{e_{hg}})^n}$$

$$P_n = \frac{Div_{n+1}}{r_{e_{sg}} - g_{n_{sg}}}$$

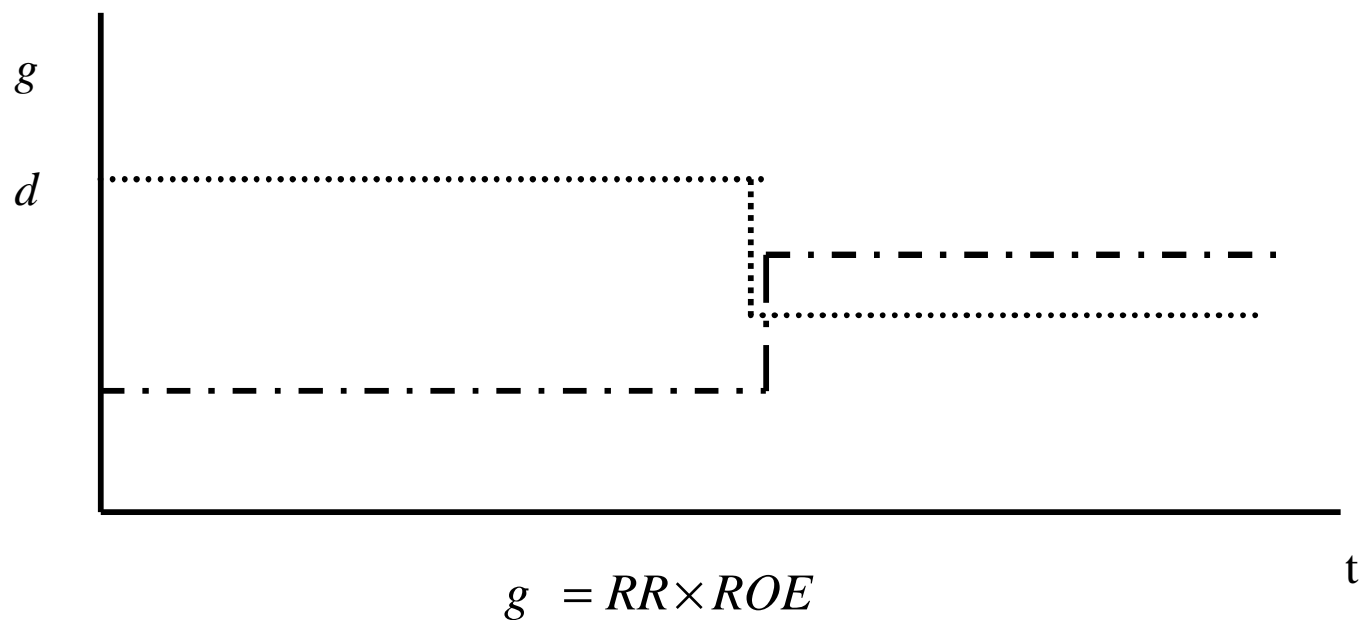
P_n - Курс акции в последний год горизонта прогнозирования

$r_{e_{hg}}$ - Альтернативная (требуемая) доходность владельцев акции в период высокого роста

$r_{e_{sg}}$ - Альтернативная (требуемая) доходность владельцев акции в период стабильного роста

$g_{n_{sg}}$ - Темп стабильного роста дивидендов

4. Особенности модели двух стадий роста дивидендов: темп роста



..... g - Темп роста дивидендов

- . - . . d - dividend payout

$$d = \frac{div}{NI}$$

RR - норма накопления (реинвестирования)

ROE - бухгалтерская доходность акционерного (собственного) капитала

5. Принципы анализа инвестиционной стоимости при отсутствии дивидендных выплат

Объект анализа - выгоды инвестора

- г Активы фирмы генерируют потоки денежных средств
- г Выгоды инвестора выражаются в потоках денежных средств, свободных для изъятия (free cash flows, FCF)

