

Фундаментальный анализ ценных бумаг: отчетность

Тимофеев Д.В.

ПФ ГУ ВШЭ.

2009 год

Виды отчетности

- МСФО (IAS, US GAAP)
 - ❖ Ориентация на потребителя (инвесторов и других стейкхолдеров)
 - ❖ Аудит
 - ❖ Accrual principle (принципы признания выручки/затрат)
 - ❖ Раскрытие дополнительной информации (notes)

- РСБУ: налоговая отчетность
 - ❖ Аудирование по требованию закона
 - ❖ Публикуется для удовлетворения ФСФР, но не инвесторов
 - ❖ Обычно неконсолидированная
 - ❖ Сводная отчетность (т.е. консолидированная РСБУ) в РФ, переходный вариант, практически не публикуется

Отчетность

- Основа принятия инвестиционных решений
- «Как бикини», открывает но не все
- Взгляды инвесторов и бухгалтеров различаются.
 - БУ: отчетность определяется стандартами и правилами IASC/FASB/Минфин
 - Инвестор: что стоит за цифрами?

Классификация затрат

Операционные затраты	Финансовые затраты	Капитальные затраты
<i>Приносят прибыль уже в текущем или ближайшем периоде</i>	<i>Связанные с привлечением внешнего финансирования</i>	<i>Будут приносить прибыль на протяжении длительного времени</i>

Несоответствие затрат в бухучете с т.з. инвестора	Оп. затраты	Фин. затраты	Капит. затраты
НИОКР (поиск месторождений)	Бухучет		Инвестор
Аренда (лизинг)	Бухучет	Инвестор	



В России могут быть неверно отражены кап. затраты как операционные, например замена турбин на электростанции могла быть сделана за счет себестоимости без постановки оборудования на баланс.

Выбор модели

- Всегда используйте модели на полный капитал: FCFF/EVA или APV
 - Фокус на прогнозировании основной деятельности дает более четкое понимание
 - Акционерный капитал и FCFE являются остаточными после других требований и крайне «зашумлены» разовыми факторами, спецификой бухучета
- Кроме финансовых компаний: банков или страховых - FCFE/модель Ольсона
 - Не возможно оценить стоимость операций без финансовых потоков в виде процентов
 - Финкомпании иначе работают с долгом

Анализ отчетности: FCFF

- Финансовые отчеты плохо приспособлены к оценке бизнеса, анализ исторических тенденций не прост.

Этапы:

- Преобразовать отчетность, чтобы отразить экономические, а не бухгалтерские достижения. Выделить NOPLAT, invested capital (IC), free cash flow (FCF).
- Измерить ROIC и экономическую прибыль, создает ли компания стоимость.
- Разбить рост выручки на составляющие: органический рост, курсовые эффекты, поглощения и бухгалтерские изменения.
- Оценить финансовую позицию компании, имеет ли она ресурсы для ведения бизнеса, краткосрочных и долгосрочных инвестиций.

Инвестор: 2 части бизнеса

1. Операционные активы (core operations)
 - Основной бизнес компании
 - Дает выручку, «операционную прибыль»
 - Оцениваются: мультипликаторы/DCF
2. Неоперационные активы
 - Деньги, финансовые вложения,
 - Не задействованные в операционном бизнесе активы (инвестиции в землю)
3. Стоимость предприятия = 1.+2.

What is “Core operating assets”?

$$\text{Operating Assets} - \text{Operating Liabilities} = \text{Invested Capital} = \text{Debt} + \text{Equity}$$

Для большинства компаний это определение чрезмерно упрощено.

- Активы состоят не только из основных операционных активов, но и неоперационных активов, такие как: инструменты с фиксированной доходностью, предоплаченные пенсионные активы, доли в неконсолидированных дочерних и зависимых обществах и других долевыми инструментами.
- Обязательства состоят не только из операционных обязательств и процентных долгов, но и других долговых эквивалентов (debt equivalents, DE), таких как непоплаченные пенсионные обязательства, резервы на реструктуризацию и эквивалентов собственного капитала (equity equivalents, EE), таких как отложенные налоги и сглаживающие прибыль резервы



OA		NOA		OL		D + DE		E + EE
Operating	+	Nonoperating	=	Operating	+	Debt and	+	Equity and
Assets		Assets		Liabilities		Its Equivalents		Its Equivalents

Отдача: принцип согласованности

$$ROIC = \frac{NOPAT}{InvestedCapital}$$

- Операционный в числителе и операционный в знаменателе

- NOPLAT и InvestedCapital, а, следовательно, ROIC независимы от финансовой структуры и неоперационных активов
- Цель: используя ROIC мы можем измерить эффективность основных, операционных активов компании без эффектов финансовой структуры и других неоперационных искажений анализа.

