

Анализ средневзвешенной стоимости капитала, как индикатора целесообразности выхода на новые рынки на примере компании «Ростелеком»

Канищев К. В.¹, Софронова Е. В.²

¹Канищев Кирилл Валерьевич / Kanishchev Kirill Valerievich – студент,
факультет бизнеса и менеджмента;

²Софронова Елена Владимировна / Sofronova Elena Vladimirovna – студент,
факультет социальных наук,
Национальный исследовательский университет
Высшая школа экономики, г. Москва

Аннотация: существенным фактором, влияющим на решение о целесообразности вложения средств в инвестиционный проект, в частности, по выходу на новые рынки, является ставка дисконтирования проекта. В данной работе будет произведен расчёт и анализ этого важнейшего показателя на примере проекта по выходу на новые рынки компании «Ростелеком».

Ключевые слова: вероятность, ординар, экспресс, система.

Существует несколько способов расчета ставки дисконтирования. Наиболее известные из них – это кумулятивный и укрупненный метод оценки ставки дисконтирования.

Согласно кумулятивному способу ставку дисконтирования инвестиционного проекта можно посчитать как:

$$r = rf + gr + I, \quad (1)$$

где r – ставка дисконтирования; rf – безрисковая процентная ставка; gr – премия за риск; I – процент инфляции [1].

Данный способ удобен для различных инвестиционных проектов, где сложно статистически оценить величину возможного риска/доходности. Однако, во-первых, в нашей ситуации такая возможность оценки есть, а, во-вторых, стоит отметить, что существенным недостатком данной методики расчета является отсутствие учёта конкретной стоимости капитала компании. По сути, этот показатель заменен на инфляцию и минимальную доходность сопоставимую с государственными долгосрочными облигациями, что никак не связано с рентабельностью деятельности компании, средневзвешенной процентной ставкой (по кредитам и / или облигациям) и структурой ее пассивов [2].

Средневзвешенная стоимость капитала (*weighted average cost of capital* — WACC), которая учитывает стоимость собственного (акционерного) капитала и стоимость заемных средств. Данный способ используется в основном по отношению к компаниям, которые являются открытыми акционерными обществами, так как их акции торгуются на фондовых рынках и, соответственно, для них существует такое понятие, как рыночная стоимость собственного капитала. Еще одним важным фактором, определяющим возможность использовать данный метод, является наличие достаточной статистики для расчета своего β -коэффициента, а также возможность найти предприятие-аналог, чей β -коэффициент они могли бы использовать в собственных расчетах.

Поскольку компания «Ростелеком» является открытым акционерным обществом и одним из крупнейших игроков рынка телекоммуникаций, то данный способ расчёта для нас вполне применим.

Итак, согласно данному методу, ставка дисконтирования, она же – средневзвешенная стоимость капитала (WACC) определяется как:

$$WACC = R_e(E/V) + R_d(D/V)(1 - t) + R_p(P/V), \quad (2)$$

где R_e — ставка доходности обыкновенных акций;

E — суммарная рыночная стоимость обыкновенных акций компании. Рассчитывается как произведение общего количества обыкновенных акций компании и цены одной акции;

D — суммарная рыночная стоимость заемного капитала. На практике часто определяется по бухгалтерской отчетности как сумма займов компании. Если эти данные получить невозможно, то используется доступная информация о соотношении собственного и заемного капиталов аналогичных компаний;

P — суммарная рыночная стоимость привилегированных акций компании;

$V = E + D + P$ — суммарная рыночная стоимость займов компании и ее акционерного капитала;

R_d — ставка доходности заемного капитала компании (затраты на привлечение заемного капитала). В качестве таких затрат рассматриваются проценты по банковским кредитам и корпоративным облигациям компании. При этом стоимость заемного капитала корректируется с учетом ставки налога на прибыль. Смысл корректировки заключается в том, что проценты по обслуживанию кредитов и займов относятся на себестоимость продукции, уменьшая тем самым налоговую базу по налогу на прибыль;

R_p — ставка доходности привилегированным акциям;

t — ставка налога на прибыль.

Таким образом, для нахождения ставки дисконта нужно найти значения всех неизвестных показателей и подставить их в итоговую формулу.