Метод анализа

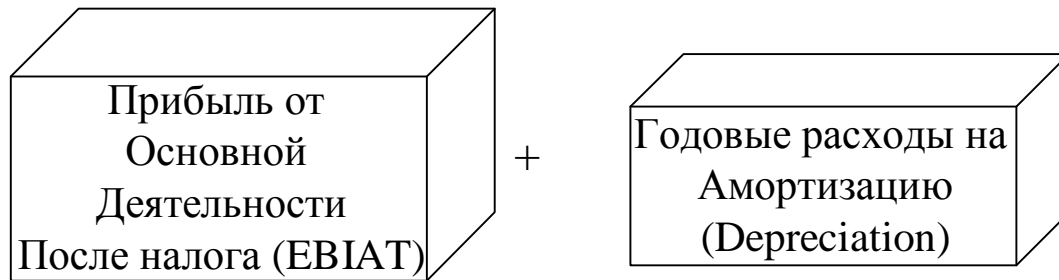
- г Дисконтирование потоков денежных средств, в которых выражаются совокупные выгоды собственников данной фирмы

Инструмент анализа

- г Альтернативные издержки инвесторов-собственников данной фирмы

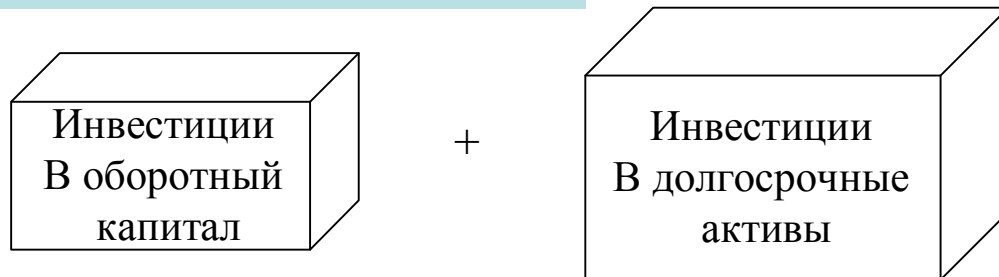
6. Поток свободных денежных средств при отсутствии заемного капитала

Приток денежных средств



Прибыль от основной Деятельности после налога + амортизация
 - Инвестиции в оборотный капитал
 - инвестиции в долгосрочные активы
 = **поток денежных средств, свободных для изъятия собственниками фирмы (FCFE)**

Отток денежных средств



Положительный поток – источник выплат инвесторам

$$\Delta NWC = \Delta CA - \Delta CL_s$$

$$capex = \Delta FA$$

ΔNWC - Change in Net working capital – прирост чистого оборотного капитала

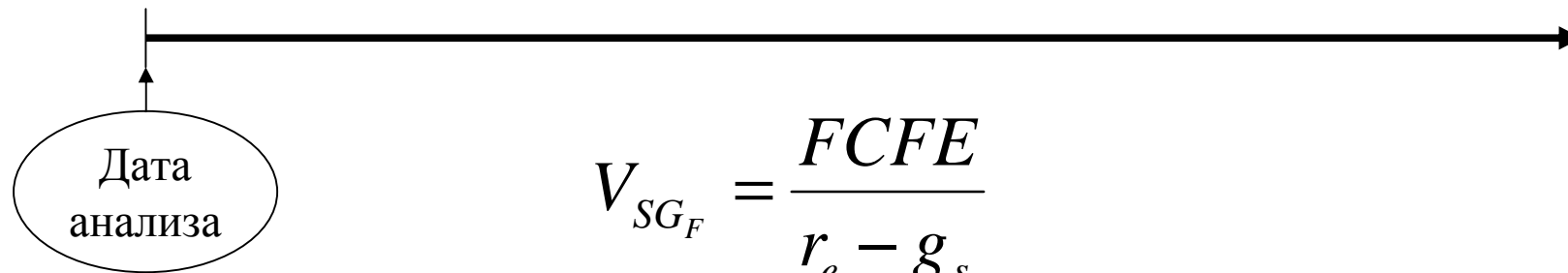
ΔCA - Change in current assets – прирост оборотных активов

