

Инвестиционный анализ (финансовые инвестиции)

Кузьмин Антон Юрьевич

*Доктор экономических наук, профессор Департамента анализа
данных, принятия решений и финансовых технологий
Финуниверситета.*

Введение: структура модуля

- Долговые и долевого финансовые инструменты
- Корпоративные облигации и векселя
- Оценка, стоимость и доходность
- Государственные облигации в системе долговых рынков
- Активный инвестиционный менеджмент
- Управление доходностью и рисками



Введение: структура модуля



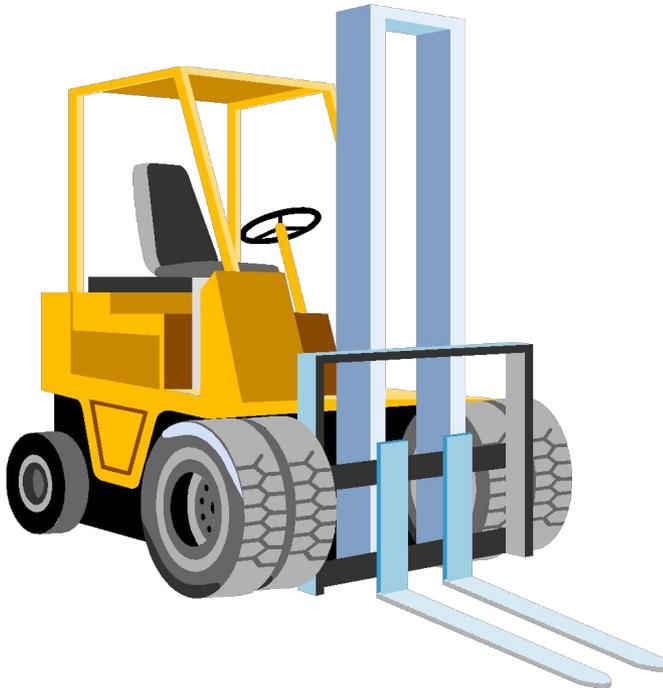
- Обыкновенные и привилегированные акции. Характеристика акций. Классификация.
- Модель дисконтирования дивидендов и фазы роста предприятия.
- Модели Вильямса, Гордона-Шапиро, MGM.
- DCF-модели.
- Применимость DDM и DCF-моделей на практике.
- Использование мультипликаторов при оценке акций в России.
- Отраслевые разновидности мультипликаторов .

Фундаментальный анализ
финансовых инструментов



Фундаментальный анализ финансовых инструментов

Принципы:



- Системность
- Многофакторность
- «сверху-вниз» и «снизу-вверх»
- Еще раз
- Возможно, еще раз

ОСНОВЫ

- Облигация (bond) – долговой финансовый инструмент-обязательство заемщика (эмитента) к кредитору (держателю облигаций). Облигация - финансовое обязательство, в котором эмитент декларирует выплатить держателю облигаций определенный объем денежных средств в будущем, который состоит из периодических выплат купонов и выплаты основного долга (номинал). Для обозначения облигации в зависимости от вида и срочности используются также термины «bill» и «note».

Долевые и долговые:

Сравнительные преимущества со стороны инвестора

- _____
- _____
- _____
- _____

Термины

fixed income

+

floating income

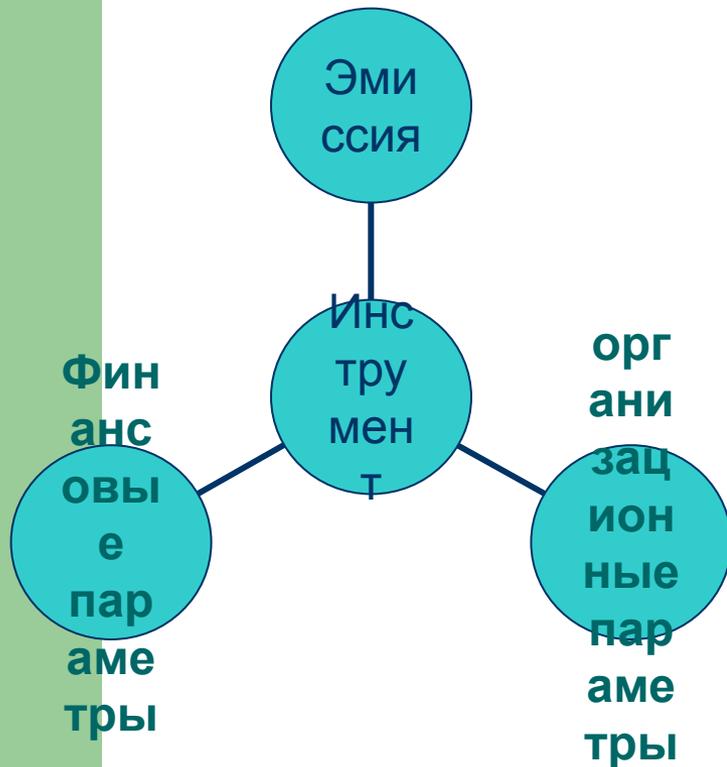
= *debt*



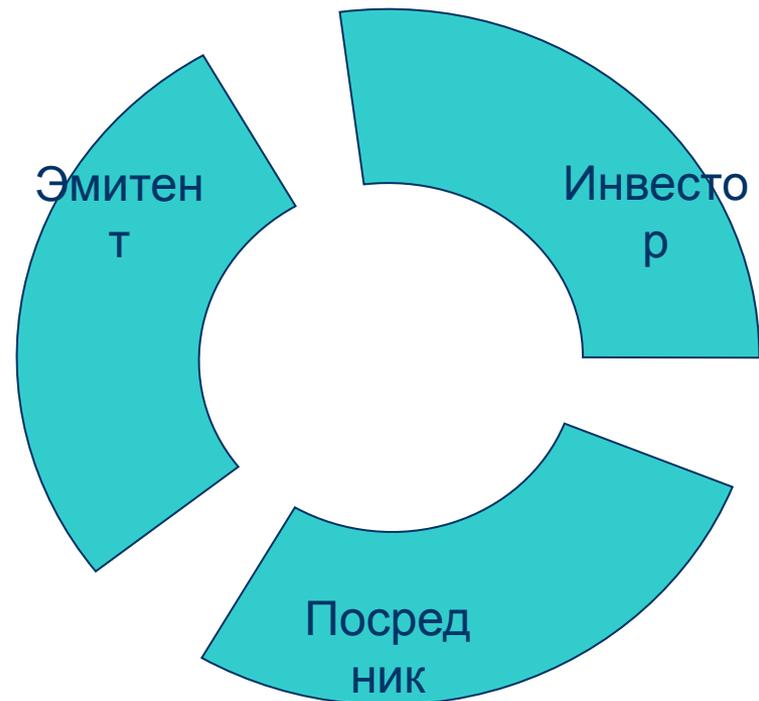
Основные виды



Параметры эмиссии: финансовые и организационные



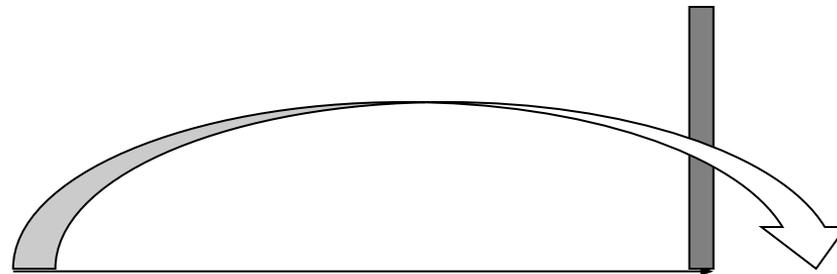
Участники эмиссии



Оценка и стоимость: принципы

*Единый однопериодный
платеж*

n, r



FV

$$FV = (1+r)^n PV$$

$$\longrightarrow PV = FV(1+r)^{-n}$$

Где n – время приведения платежа (количество лет),
 FV – будущая стоимость (ценность),
 PV – настоящая стоимость (ценность),
 r - ставка дисконтирования.

Ситуация 1997 г. Всемирный Банк

Выпускает бескупонные облигации,
погашающиеся через 10 лет.

Ставка дисконтирования равна 6,82%.

*Оценить стоимость в настоящий
момент времени.*

1997 г. Всемирный Банк

Решение:

$$PV = 100\% \cdot (1 + 0,0682)^{-10} = ?? \%$$

от номинала облигации.

НО вопрос:

откуда взялась ставка дисконтирования 6,82%??

Оценка и стоимость: принципы

ВНИМАНИЕ!

$$P_{\text{рын}} = PV$$



YTM
(Yield-To-Maturity)



$$P_{\text{рын}} = 100\% \cdot (1 + \text{YTM})^{-10}$$
$$= 51,7\%$$

Безусловно нельзя здесь обойти и вопрос о корректном переводе термина **value**, появляющемся в ряде ключевых понятий, таких как present value, future value, NPV и др. Признавая приоритет в определенных случаях за **ценностью**, применительно к котируемым долговым финансовым инструментам Ваш ведущий склоняется к версии **стоимости**. И связано это не столько с устоявшейся в русскоязычном переводе терминологической конструкцией, сколько с фактом, что на реальных финансовых рынках долговой инструмент **стоим** определенную сумму базовой валюты (что, однако, опять же выражается в цене).

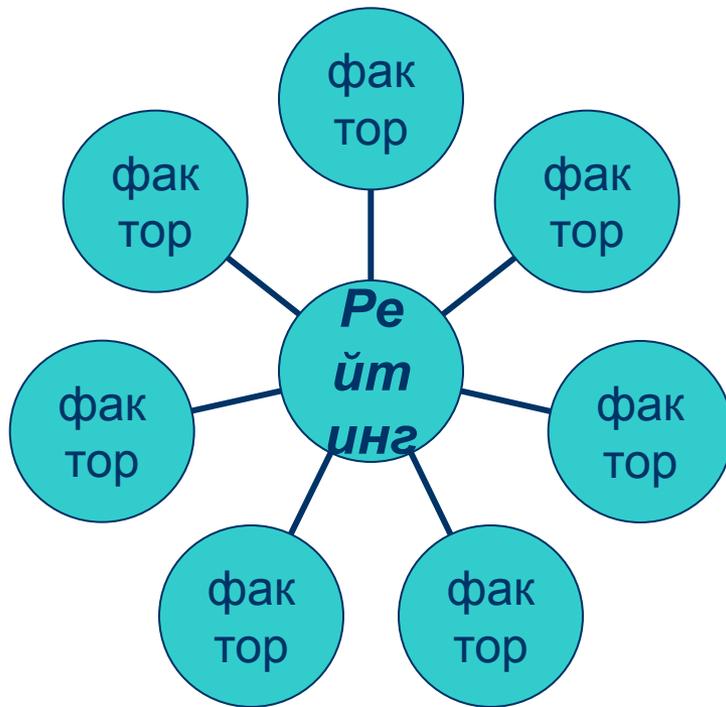
Оценка и стоимость: принципы

Основные вопросы:



1. *Чему равна ставка дисконтирования?*
2. *=YTM – Yield-To-Maturity*
3. *Постоянна она во времени?*
4. *Как применять для разных горизонтов?*

Рейтинги



- *Нужны ли в российских условиях?*
- *На что могут повлиять?*
- *Кем используются?*
- *Принципы составления*

Рейтинги Standard & Poor's и Moody's

S&P	Определение	Соответств. рейтинг Moody's
Облигации инвестиционного уровня		
AAA	Облигации с рейтингом AAA имеют самую высокую оценку по долговым обязательствам. Способность выплачивать проценты и погасить основной долг чрезвычайно высока.	Aaa
AA+ AA AA-	Облигации с рейтингом AA имеют очень сильную способность выплачивать проценты и погасить основной долг и отличаются от облигаций с самым высоким рейтингом в очень небольшой степени.	Aa1 Aa2 Aa3
A+ A A-	Облигации с рейтингом A имеют очень сильную способность выплатить проценты и погасить основной долг, хотя они несколько более восприимчивы к неблагоприятному эффекту изменений в сложившейся ситуации и экономических условиях, чем облигации в высоко рейтинговых категориях.	A1 A2 A3
BBB+ BBB BBB-	Облигации с рейтингом BBB оцениваются, как имеющие достаточную способность выплатить проценты и возместить основной долг. Принимая во внимание, что они обычно показывают адекватные параметры защиты, неблагоприятные экономические условия или изменяющиеся обстоятельства, вероятно, приведут к ослаблению способности выплатить проценты и погасить основной долг по облигации этой категории.	Baa1 Baa2 Baa3
Спекулятивные / Низкая Кредитоспособность		
BB+ BB BB- B+ B B- CCC+ CCC CCC- CC+ CC CC-	Облигации с рейтингом BB, B, CCC и CC оцениваются, в среднем, как преобладающе спекулятивные со способностью выплатить проценты и погасить основной долг в соответствии с условиями облигации. BB показывают самую низкую степень спекуляции, а CC самую высокую. Хотя такие облигации вероятно будут иметь некоторые качественные и защитные характеристики, они перевешиваются большой неуверенностью или большим риском в случае наступления неблагоприятных условий	Ba1 Ba2 Ba3 B1 B2 B3 Ca Ca
Преобладающе спекулятивные / Значительный риск или дефолт		
C	Рейтинг C сохранен для доходных облигаций, по которым не платится никакой процент.	C
D	Облигации с рейтингом D находятся в состоянии дефолта и выплата процентов и/или основного долга отложены.	