Принципы консолидации

- Мажоритарная доля (дочернее предприятие)
 - Управление/ 50%+ (может быть меньше),
 - могут не консолидироваться бизнесы с большими различиями
 - Консолидируются все результаты и все активы
 - Пропорциональная доля в чистых активах не принадлежащая обществу = «миноритарная доля»,
(также миноритарная доля в части прибыли)
- Миноритарная пассивная инвестиция
 - В P&L отражаются только дивиденды «дочек»
 - Отражаются как инвестиции «торговые», «доступные для продажи», «удерживаемые до окончания срока инвестиций»
- Миноритарная активная доля (+СП, СРП...)
 - Дает возможность участвовать в управлении
(доля от 20%-50%)
 - Отражаются пропорциональная доля прибыли, чистых активов (в некоторых случаях активов и пассивов)

FCF(F): концепция

$$\begin{aligned} \text{FCF} &= \text{NOPLAT} + \text{Noncash Operating Expenses} - \\ &\text{Investments in Invested Capital} = \\ &= \text{NOPLAT} + \Delta \text{IC} \end{aligned}$$

- Может рассматриваться как посленалоговый денежный поток, как если бы компания держала только основные, операционные активы и финансировала бизнес исключительно через акции

$$\Delta \text{Debt} = 0$$

- ❖ В этом случае: $\text{PP\&E} + \text{NWC} = \text{BV}$

- ❖ $\text{FCFE} = \text{NI} + \text{A-Capex} - \Delta \text{NWC} + \Delta \text{Debt} =$
 $= \text{NI} + \text{NetCapex} + \Delta \text{NWC} = \text{NI} + \Delta \text{PP\&E} + \Delta \text{NWC} = \text{NI} - \Delta \text{BV}$

- ❖ Вспомните модель банка во вводной лекции

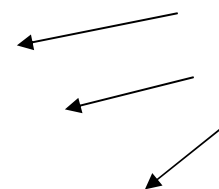
- Проценты и налоговый щит рассматриваются как финансовые потоки

Invested capital (IC): определения

Варианты:

- **IC = D+E**
- **IC = D+E-Cash**
- **IC = D+E-Cash-Other_nonoperating_assets**

У Дамодарана в
«Инвестиционной оценке»
можно увидеть все
варианты



Koller: «Инвестированный капитал представляет собой средства, которые должны предоставить инвесторы для операционной деятельности без различий откуда капитал предоставлен»

- **IC = Operating_assets - operating_liabilities**
- То же, что и «Capital employed» **CE = PP&E+NWC**

Дамодаран: все наличные = неоперационный капитал

- “Cash+” Наличные на счетах + долговые, процентные инструменты в активах
- Современный бизнес практически не нуждается в наличных, казначейства могут размещать остатки овернайт, что будет приносить справедливую доходность
- Критерий включения в NWC: «is it wasting asset?»
 - Cash дает проценты, «not wasting»

Cash: позиция McKinsey

- Деление наличных предприятия на две составляющие:
 - операционные деньги и
 - избыточные неоперационные деньги
- Рассчитать необходимые для операционной деятельности деньги не просто, компании не раскрывают сколько требуется
- Минимальный размер* наличных по сравнению с выручкой американских компаний 1993-2000 составлял 2%
- Все наличные сверх 2% от выручки трактуются как избыточные

*T. Opler, L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson, "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings," *Journal of Financial Economics*, 52(1) (1999): 3–46.

Собственный капитал: BV

- Активы *минус* Обязательства = Собственный Капитал
- Equity = оригинальные инвестиции, нераспределенная прибыль (накопленный убыток), accumulated other comprehensive income (АОСИ).
Казначейские акции обычно вычитаются из капитала
- Эквиваленты Equity. Накопленные затраты не сопровождающиеся тратой наличных
 - Отложенные налоги (deferred taxes, преимущественно из-за разницы в начислении амортизации*)
 - Сглаживающие прибыль резервы
 - Расходы на реструктуризацию
 - Резервы на восстановление окружающей среды

*Правительства стимулируют инвестиции перенося сроки уплаты налогов на будущее, еще одним источником отложенных налогов могут быть пенсионные обязательства¹⁵

Other comprehensive income

- Изменяет акционерный капитал минуя отчет о прибылях и убытках
 - Переоценки котируемых ценных бумаг.
“marked to market”
 - Валютные разницы от консолидации
 - Переоценки основных активов.
 - US GAAP использует «historical value accounting»
 - IAS разрешает переоценки основных активов в рамках «fair value accounting»