ΔCL_s - Change in spontaneous current liabilities- изменение текущих беспроцентных обязательств

$capex$ Capital expenditure – инвестиции в долгосрочные активы

7. Базовые модели оценки стоимости фирмы

Стабильно растущая фирма



- г Критерии стабильного роста выполняются
- г Фирмы в стадии зрелости
- г Высокий коэффициент дивидендных выплат

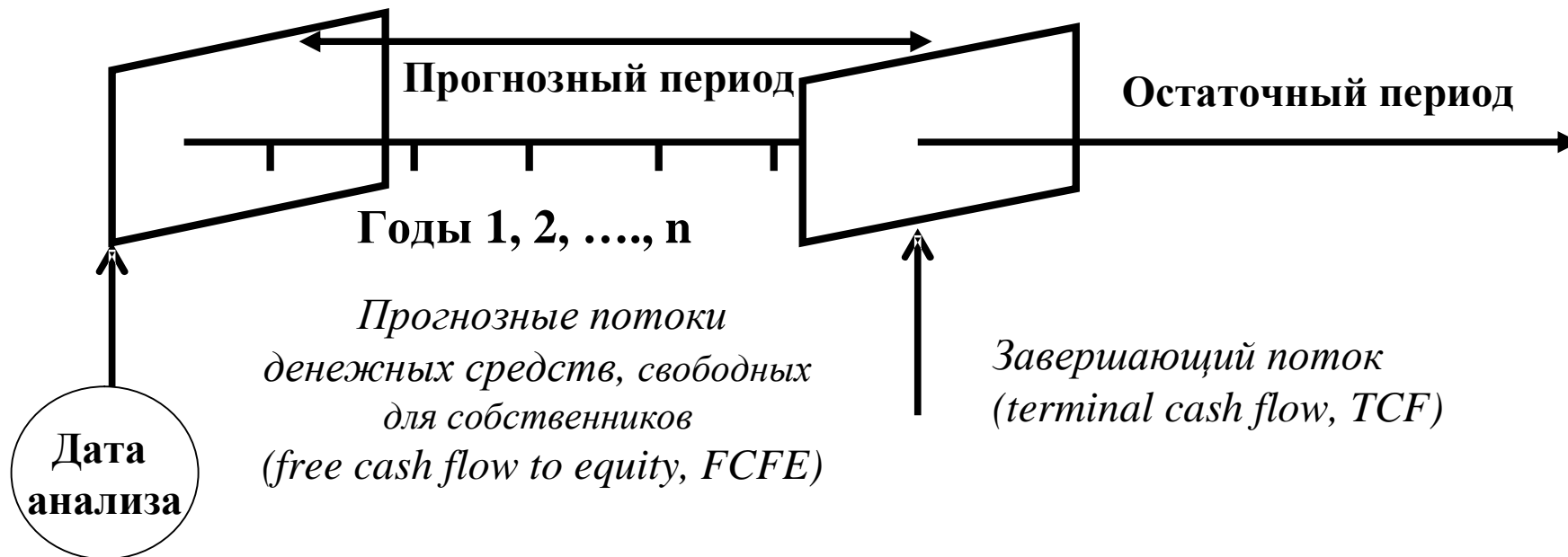
Горизонт прогнозирования
не выделяется
«Вечно растущая» фирма

V_{SG_F} - Стоимость стабильно растущей фирмы,

g_s - Темп стабильного роста

$FCFE$ - Поток денежных средств, свободный для изъятия собственниками фирмы

8. Слагаемые подлинной (инвестиционной) стоимости: двухстадийная модель



Стоимость фирмы = Приведенная Стоимость Прогнозных FCFE + Приведенная Стоимость TCF