Для чего нужны кредитные рейтинги?

Преимущества кредитного рейтинга для эмитента

- Доступ к фондированию от международного и российского рынка капитала
 - Рейтинг является обязательным требованием при размещении публичных долговых бумаг на международном рынке капитала
 - Обязательное условие по включению выпуска ценных бумаг в Ломбардный список ЦБ РФ
 - Обязательное условие по включению выпуска в Котировальный список ММВБ
 - Признание рейтингов в качестве экспертного мнения иностранными инвесторами при принятии решения о покупке рублевых облигаций

Для чего нужны кредитные рейтинги?

Преимущества кредитного рейтинга для эмитента

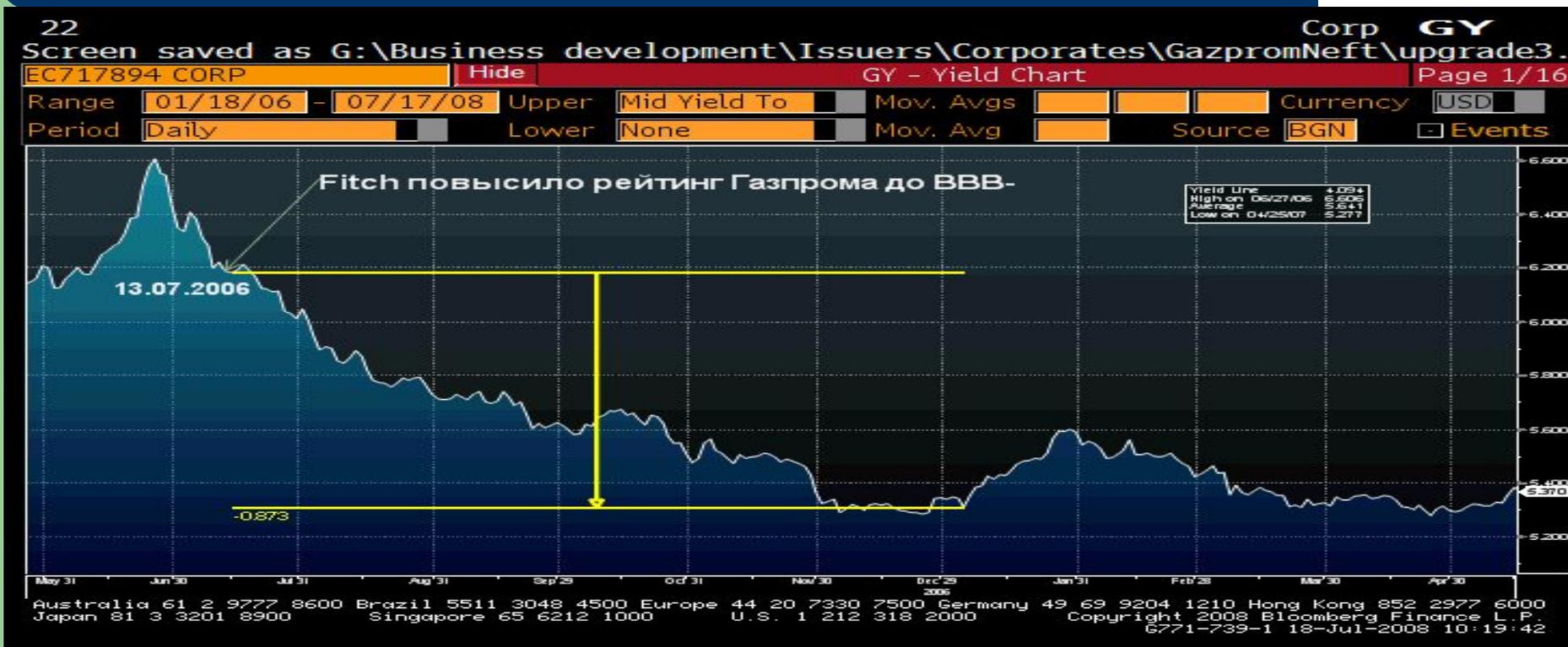
- Независимая оценка кредитоспособности для партнёров и контрагентов, задаёт ценовой ориентир по стоимости привлечения долгового финансирования
- Снижение стоимости привлечения долга и удлинение сроков финансирования
- Расширение инвесторской базы – от хедж-фондов к институциональным инвесторам

Рейтинги способствуют снижению стоимости финансирования - YTM !!



Доходность еврооблигаций МТС с погашением в 2010 году снизилась на 50 бп. в течение 2х недель после присвоения компании рейтинга Fitch

Рейтинги способствуют снижению стоимости финансирования - YTM !!



Доходность еврооблигаций Газпрома с погашением в 2009 году снизилась в течении 5 месяцев после повышения рейтинга компании до инвестиционной категории на 87 бп.

Рейтинги

- **Международные рейтинги.**

Для большинства секторов, включая корпоративный сектор, финансовые организации и суверенные эмитенты (государства), применяется понятие **«рейтинг дефолта эмитента ("РДЭ")**.

- **Национальные рейтинги.**

Являются оценкой кредитоспособности относительно эмитента с "наивысшей" кредитоспособностью в одной стране. К обозначению всех национальных рейтингов добавляется специальный суффикс, обозначающий соответствующую страну. Например, для России – **“AAA(rus)”**.

Статистика дефолтов корпоративных облигаций (по данным S&P)

Изучается: статистика потерь держателей корпоративных облигаций в результате дефолтов компаний.

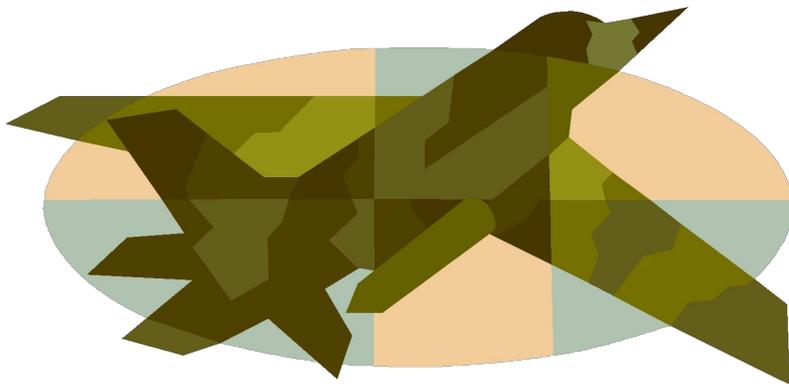
Пример: облигация с рейтингом А имеет вероятность дефолта 0.06% к концу первого года погашения, 0.16% к концу второго, 0.27 к концу третьего. Вероятность дефолта облигаций рейтинга А в течении третьего года равна $0.27\% - 0.16\% = 0.11\%$.