Comprehensive Income = Net Income + Other comprehensive Income

Shareholders' Equity, на начало периода

- Dividends paid

+ Shares issued

- Share buy-backs

+ Comprehensive Income

= Shareholders' Equity, на конец периода

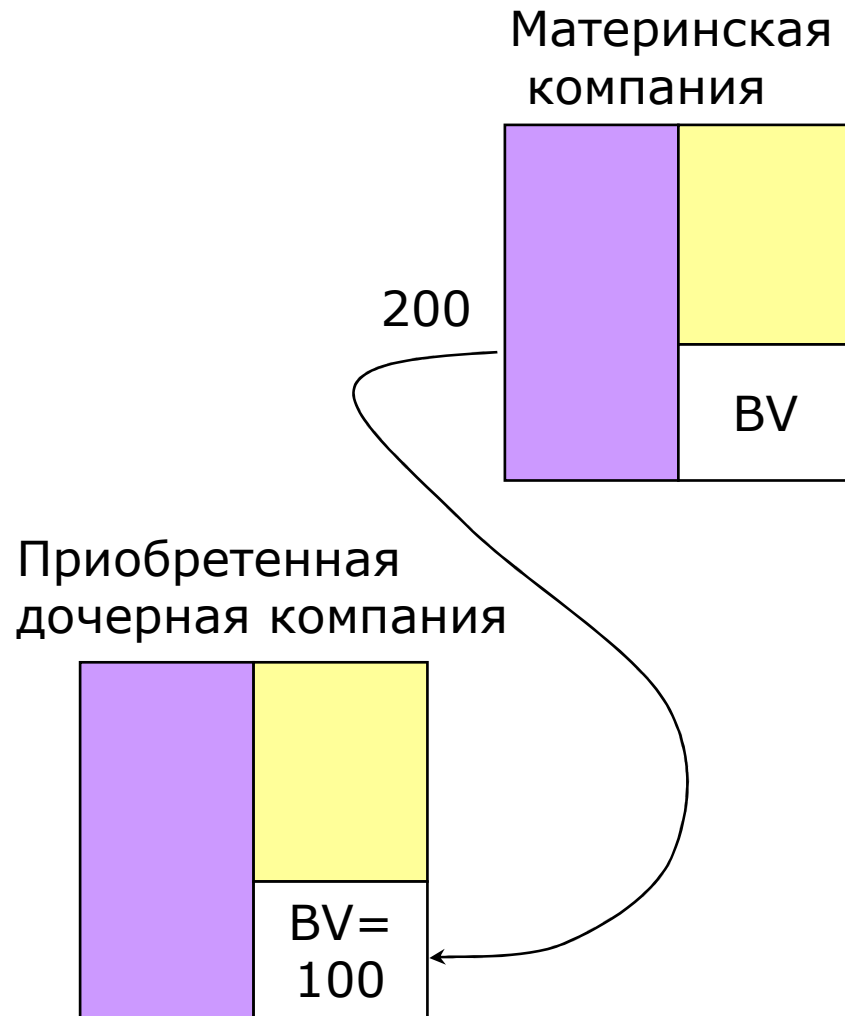
$\text{Retained Earnings}_{(t+1)} = \text{Retained Earnings}_t + \text{Net Income} - \text{Dividends}$

Employee Stock Ownership Plans (ESOP)

- Пока мало актуально для оценки российских компаний
- Опционы и вознаграждения акциями стали признаваться затратами с 2000-х годов в IAS/GAAP
- Бухгалтера дают оценку этих затрат по справедливой стоимости (Black&Scholes)
- Эти расходы представляют собой неденежные затраты, хотя и потерю стоимости предприятия
- Их можно вычленять как неденежные расходы, для целей расчета EBIT/NOPAT, но это потребует расчета величины потерь стоимости от ESOP отдельно

“In 2003, Yahoo reported \$238 million in net income. Had the company expensed employee stock option grants, net income would have fallen 85 percent to \$35 million” Koller стр.202

Гудвил = «дырка от бублика»



При консолидации активы и пассивы складываются (кроме внутригрупповых расчетов)

Поскольку за $BV=100$ было уплачено 200, активы и пассивы не сходятся. Технически возможно

А) уменьшить BV консолидированной компании (метод pooling)

Б) вписать фиктивную статью в активах – гудвил. Этот метод используется бухгалтерами

ROIC и гудвил

- Если компания не обеспечивает адекватной компенсации на потраченные средства (или акции, которыми расплатилась), она разрушает стоимость. Таким образом, при оценке исторической отдачи ROIC должен включать гудвил
- ROIC исключаящий гудвил измеряет внутреннюю эффективность компании и полезен для сравнения операционной прибыльности среди компаний и анализа тенденций. Он не искажен уплаченными премиями сделанными при поглощении

BS (balance sheet/statement)

