Что ожидают инвесторы от эмитентов?

Ольга БУЯНОВА,
генеральный директор,
IR-агентство FLASHCOMM

Ольга Буянова в 2000 году с отличием окончила бакалавриант экономического факультета Государственного университета — Высшей школы экономики, в 2002 г. — магистратуру ГУ-ВШЭ, в 2005 г. — аспирантуру ГУ-ВШЭ, в настоящее время работает над кандидатской диссертацией.

С 1998 г. по 2002 г. участвовала в ряде проектов в качестве эксперта по маркетингу и менеджера проектов, с ноября 2002 г. по май 2006 г. работала корреспондентом ИД «КоммерсантЪ» (группа экономического анализа), где опубликовала более 400 статей, посвященных фондовому рынку, IPO, деятельности инвестиционных компаний и бирж. В 2006 году создала и возглавила IR-агентство FLASHCOMM.

Ожидания инвесторов отражают, с одной стороны, их специфику, а с другой — текущую ситуацию в компании, индустрии или на рынке. В конечном счете, инвесторов интересует прибыль на вложенный капитал. Однако дьявол, как известно, в деталях. Как зависят ожидания инвесторов от их профиля? Какие факторы влияют на ожидания инвесторов? В этой статье сделана попытка ответить на эти и другие вопросы.

ТИПЫ ИНВЕСТОРОВ И ИХ ОЖИДАНИЯ

Традиционно инвесторов делят на физических и юридических лиц. В данной статье речь пойдет об институциональных инвесторах. К ним относятся различные фонды (пенсионные, индексные, страховые, венчурные), трасты, банки и сами компании.

Институциональные инвесторы также делятся на портфельных, прямых и стратегических инвесторов.

Значительная часть портфельных инвесторов в России являются спекулянтами. Обычно эти инвесторы заинтересованы в высокой волатильности ценных бумаг компании, так как могут получать прибыль как на растущем, так и на падающем рынке, и имеют самый короткий горизонт планирования своих действий.

Как правило, ожидания спекулянтов базируются на «хороших» и «плохих» новостях о компании, индустрии и рынке страны (иногда даже на слухах). Из новостей об эмитенте такие инвесторы часто интересуются не столько финансовыми показателями компании, сколько потенциальными сделками, влияющими на структуру акционеров компании (IPO, SPO), а также сделками M&A.

Другие портфельные инвесторы имеют более длительные горизонты планирования. Их ожидания строятся не только на новостном потоке компаний и собственном анализе, но и на мнении отраслевых аналитиков. Последние определяют справедливую цену ценных бумаг эмитента, а также дают свои рекомендации по покупке, удержанию или продаже акций.

Здесь имеет смысл рассказать подробнее об ожиданиях основных портфельных инвесторов.

Пенсионные фонды

Пенсионные фонды, как правило, бывают следующих типов: «роста», «стоимости», «дохода» и имеющие все три составляющие — «смешанные».

Фонды «роста» обращают основное внимание на темпы роста прибыли и выручки для определения пере- или недооцененности акций. Как правило, это наиболее применимо для технологичных компаний, которые, несмотря на текущие убытки, должны начать приносить прибыль в скором будущем. Для этих фондов важны прогнозы компаний относительно их будущей динамики выручки и прибыли, сравнения их с показателями других компаний в индустрии.

Фонды стоимости используют фундаментальные методы оценки, такие как дисконтированные денежные потоки и анализ мультипликаторов, для определения того, являются ли акции недооцененными по сравнению с моделью. Таким образом, для этих фондов наряду с прогнозом операционной прибыли важны также прогнозы показателей компании, влияющих на денежный поток (капитальные затраты, амортизационные отчисления, изменения в оборотном капитале).

Фонды дохода обращают основное внимание на возврат инвесторам денежных средств в форме дивидендов. Поэтому в работе с этими инвесторами крайне важно показать сравнительный анализ дивидендной доходности акций компании по сравнению с дивидендной доходностью компаний-конкурентов и компаний, работающих в других индустриях. Желательно также как можно полнее описать принципы дивидендной политики компании.

Как правило, большая часть пенсионных фондов имеют смешанные портфели из акций и облигаций. Типичный фонд может держать 50–65% средств в акциях, а остальные средства вложить в облигации, поэтому эмитентам необходимо убеждать пенсионные фонды в том, что у компании нет серьезных проблем с ликвидностью, то есть в случае предъявления оферт по облигациям компания не окажется в техническом дефолте и в крайнем случае сможет получить кредиты от банков для исполнения своих долговых обязательств.

Индексные фонды

Индексные фонды владеют некоторой частью фондового рынка. Индексный фонд инвестирует в акции, входящие в определенный целевой индекс, например в индекс РТС.

Индексные фонды отличаются от активно управляемых взаимных фондов тем, что они не предполагают отбора акций знающими специалистами — они просто стремятся получить доход в соответствие с определенным фондовым индексом. При работе с индексными фондами компаниям необходимо продемонстрировать более значительный рост котировок акций компании по сравнению с динамикой индекса.

