

Содержание

Предисловие автора к новому изданию7

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 избыточная доходность 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 Богла;
- 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 «достраивать» 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 эпиграф, который вроде как противоречит содержанию книги. Казалось бы, если автор собирается рассказывать об использовании в оценке сравнительных рыночных коэффициентов (мультипликаторов), то зачем в эпиграф 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 — подсмотреть 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.

1

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 P/E десять», «эта бумага по P/S переоценена». Иностранные аббревиатуры P/S и P/E¹ 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 компа», 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 котироваемых 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 первом 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.

Конец ознакомительного фрагмента.

Приобрести книгу можно

в интернет-магазине

«Электронный универс»

e-Univers.ru