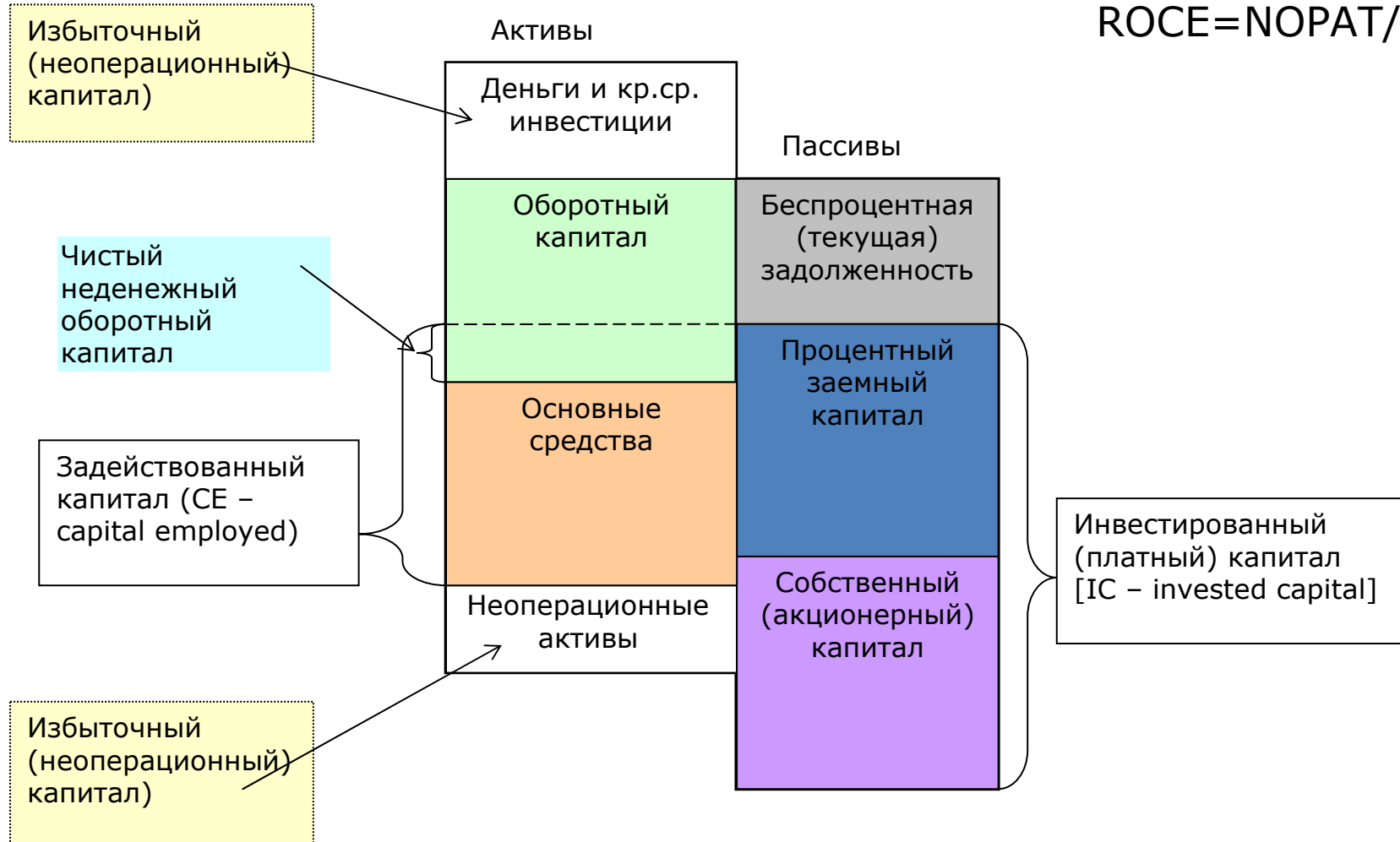
- Деление активов и пассивов по срочности. Порог – один год (или один операционный цикл).
- Операционные и неоперационные активы объединены
- Платные (процентные) и «бесплатные» (текущая задолженность) объединены
- Миноритарная доля может относиться к долгосрочным обязательствам, акционерному капиталу или быть выделена отдельно.

Проблемы балансовой СТОИМОСТИ

- Краткосрочные активы обычно верно отражают их текущую стоимость
- Долгосрочные активы могут отражать исторические цены
 - Мы можем недооценить размер капитала компании и, как следствие, необходимых инвестиций
 - Мы можем недооценить стоимость неоперационных активов
- Гудвил – разница между стоимостью активов приобретенной компании и уплаченной за нее ценой (“non-identifiable intangibles”).
- Забалансовые активы: аренда и НИОКР

Баланс (BS)

$$ROCE = \text{NOPAT} / \text{CE}$$



Дамодаран: двойное определение
 $IC' = IC - \text{Non_op_assets} = \text{CE}$

Баланс: свойства

- Активы минус обязательства = собственный капитал
- Неоперационные активы:
 - Деньги и краткосрочные фин.вложения (балансовая стоимость близка к рыночной)
 - Прочие активы: ищем «скрытую стоимость», балансовая \neq рыночной.
- Миноритарная доля (доля в чистых активах не принадлежащих компании) должна быть добавлена к собственному капиталу
- Резервы по убыткам относим к собственному капиталу
- Долгосрочные налоговые активы/пассивы – будущие недисконтированные избыточные налоговые поступления /платежи (связаны с разницеми в учете активов и амортизации налоговых книг и отчетности для инвесторов)
- Резервы по восстановлению окружающей среды

Скрытые активы

Это активы не отраженные в балансе. Если эти издержки значительны, рекомендуются корректировки:

- При определенных условиях аренда актива может не распознаваться как актив и обязательство. Для корректного сравнения разных компаний, арендованные активы необходимо добавить в операционные активы, а соответствующий процентный долг в пассивы.