Для определения стоимости собственного капитала воспользуемся моделью оценки долгосрочных активов (*capital assets pricing model* — *CAPM*). Согласно данной модели ставка дисконтирования (ставка доходности) собственного капитала (R_e) рассчитывается по формуле:

$$R_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f), \quad (3)$$

где R_f — безрисковая ставка дохода;

β — коэффициент, определяющий изменение цены на акции компании по сравнению с изменением цен на акции по всем компаниям данного сегмента рынка;

$(R_m - R_f)$ — премия за рыночный риск;

R_m — среднерыночные ставки доходности на фондовом рынке.

В качестве безрисковых активов (то есть активов, вложения в которые характеризуются нулевым риском) рассматриваются обычно государственные ценные бумаги. По состоянию на 18 октября 2016 года данная величина равна 9%.

β — коэффициент для «Ростелекома» нетрудно найти на многих брокерских информационных площадках. По состоянию на 18 октября 2016 года, данный показатель равен 0,45 [4].

Премия же за рыночный риск ($R_m - R_f$) является величиной, на которую среднерыночные ставки доходности на фондовом рынке превышали ставку дохода по безрисковым ценным бумагам в течение длительного времени. Она рассчитывается на основе статистических данных о рыночных премиях за продолжительный период. Во многих учебниках для российского рынка данная величина принимается равной в среднем 5%. Однако такой подход унифицирует все компании без специфики их деятельности. Куда более точным способом нахождения данной величины может служить признанная многими методика компании «Альт-Инвест», которая предложила использовать дифференцированный подход в зависимости от характеристики риска [3]. Так, согласно данной классификации премия за рыночный риск для выхода на новые рынки, коим и является рассматриваемый проект, применяется равной 6%. Таким образом, ставка доходности собственного капитала на основании приведенных значений равна 11,7%.

Компания «Ростелеком» имеет в обращении как привилегированные, так и обыкновенные акции. По состоянию на 18 октября 2016 года капитализация обыкновенных акций составила 204,14 миллиарда рублей, а привилегированных — 12,97 миллиарда рублей [4],[5]. Величина же R_p , равная отношению дивиденда по привилегированной акции к её цене имеет значение 5,92 рубля / 61 рубль = 9,6%

Что же касается заёмного капитала, то согласно финансовой отчетности ОАО «Ростелеком» заёмные средства компании на конец второго квартала 2016 года равны 135,5 миллионов рублей, ставка же доходности заёмного капитала компании определяется через ставку её корпоративных облигаций, которая равна по состоянию на 16 сентября 2016 года 9,2% [6].

Таким образом, в результате финальных вычислений нетрудно получить итоговую средневзвешенную стоимость капитала компании, являющуюся искомой ставкой дисконтирования для данного проекта:

$$R_e = 11,7\%; R_p = 9,6\%; R_d = 9,2\%; t = 0,2; E/V = 0,94; P/V = 0,06; D/V = 0,001.$$

$$WACC = 11,7\% \cdot 0,94 + 9,2\% \cdot 0,001 \cdot (1 - 0,2) + 9,6\% \cdot 0,06 = 11,6\%.$$

Литература

1. Касатов А. Д. Развитие экономических методов управления интегрированными корпоративными структурами в промышленности: инвест. аспект. М.: Изд. Дом «Экономическая газета», 2010. С. 324.
2. Синадский В. Расчет ставки дисконтирования // Финансовый директор. № 4, 2003.
3. Практика коммерческой оценки и экспертизы инвестиционных проектов в промышленности: комплект методических материалов по теме. Москва: Альт-Инвест, 2006. С. 71.
4. Обыкновенные акции компании «Ростелеком». [Электронный ресурс]. InvestfundS. Режим доступа: <http://stocks.investfunds.ru/stocks/9/> (дата обращения: 20.10.2016).
5. Обыкновенные акции компании «Ростелеком». [Электронный ресурс]. InvestfundS. Режим доступа: <http://stocks.investfunds.ru/stocks/10/> (дата обращения: 20.10.2016).
6. Финансовая отчетность «Ростелеком». [Электронный ресурс]. InvestfundS. Режим доступа: http://stocks.investfunds.ru/issuers/1577/fin_accounting/ (дата обращения: 21.10.2016).