Рейтинг/Годы	1	2	3	4	5	7	10	15
AAA	0.00	0.00	0.07	0.15	0.24	0.66	1.40	1.40
AA	0.00	0.02	0.12	0.25	0.43	0.89	1.29	1.48
A	0.06	0.16	0.27	0.44	0.67	1.12	2.17	3.00
BBB	0.18	0.44	0.72	1.27	1.78	2.99	4.34	4.70
BB	1.06	3.48	6.12	8.68	10.97	14.46	17.73	19.91
B	5.20	11.00	15.95	19.40	21.88	25.14	29.02	30.65
CCC	19.79	26.92	31.63	35.97	40.15	42.64	45.10	45.10

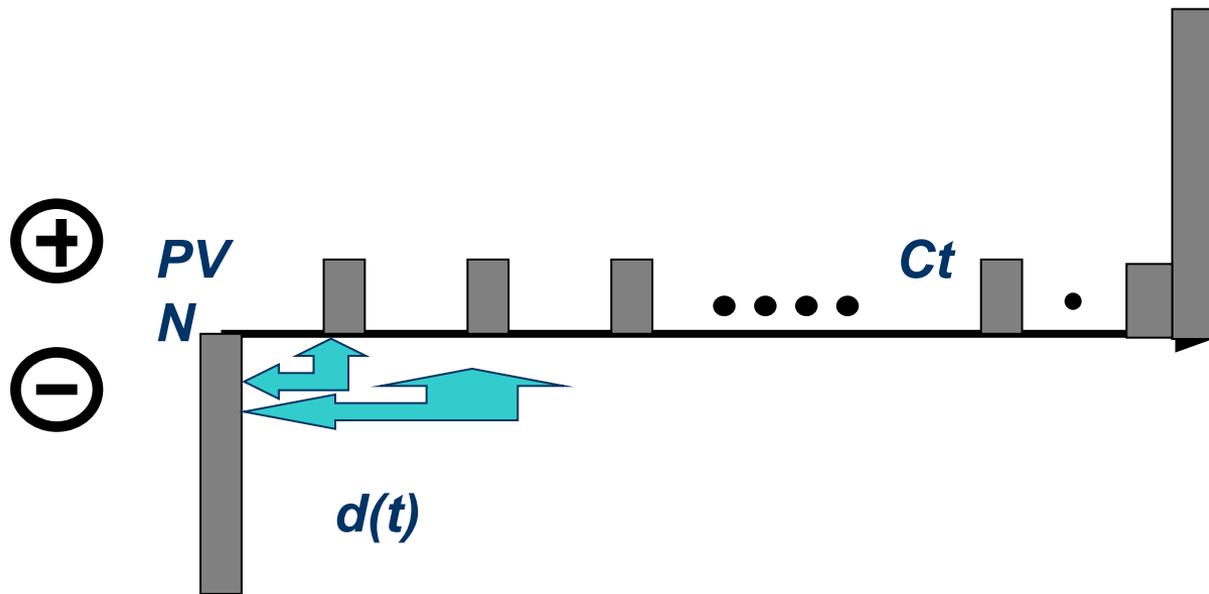
Аномалии данных. вероятность дефолта облигации с рейтингом AA в течении 10-летнего периода составляет 1.29%, при этом вероятность дефолта облигаций с рейтингом AAA в течении 10-летнего периода составляет 1.40%.

Риск: Долговые финансовые инструменты

Два фактора (пока два):



Оценка и стоимость: принципы



Оценка и стоимость: принципы

$$PV = \sum_{t=1}^{n-1} C_t d(t) + (C_n + N)d(n)$$

- t – время приведения платежа (количество лет),
- PV – настоящая стоимость,
- $d(t)$ - коэффициент дисконтирования,
- C_t – купон в t ,
- N – номинал,
- n – срок последних выплат (количество лет).

Оценка и стоимость: принципы

- При постоянных купонах:

$$PV = C \sum_{t=1}^n d(t) + N * d(n)$$

- Сумма дисконтов:
базовый
финансовый
коэффициент

$$a_{n,r} = \sum_{t=1}^n d(t) = \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+r)^t} = \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}{r}$$

Ситуация

В начале $20X$ г. выпускаются на внутреннем рынке облигации с номиналом 1000 российских рублей, погашающиеся через 6 лет.

При этом купонные платежи предусмотрены 1 раз в конце года и выплачиваются по следующей фиксированной схеме:

7,8% (конец $20X$ г.), 8% (конец $20X+1$ г.), 9% (конец $20X+2$ г.), 10% (в конце $20X+3$, $20X+4$, $20X+5$ гг.),.

Ответственным органом эмитента принято решение о размещении по фиксированной цене облигации, равной 1000 российских рублей (размещение по номиналу).

Найти доходность к погашению облигации на дату размещения.

Решение:

$$\begin{aligned} P = ??? &= 7,8\% \cdot 1000 \cdot (1+y)^{-1} + \\ &8\% \cdot 1000 \cdot (1+y)^{-2} + \\ &9\% \cdot 1000 \cdot (1+y)^{-3} + \\ &+ 10\% \cdot 1000 \cdot (1+y)^{-4} + \\ &10\% \cdot 1000 \cdot (1+y)^{-5} + \\ &10\% \cdot 1000 \cdot (1+y)^{-6} + 1000 \cdot (1+y)^{-6}. \end{aligned}$$

Доходность к погашению на дату размещения по факту составила YTM= %

Оценка и стоимость: принципы

Основной вопрос:



- В какой финансовой плоскости лежит решение задачи оценки?
- Что определяет настоящую стоимость долгового финансового инструмента?
- Где граница между дисконтом и премией?

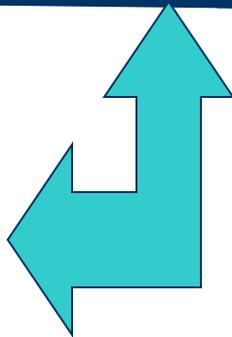
Оценка и стоимость: принципы

Ответ: границы



- дисконт

- $P_{\text{рын}} = N$
- премия



1. Периодичность выплаты купона - раз в год
2. Купонная ставка - !
3. Ставка дисконтирования - !
4. Срок до погашения - любой

Оценка и стоимость: принципы

НО! Реальный мир
сложнее: *выплаты
купонов m раз в год*

$$PV = C/m \sum_{t=1}^{mn} d(t) + N \frac{1}{(1 + r/m)^{mn}}$$

*Изменяется
дисконтирование!*

$$d(t) = \frac{1}{\left(1 + \frac{r}{m}\right)^t}$$

Ситуация

Облигация номиналом 1000 руб.