- В соответствии принципом консерватизма бухгалтеры признают НИОКР (R&D), рекламу и некоторые другие траты операционными издержками, даже если их экономическая выгода простирается за пределы текущего отчетного периода.

Если возможно, R&D и прочие квази-инвестиции должны быть капитализированы и амортизированы как капитальные затраты. Собственный капитал должен быть скорректирован на соответствующую величину.

Прочие неоперационные активы

- Discontinued operations.
Выделяются из состава операционных активов, в P&L показаны отдельно. В GAAP и IAS отражаются по справедливой стоимости в балансе, которая может использоваться напрямую.
- Избыточная недвижимость, земля и другие неиспользуемые активы.
Внешний аналитик не может выделить эти активы, если они не указаны в footnotes
- «Tax loss carryforwards» или «net operating losses» (NOLs)
Уменьшают налог на величину прошлых убытков. Не отражают временную стоимость, нуждаются в отдельном моделировании (PV по WACC или K_d)
- Избыточные пенсионные активы

Nonequity Claims

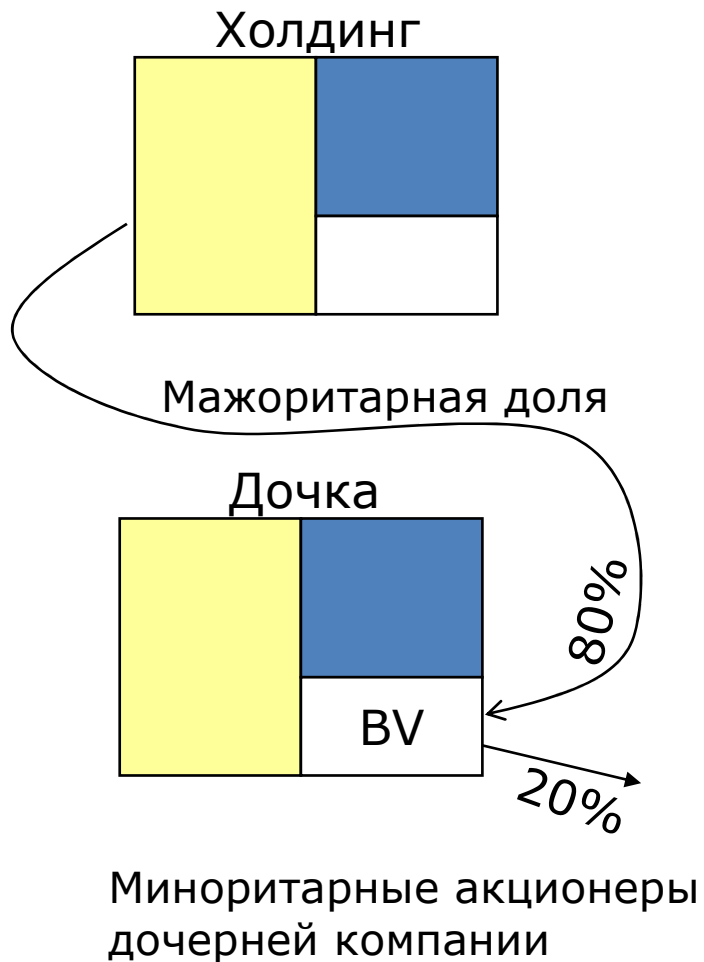
(не классифицирующиеся бухгалтерами как Equity)

1. Долг (облигации, краткосрочный / долгосрочный банковский долг)
2. Долговые эквиваленты (операционная аренда, пенсионные обязательства, определенные типы резервов, западный тип привилегированных акций, условные обязательства)
3. Гибридные бумаги (такие как опционы возмещения работникам и конвертируемые облигации)
4. Миноритарная доля

Резервы

- Резервы (provisions) – это неденежные расходы, которые отражают будущие издержки или ожидаемые потери. Компании создают резервы уменьшая текущую прибыль и создавая соответствующую строку в обязательствах (или уменьшая величину соответствующего актива)
- Термин «provision» отражает статью затрат в отчете о прибылях и убытках идущую на создание резерва (reserve). В континентальной Европе термины «provision» и «reserve» используются взаимозаменяемо

Миноритарная доля



Мажоритарная консолидация включает активы и обязательства дочерней компании

Но есть доля чистых активов не принадлежащая холдингу, она указывается как «миноритарная доля» в балансе (20% BV)