9. Двухстадийная модель дисконтирования потока свободных денежных средств

$$V_E = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+r_{e_h})^t} + PFIV_{r_{e_s};n} * TCF$$

r_{e_h} - *Альтернативные издержки собственников фирмы в период высокого роста*

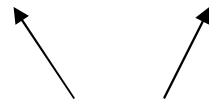
r_{e_s} - *Альтернативные издержки собственников фирмы в период стабилизации*

10. Баланс фирмы с финансовой точки зрения

<i>Размещенный капитал</i>	<i>Привлеченный капитал</i>
<i>Стоимость активов «как есть»</i> Долгосрочные активы, генерирующие потоки денежных средств Оборотные активы, генерирующие потоки денежных средств	<i>Заемный капитал</i> Первоочередные требования к активам Фиксированный горизонт Фиксированные оттоки денежных средств
<i>Стоимость возможностей роста</i> Ожидаемая стоимость потоков денежных средств, которые будут созданы будущими инвестициями	<i>Собственный капитал</i> Остаточные требования к активам Бесконечный горизонт Нефиксированные оттоки денежных средств
<i>Стоимость совокупного капитала с учетом возможностей роста</i>	<i>Стоимость совокупного привлеченного капитала</i>

11. Принципы анализа возможностей роста методом дисконтируемого потока денежных средств

$$V_G = V_{EG_F} - V_{SG_F}$$



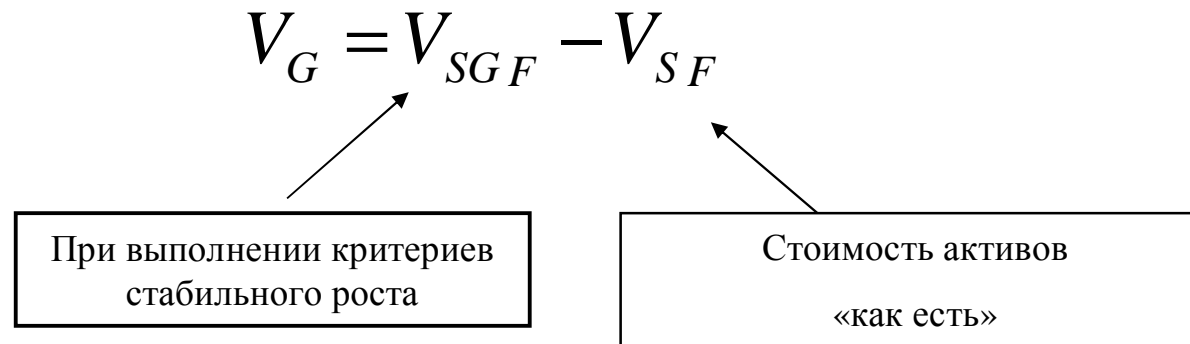
Разные:
- Темпы g
- нормы накопления RR
- требуемые доходности r

V_G - Value of growth - *Стоимость роста высоким темпом*

V_{EG_F} - *Стоимость фирмы при условии высокого темпа роста в течение горизонта прогнозирования*

V_{SG_F} - *Стоимость стабильно растущей фирмы*

12. Принципы анализа возможностей роста методом дисконтируемого потока денежных средств



V_{SGF} - Стоимость стабильно растущей фирмы

V_{SF} - Стоимость фирмы при отсутствии роста

V_G - Стоимость роста

13. Возможности роста и ставка капитализации

$$V = P_0 = \frac{EPS_1}{r_e} + PVgrowth$$

$$\frac{EPS_1}{P_0} = r_e * \left(1 - \frac{PVgrowth}{P_0}\right)$$

$$\frac{P_0}{EPS} = P/E \quad - \text{Price to earnings - Кратное прибыли}$$

$$\frac{EPS_1}{P_0} \quad - \text{величина, обратная кратному прибыли или P/E}$$

$$\frac{EPS_1}{P_0} = r \quad \Rightarrow \quad \text{Рыночная ставка капитализации}$$

У фирм, не имеющих возможностей роста