Ежеквартальный купонный доход

$c=4\%$ годовых,

период погашения 2 года.

На рынке сопоставимых по риску
финансовых инструментов

рыночная доходность вложений
на 2 года 15% годовых.

Какова текущая стоимость облигации?

Решение:

$$PV = 40 / 4 \sum_{t=1}^8 \frac{1}{\left(1 + \frac{0,15}{4}\right)^t} +$$
$$+ 1000 \frac{1}{\left(1 + \frac{0,15}{4}\right)^8} =$$

От стоимости к доходности: YTM



- Простая доходность

$$y = \left(\frac{N - P}{P} \right)$$

- Эффективная доходность

$$PV = FV(1+r)^{-n}$$

↓

$$y_e = \sqrt[n]{\frac{N}{P}} - 1$$

Простая VS Эффективная доходности



- *Какую предпочесть?*
- *В каких условиях?*
- *Противоречат ли друг другу?*
- *Надо ли разделять?*

От стоимости к доходности: российская практика

Доходность к погашению (YTM)

$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1 + YTM)^{t_i/365}} + \frac{N}{(1 + YTM)^{t_n/365}}$$

- где t_i – время до выплаты (в дн.)

От стоимости к доходности: российская практика



Используют:

- *ЦБ РФ*
- *Московская Биржа*
- *Внебиржевые площадки (например, один из наиболее популярных Интернет-порталов **CBonds**)*
- *МСФО (7, 17, 32, 39, 36)*

Параметры эмиссии: финансовые

Деловая ситуация.

22.10.20X г. российский резидент «XYZ» выпускает на внутреннем рынке облигации с номиналом 1000 российских рублей, погашающиеся через 3 года, в объеме облигационного займа по номиналу – 3000 млн. рублей (3 000 000 шт.). При этом купонные платежи предусмотрены 2 раза в год по купонной ставке $s=15\%$ и выплачиваются по следующей фиксированной схеме:

Купонные платежи выплачиваются по следующей фиксированной схеме

	Платежи (руб.)	Купонный период (дн.)
C1	74,79	182
C2	75,21	183
C3	74,79	182
C4	75,21	183
C5	74,79	182
C6	75,21	183
N	1 000,00 (номинал)	

Решение

$$P = 1000 = 74,79 \cdot (1+y)^{-???/365} + 75,21 \cdot (1+y)^{-???/365} + \dots + (75,21 + 1\,000,00) \cdot (1+y)^{-???/365}.$$

Эффективная доходность к погашению на дату размещения составила $YTM =$ %

От стоимости к доходности: российская практика

- График платежей

*Изменяется
дисконтирование!*

<u>период</u>	t_i	CF_i	PV_i	
Итого				

Преимуществами метода расчета эффективной доходности к погашению

являются:

- 1) все платежи дисконтируются в соответствии с единообразным математическим законом;
- 2) может применяться для сравнения различных инструментов (в контексте их вида и срочности);
- 3) может быть рассчитана для оценки стоимости инструментов в любой момент времени их жизни.

Оценка и стоимость: купон

$$P_{\text{сум}} = P_p + \text{НКД} \quad \leftarrow \text{Не забывайте!}$$

$$= PV$$

где НКД – накопленный
купонный доход,



НКД

$$\mathbf{НКД = (c / 100) \cdot N \cdot (t / B),}$$

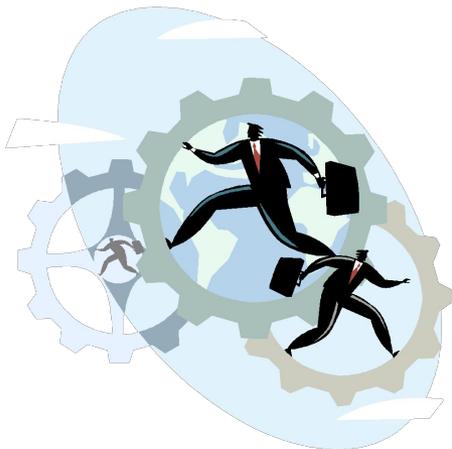
где: c — ставка *текущего* купона
(в процентах годовых),

t — число дней с момента начала
купонного периода по текущую дату,

B — база расчёта
(365 дней по российским облигациям).

!!!!!! Облигации в большинстве своем котируются
по рыночной цене, без учета НКД.

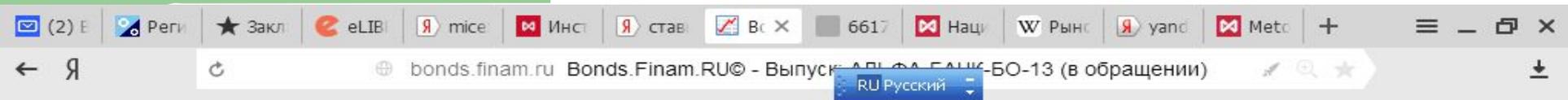
От стоимости к доходности: Стимулирование эмиссии



Оферта:

- *Участники процесса*
 - *Процедура*
- *Каким показателем измерять: УТО*
- *Новый финансовый инструмент: встроенный опцион*

Оферта: стандарт



Новая папка ▾

[Профиль эмитента](#)

[Платежи](#) **Оферты**

[Операторы выпуска](#)

[Цель займа](#)

[Другие выпуски](#)

[Итоги торгов](#)

[YTM Chart](#)

№	Дата оферты	Цена приобретения
---	-------------	-------------------

19.09.2016

100%

Период предъявления: 09.09.2016 – 15.09.2016

1

Период предъявления - в течение последних 5 рабочих дней 4-го купонного периода. Дата приобретения - 3-й рабочий день 5-го купонного периода.

Ставка
"АЛЬФА
9.35% г
[01.09.2
"Альфа
участвс
[25.08.2
Чистая
МСФО
раз - дс
[22.08.2
"АЛЬФА
серии Б
[16.08.2
Moody's
БАНКа'
Все нов
Посл
ЭМИТ
[13.09.:
Промс
в эконс
роста €
126 08

Оферта: нестандарт



Новая папка ▾

[Профиль эмитента](#) [Платежи](#) **[Оферты](#)** [Операторы выпуска](#) [Цели займа](#) [Другие выпуски](#) [История торгов](#)

[YTM Chart](#)

№	Дата оферты	Цена приобретения
		95%

Эмитент принял решение приобрести облигации выпуска при любом событии, приводящем к запрету для негосударственных пенсионных фондов на поддержание позиции в данном выпуске, в том числе при исключении облигаций из котировального списка высшего уровня.