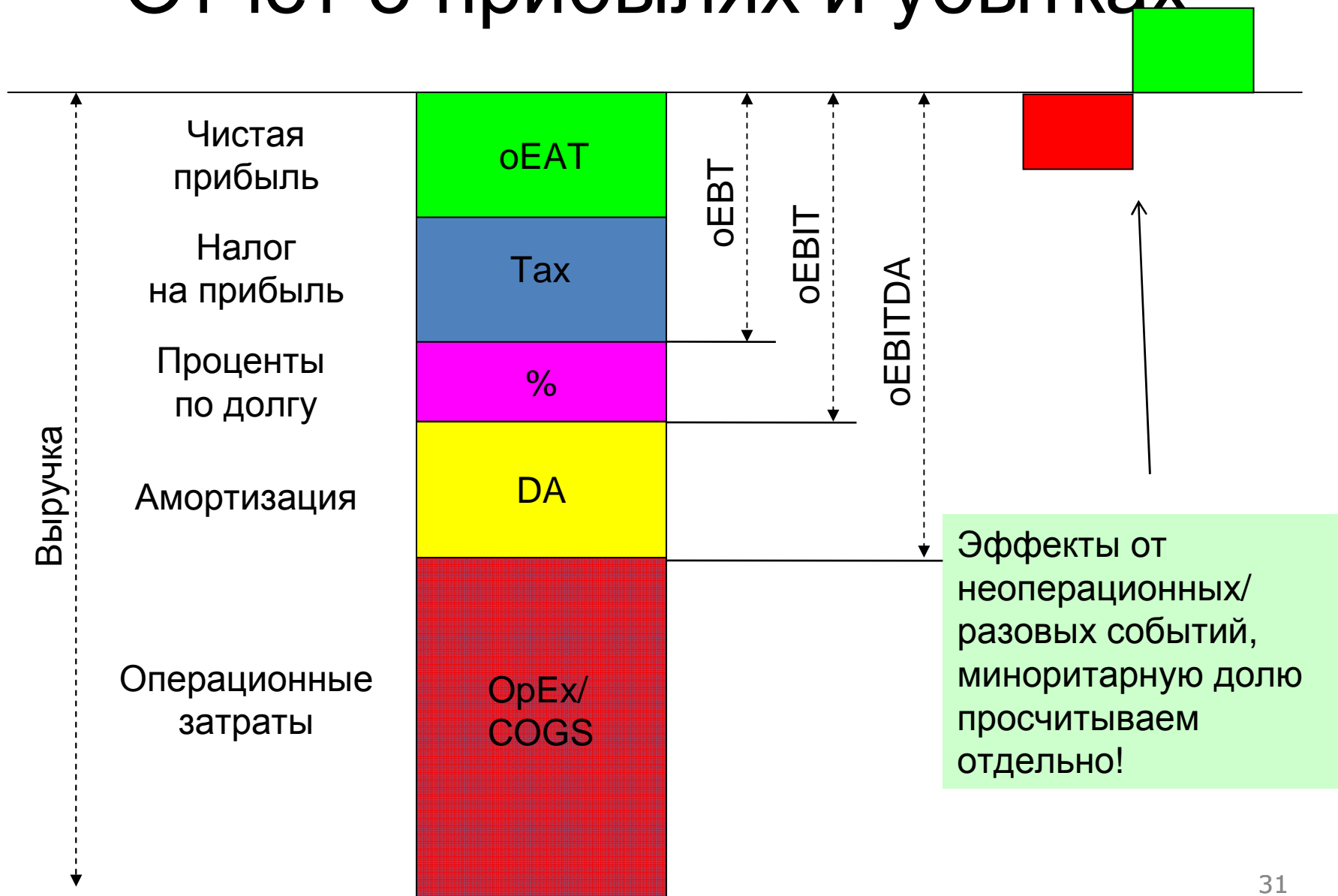
Консолидация P&L холдинга и дочки даст чистую прибыль обеих компаний. 20% прибыли дочки – доля прибыли миноритарных акционеров.

Разница показателей – чистая консолидированная прибыль акционеров холдинга

P&L – profit and loss statement

- Прибыли показанные ранее остались в прошлом. Мы оцениваем их только как индикатор будущего
- Отделяем операционные и неоперационные результаты
 - EBITDA и OIBDA, EBIT.
- Разовые события (классификация GAAP)
 - Extraordinary (национализации, природные бедствия)
 - Exceptional (разовые эффекты)
 - Discontinued operations
 - Accounting changes

Отчет о прибылях и убытках



Принцип отнесения доходов ко времени их возникновения (accrual principal)

Условный пример: 2-х летний контракт по постройке самолета

Постройка самолета РСБУ (налоговый учет)	1-й год	2-й год
Выручка	0	100
затраты	-30	-30
налог на прибыль	0	-16,8
прибыль	-30	53,2
МСФО		
Выручка	50	50
затраты	-30	-30
налог на прибыль	-4,8	-4,8
прибыль	15,2	15,2

← Налоговый учет использует метод получения выручки/выставления счета

← МСФО относит доходы ко времени возникновения.