1. Период предъявления облигаций к выкупу - в течение 3 месяцев с даты наступления события, повлекшего за собой возможность предъявить облигации к выкупу.

Дата приобретения - третий рабочий день после окончания периода предъявления облигаций к выкупу.

[13.04.2...]
[ЦБ РФ](#)
[выпуск](#)
[Все но](#)

Посл
ЭМИТ

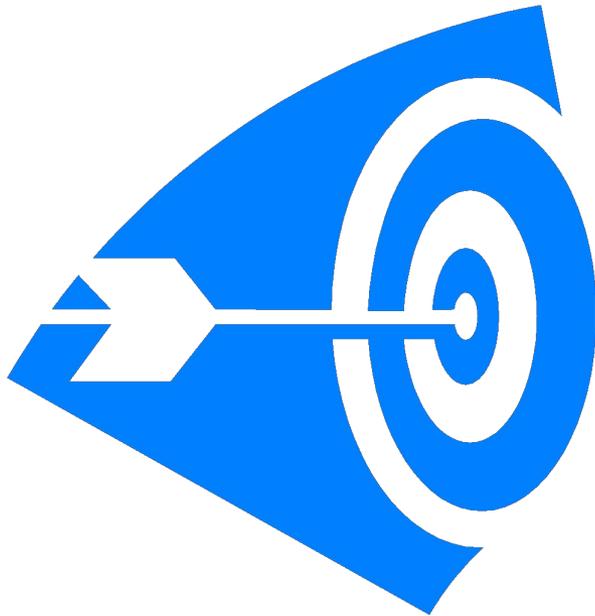
[08.07.2...]
[Промс](#)
[ОФЗ н](#)
[рынка](#)

[05.07.2...]
[Промс](#)
[рынка](#)
[Держа](#)
[Восточ](#)

[04.07.2...]
[БК РЕГ](#)
[облига](#)

[Все ко](#)

Оферта



Цели, решаемые офертой:

- **УТМ**
- **Срок**
- **Риски**
- *ликвидность*

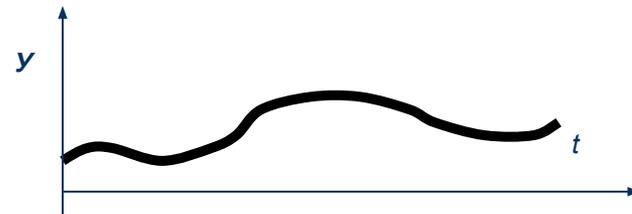
(продолжение).

Оферта, объявленная в начале 200X г.,
дает инвестору право продажи облигации эмитенту
в 365-й день с момента начала размещения
по цене 102,36% от номинала облигации.
*Подсчитать эффективную доходность к оферте
на дату размещения.*

Возможности: Управление доходностью. Активный инвестиционный менеджмент



Инвестиционный менеджмент на
колебаниях рыночной
ставки: стратегические
возможности



Факторы принятия решения:

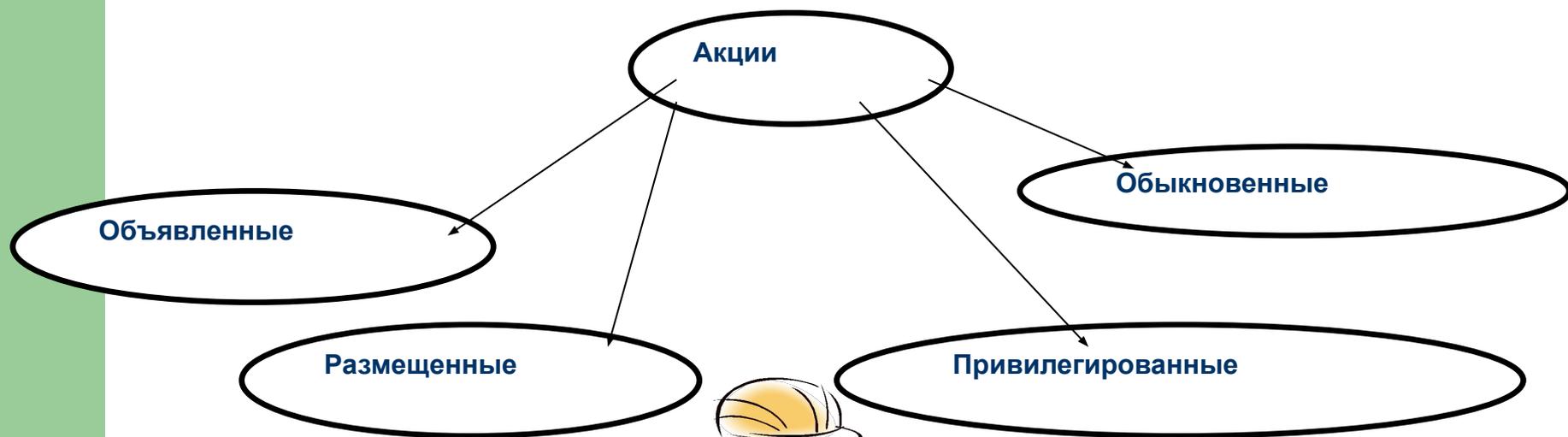
Возможности: Управление доходностью. Активный инвестиционный менеджмент



*На основе прогноза
динамики рыночных
ставок: матрица
реструктуризации
портфеля*

Движение рыночных ставок	Стратегия
<i>Рост</i>	
<i>Падение</i>	

Классификация акций



Оценка долевых инструментов

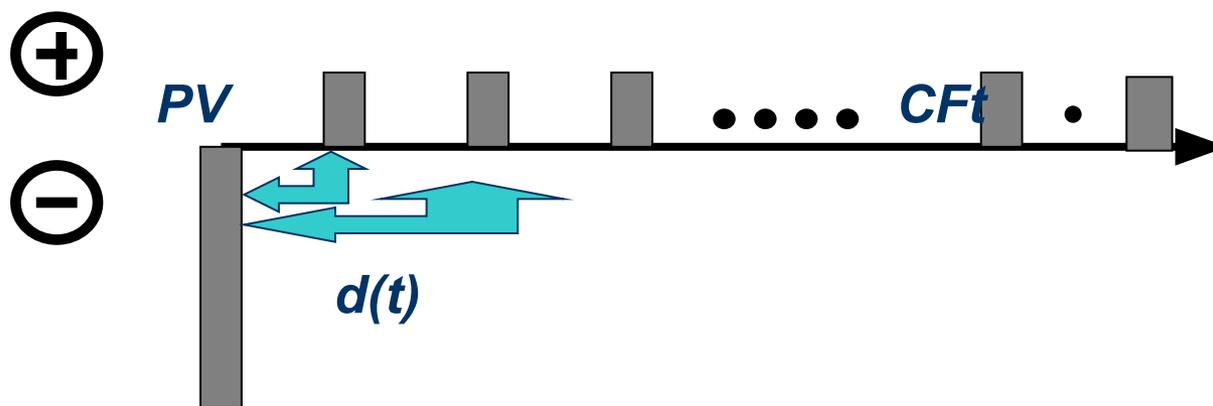


Какие группы?

**Какие методы
предпочтительнее?**

- *по номинальной стоимости*
- *по балансовой стоимости*
- *по цене размещения*
- *по рыночной стоимости*
- *По DDM и DCF-моделям*
- *По мультипликаторам*
- *По прогнозным значениям*

Капитализация доходов



Капитализация доходов



$$PV = \sum CF_t d(t)$$

Что нового по сравнению с долговыми:

Модель дисконтирования дивидендов

Модель нулевого роста

$$PV = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{D_0}{(1+r)^t} = \frac{D_0}{r}$$

Начальные условия:

Применение:

Где D – выплачиваемые дивиденды

Модель дисконтирования дивидендов

Модель постоянного роста (Гордона)

$$PV = \sum_{t=0}^{\infty} D_0 (1+g)^t d(t)$$

Начальные условия:

$$= \frac{D_1}{r - g}$$

Применение:

Где D – выплачиваемые дивиденды,
 g – темп роста дивидендов

Ситуация

Аналитики инвестиционной компании представили данные по дивидендам корпораций *A* и *B*, выплачиваемых в конце июня. В начале июля $X+4$ года на бирже цена акции *B* составила 350 руб.

<i>Года</i>	X	$X+1$	$X+2$	$X+3$	$X+4$	$X+5$
<i>Дивиденд (в руб.) A</i>	13	14	14	15	17	17,5
<i>Дивиденд (в руб.) B</i>	10	10,5	11,025	11,576	12,155	12,763

Ситуация

- 1) Рассчитайте стоимость собственного капитала корпорации В по модели постоянного дивидендного роста (CDGM).*
- 2) Оцените стоимость акции А в начале июля $X+5$ года по модели постоянного дивидендного роста при стоимости капитала как у компании В (в п. 1)). Расчет сделайте методами среднего арифметического и среднего геометрического.*

1) Темпы роста дивидендов корпорации *B* постоянны и равны 5%.

Стоимость собственного капитала *B*

$$k_B = (12,763/350) + 0,05 = 0,865 = 8,65\%.$$

2) Темпы роста дивидендов корпорации *A* непостоянны и составляют соответственно: $g_1 = \quad \%$, $g_2 = \quad \%$, $g_3 = \quad \%$,
 $g_4 = \quad \%$, $g_5 = \quad \%$.

Метод среднего арифметического

$$g = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n g_t$$

дает $g=0,062$. Тогда

$$V_{\dot{A}} = \frac{(17,5 \bullet 1,062)}{(0,0865 - 0,062)} = 765 \text{ δόά.}$$

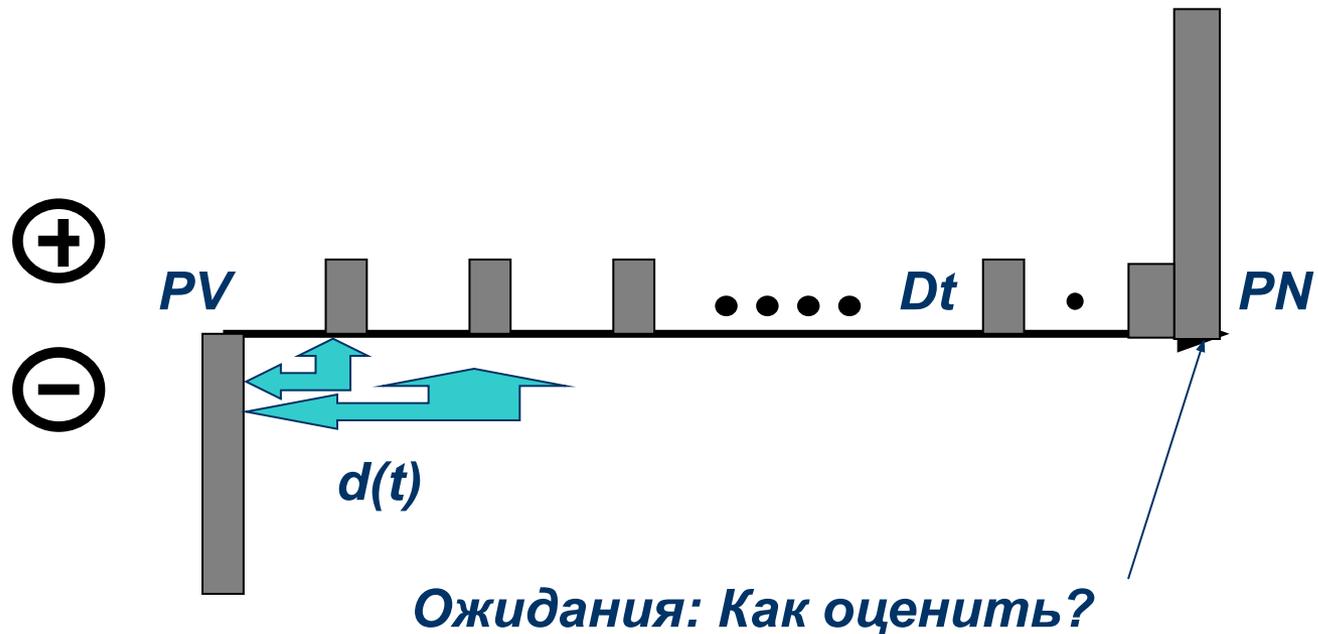
Метод среднего геометрического

$$g = \sqrt[n]{\prod_{t=1}^n (1 + g_t)}.$$

дает $g=0,06125$ и соответственно

$$V_{\dot{A}} = \frac{(17,5 \bullet 1,06125)}{(0,0865 - 0,06125)} = 735,5 \text{ đóá.}$$

Модель дисконтирования дивидендов. Модель переменного роста (двухэтапная модель)



Модель переменного роста (двухэтапная модель)

Прогнозный период

Постпрогнозный период

$$PV = \sum D_t d(t) + (D_N + P_N) d(N)$$

Тесно связана с фазами роста предприятия!