← Резерв по налогу на прибыль.

← В балансе появляется дебиторская задолженность

Реальное движение денег можно узнать из отчета о движении ден. средств - этот отчет связывает баланс с отчетом о прибылях и убытках (P&L)

Анализ прибыльности и прогнозирование параметров

$$\text{ROIC} = (1 - \text{TaxRate}) * \left(\frac{\text{EBIT}}{\text{Revenues}} \right) * \left(\frac{\text{Revenues}}{\text{InvestedCapital}} \right)$$

Маржа EBIT или
«операционная
маржа», %

Оборачиваемость
капитала.

Сколько рублей
выручки генерирует
один рубль капитала

Налоги

- Эффективная ставка (reported taxes)
 - Может отличаться от реальных денежных издержек предприятия за счет начисления отложенных налогов
- Законодательная ставка (marginal tax)
 - Может быть не равна ставке налога страны инкорпорирования для международных компаний
- Дамодаран: используйте законодательную ставку долгосрочно
- Koller: используйте эффективную денежную налоговую ставку. Устраните неденежную составляющую налогов через разницу статей отложенных налогов в балансе

Анализ темпов роста выручки

Сообщаемый
компанией рост
может вводить в
заблуждение

IBM: Revenue Growth Analysis

percent	2001	2002	2003
Organic revenue growth	0.5	(1.8)	(2.6)
Acquisitions	0.5	2.1	5.4
Divestitures	0.0	(3.3)	0.0
Currency effects	(3.9)	(2.5)	7.0
Reported revenue growth	(2.9)	(5.5)	9.8

- Основные искажения:
 1. Валютные разницы для мультинациональных компаний
(пример: Coca-Cola из Екатеринбурга)
 2. Mergers&acquisitions / Divestitures
 3. Изменения бухгалтерских принципов расчетов выручки (например, в т.ч. из-за, учет акцизов в выручке Газпромов или признание возмещаемых доходов/расходов)

Высокая инфляция

- Рост кажется высоким во время инфляции.
- Оборачиваемость капитала кажется высокой, поскольку операционные активы учитываются в исторических ценах
- Операционная маржа (и маржа прибыли) завышены, из-за слишком низкой амортизации и больших выгод от медленнодвигающихся запасов
- Нужна осторожность в интерпретации кредитных коэффициентов и других индикаторов структуры капитала. Искажения особенно значимы для соотношений долг/капитал или долг/активы из-за неверной оценки долгосрочных активов и плавающих процентных ставок (включая инвалютные обязательства)
- Составлять прогноз в реальных и номинальных показателях

Оценка темпов органического роста

- Валютные разницы:
если только компания сообщает информацию
- Слияния и поглощения:
 - могут не раскрываться, если не являются «material» (существенными)
 - Для крупных транзакций M&A/Divestiture может составляться «pro forma statement», как если бы транзакция была проведена в начале года.
- Accounting Changes and Irregularities
 - Если изменение «material» компании раскрывают их в «management discussion and analysis» (MD&A)

Две (три?) бухгалтерские книги: налоговая / для инвесторов

- Нормальная ситуация не только в России, но и в США (но не в странах З.Европы)
- Оптимизация налогообложения
- Имеет разное понимание стоимости активов и сроков амортизации, прибыли для налогов и прибыли для инвесторов:
 - Эффективная и предельная ставка налога на прибыль
 - Долгосрочные отложенные налоговые активы/пассивы
 - Перенос убытков на будущее может не работать

CFS - cash flow statement

- В общем случае, для построения ДДП подробный анализ CFS не обязателен
- CFS содержит полезные сведения примиряющие реальные потоки денег с “accrual accounting”
- CFS содержит данные
 - о капитальных инвестициях
($\Delta PP\&E$ не всегда корректно отражает реально произведенный NetCapex)
 - но даже CFS не содержит всех сведений о произведенных фирмой инвестициях
(покупки и реализация активов в неденежной форме, например, поглощения через выпуск акций, необходим анализ footnotes)
 - и амортизации
(если CFO построен косвенным способом)

CFS vs. FCFF

Exhibit 7.3 An Example of Free Cash Flow

\$ million

Секция CFO строится бухгалтерами двумя способами: прямой и косвенный

CFI (c.f. from investments)