Модель переменного роста (двухэтапная модель)

$$PV = \sum D_t d(t) +$$

$$D_{N+1}$$

$$(r - g)(1 + r)^N$$

Где D – выплачиваемые дивиденды,
 g – темп роста дивидендов

- *Ожидания:* Как оценить?
- *Требования:* Как оценить?
- Что наиболее сложно?



Ситуация. Модель переменного роста (двухэтапная модель)

Компания выплачивала дивиденды в размере 0,75 руб. на акцию. В следующем году ожидается, что компания будет выплачивать дивиденды в размере 2 руб. на акцию, а еще через год дивиденд ожидается в размере 3 руб. на акцию. Далее имеется прогноз, что в будущем величина дивидендов будет расти с постоянным темпом 10% в год. *Необходимо оценить стоимость акции в настоящий момент времени.*

Решение

$$g_1 = \frac{D_1 - D_0}{D_0} = \frac{2 - 0,75}{0,75} = 167\%$$

$$g_2 = \frac{D_2 - D_1}{D_1} = \frac{3 - 2}{2} = 50\%$$

Темпы роста дивидендов корпорации *непостоянны*

Так как, начиная с момента времени $T = 2$ имеется прогноз, что в будущем величина дивидендов будет расти с постоянным темпом 10% в год, то $g = 10\%$

$$D_{T+1} = D_3 = 3(1 + 0,1) = 3,3$$

Модель дисконтирования дивидендов



- *Требования:* оценка

$$\bar{r}_i = r_f + (\bar{r}_M - r_f) \beta_i$$

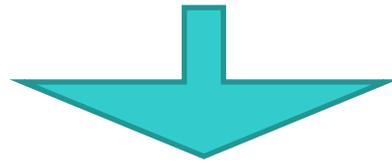
CAPM

При значении **требуемой** ставки
доходности 15% в величины V_{T-} и V_{T+}
могут быть рассчитаны

$$V_{T-} = \frac{2}{(1 + 0,15)^1} + \frac{3}{(1 + 0,15)^2} = 4,01$$

$$V_{T+} = \frac{3,3}{(0,15 - 0,1)(1 + 0,15)^2} = 49,91$$





$$V = 4,01 + 49,91 = 53,92 \text{ đóá}$$

IRR

Если взять текущий курс, равным 55 руб. за акцию, то необходимо найти решение в следующем уравнении:

$$55 = \frac{2}{(1 + IRR)^1} + \frac{3}{(1 + IRR)^2} + \frac{3,3}{(IRR - 0,1)(1 + IRR)^2}$$



$$IRR = 14,9\%$$

Модель дисконтирования дивидендов

- *Ожидания:* оценка

$$g =$$

$$(1 - p) \times ROE$$

Где p – коэффициент дивидендных выплат

**Бизнес +
Дивидендная политика**



DDM модели лучше всего применимы в следующих случаях:

- компания выплачивает дивиденды;
- компании придерживается точной дивидендной политики, которая обеспечивает тесную связь между размерами прибыли и дивидендов;
- держатель акций не имеет возможности влиять на политику компании в вопросах распределения прибыли.

Две главные причины популярности модели:

DDM основаны на простом, признанном понятии: справедливая стоимость ценной бумаги должна равняться дисконтированной стоимости денежных поступлений, ожидаемых от этой ценней бумаги.

Основные данные для *DDM* совпадают со стандартными данными многих крупных и инвестиционных компаний, имеющих в штате аналитика, который отвечает за прогнозирование корпоративных прибылей.

Модель дисконтирования дивидендов vs DCF-модель



Базовая процедура DCF-модели:

1. Оценить Свободный CF FCF_t
2. Оценить

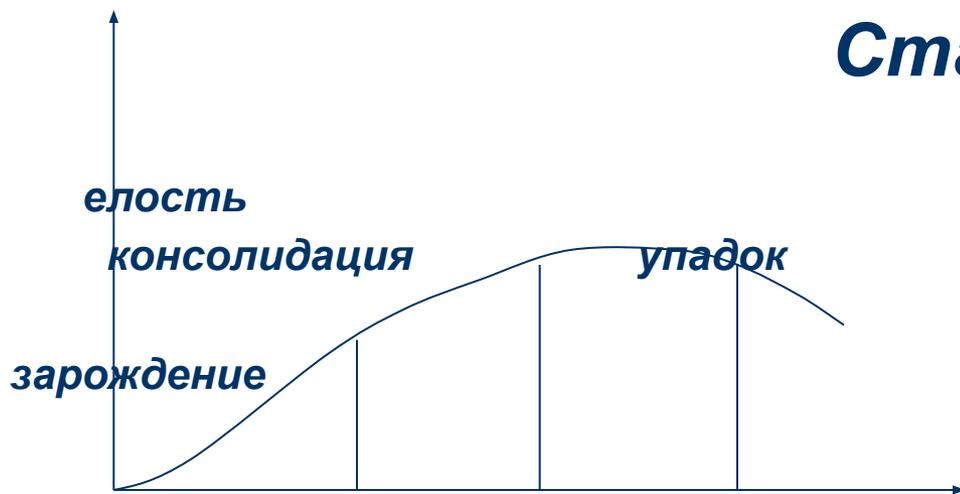
$$FirmValue = \sum FCF_t d(t)$$

3. Ожидаемая стоимость акции = FV /количество

Модель дисконтирования дивидендов vs DCF-модель

*Рост vs
Стабильности:*

зр



Применимость моделей

Модель дисконтирования дивидендов vs DCF-модель



Иные варианты:

**Финансовые vs
Нефинансовые**

**Защитные vs
Циклические**

Использование мультипликаторов при оценке акций



Какие кластеры?

Какие предпочтительнее?

A) P/Eps

Б) P/BV

В) P/Sps

Г) EV/S

Д) EV/FCF

Е) $EV/EBITDA$

Ж) $Capit-n /NA$

Использование мультипликаторов при оценке акций

Принцип:



$P_{\text{оценка}} = \text{мультипликатор}^* \text{ база мультипликатора}$

Далее....

Использование мультипликаторов при оценке акций



Вариант:

Среднеотраслевой мультипликатор

Недостатки:

Использование мультипликаторов при оценке акций



Базовая процедура:

1. Оценить «нормальное» значение мультипликатора
2. Оценить ожидаемое значение базы
3. Оценить P_1
4. Ожидаемая доходность инвестиции =
5. Сравнение с требуемой доходностью инвестиции

Использование мультипликаторов при оценке акций



Вопросы по базовой процедуре:

1. Как оценить «нормальное» значение мультипликатора?

Методы:

2. Как оценить ожидаемое значение базы?

Методы:

3. Сравнение с какой требуемой доходностью инвестиции?

Выводы. Заключение

*Благодарю за
внимание!*

Ваши вопросы?