CFF

Accountant's cash flow statement		Free cash flow	
	Current year		Current year
Net income	198	NOPLAT	210
Depreciation	20	Depreciation	20
Decrease (increase) in inventory	(25)	Gross cash flow	230
Increase (decrease) in accounts payable	25		
Cash flow from operations	218	Decrease (increase) in inventory	(25)
Capital expenditures	(70)	Increase (decrease) in accounts payable	25
Decrease (increase) in equity investments	(10)	Capital expenditures	(70)
Cash flow from investing	(80)	Gross investment	(70)
		Free cash flow	160
Increase (decrease) in interest-bearing debt	(25)	After-tax nonoperating income	3
Increase (decrease) in common stock	0	Decrease (increase) in equity investments	(10)
Dividends	(113)	Cash flow available to investors	153
Cash flow from financing	(138)		
		After-tax interest expense	15
		Increase (decrease) in interest-bearing debt	25
		Increase (decrease) in common stock	0
		Dividends	113
		Cash flow available to investors	153

DACF (debt adjusted cash flow)

- Treat interest as a financial payout to investors, not as an expense.
- Investments in operating items are subtracted from gross cash flow.
- Cash flow from nonoperating assets should be evaluated separately from core operations.

Koller Стр.165

CF: варианты счета

- Точно также, как и с капиталом и прибылью, денежный поток может быть рассчитан двумя способами:
 - «Происхождение денежного потока»
 - «Кому этот поток принадлежит»
- *Несмотря на то, что оба варианта выглядят избыточно, использование обеих методов позволяет избежать ошибок и ловушек классификации (Koller, стр. 164).*

Оценка E по FCFF

FCFF операционного бизнеса =>

«операционная стоимость»

(+) стоимость «неоперационных активов»,
включая наличные и финвложения

(-) «процентный долг» и эквиваленты

(-) рыночная оценка стоимости
миноритарной доли

(-) стоимость опционов

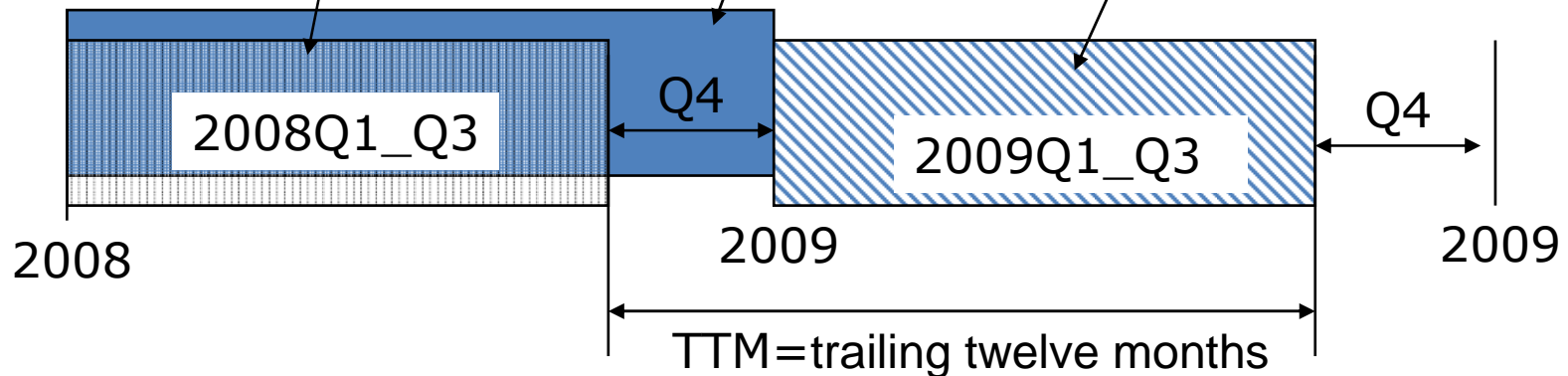
(=) «справедливая капитализация»

Неконсолидированные доли в зависимых обществах IAS/GAAP

1. Доля между 20% и 50%, когда есть влияние, но нет контроля. Учитывается в активах по исторической стоимости инвестиции, плюс прибыли и добавочные инвестиции минус полученные дивиденды. В отчете P&L доля прибыли зависимого общества отражается ниже строки EBIT
 2. Доли ниже 20% и отсутствие влияния. Учитываются по исторической стоимости. Доля дивидендов отражается ниже строки EBIT
- Стоимость (1) можно оценить через упрощенную FCFE, поскольку известна доля BV и доля прибыли. Можно рассчитать ROE и сделать предположения о росте.
 - Для (1) можно использовать мультипликаторы P/E, P/BV
 - Для (2) необходим поиск реальной стоимости. Если известно время приобретения, можно экстраполировать по величине изменения фондового индекса

TTM: актуальные данные

$$\text{TTM} = - 2008\text{Q3} + 2008\text{FY} + 2009\text{Q3}$$



- ✓ Использование самых последних данных особенно важно для быстро растущих (изменяющихся) компаний
- ✓ Используем актуальный последний баланс, вместо «спрогнозированного» или старого.
- ✓ Некоторые величины придется аппроксимировать (leasing obligations, выпуск в тоннах ...)