Страховые компании

Для страховых инвесторов характерна нестабильность потребностей в наличности, в связи с чем они инвестируют в определенные виды ценных бумаг.

Компании, занимающиеся страхованием жизни, структурируют портфели таким образом, чтобы получить достаточный доход за период жизни фонда, при этом отложив часть средств с расчетом на долгосрочный прирост капитала. Эти фонды обычно достаточно консервативны и ожидают от компании прозрачности ее стратегических целей и структуры акционеров.

Компании, не занимающиеся страхованием жизни, имеют очень непредсказуемые потребности в наличности, они структурируют портфели таким образом, что основную долю в нем составляют ценные бумаги с фиксированным доходом и краткосрочные ценные бумаги. Для таких фондов характерен повышенный интерес к платежеспособности и текущей ликвидности эмитентов.

Паевые трасты

Паевой траст является бессрочным инструментом коллективного инвестирования, который покупает фиксированный, стабильный портфель приносящих доход ценных бумаг, а затем продает инвесторам акции траста.

Доходы от прироста стоимости инвестиций, проценты и дивидендные платежи регулярно переходят от траста к акционерам. Для паевых трастов главным является надежность, а не доходность. Как следствие, эти инвесторы имеют высокодиверсифицированные портфели, в которых преобладают ценные бумаги наиболее ликвидных компаний.

Хедж-фонды

«Хеджирование» в общем означает управление риском. Как правило, финансовый менеджер использует определенную тактику хеджирова-

ния для снижения определенного риска. Добавление одного или нескольких хедж-фондов в инвестиционный портфель может благоприятно сказаться на общем финансовом положении инвестора. Хедж-фонды часто могут иметь специализацию на определенных отраслях в течение длительного времени.

Длинный/короткий — хедж-фонд может иметь как длинную, так и короткую позицию — пытается использовать несовершенство оценки рынком двух и более похожих акций, покупая недооцененные и продавая переоцененные бумаги. Макро — хедж-фонд принимает инвестиционные решения на основании главных индикаторов или изменений в экономике (например, процентная ставка или ожидания роста). Хедж-фонд, действующий на основании количественного анализа, принимает решения на основании моделей, созданных для обработки большого количества данных посредством определенной модели.

Инвестиционные трасты

Инвестиционные трасты являются инвестиционными фондами закрытого типа (фиксированное количество денежных средств для инвестирования), которые зарегистрированы и котируются на бирже. Инвестиционные трасты специализируются на определенных секторах экономики и регионах мира. Могут иметь различные категории акций (дохода или роста). Чистая стоимость активов объявляется ежедневно, торги могут проходить по стоимости выше или ниже балансовой чистой стоимости активов. Для инвестиционных трастов важны привлекательность акций компании по сравнению с акциями компаний-конкурентов внутри страны и аналогичных компаний, работающих на ближайших рынках.

Фонды прямых инвестиций

Фонды прямых инвестиций, как правило, владеют не менее чем блокирующим пакетом акций. Они заранее рассчитывают приемлемую для них доходность от продажи акций компании и сроки продажи своего пакета акций. Их ожидания формируются в результате регулярного обмена информацией о деятельности компании с ее менеджментом. Этих инвесторов интересует полный спектр финансовой информации о компании (включая описание ключевых показателей прибыльности, ликвидности и платежеспособности компании, структуры ее дебиторской и кредиторской задолженности, капитальных вложений и себестоимости). Кроме того, фонды прямых инвестиций обычно заинтересованы в совместном обсуждении стратегии развития компании с менеджментом компании (включая политику заимствований компании и прогноз чистого денежного потока компании в течение нескольких будущих лет).

Особое место для компаний занимают стратегические инвесторы. Они часто владеют вторым по величине пакетом акций и могут быть заинтересованы в приобретении контрольного пакета акций компании. Стратегические инвесторы крайне редко продают собственный пакет акций (этому обычно способствуют серьезные трудности с ликвидностью у материнской компании или конфликт интересов акционеров). Для стратегических инвесторов особенно важна прозрачность ведения бизнеса менеджментом компании и возможность совместного с основным акционером принятия наиболее важных для бизнеса компании решений.

ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА ОЖИДАНИЯ ИНВЕСТОРОВ

Традиционно выделяются четыре группы факторов, имеющих наибольшее влияние на ожидания инвесторов: политические, макроэкономические, индустриальные и связанные непосредственно с эмитентом. В данной статье мы остановимся на последней группе факторов.

Эта группа включает в себя стратегию компании и показатели деятельности компании.

Стратегия компании

Стратегия компании позволяет инвесторам понять стратегические цели и инструменты их достижения. Инвесторам важно знать, что и как менеджмент компании собирается делать в ближайшие годы. Например, если менеджмент стремится к увеличению доли рынка компании или выходу на новые рынки, это может потребовать от компании мобилизации собственных ресурсов или привлечения внешних, что может отразиться на прибыльности и платежеспособности компании и, как следствие, на ее дивидендной политике.

Инструменты достижения стратегических целей могут серьезным образом повлиять на инвестиционную привлекательность компании. Например, выход компании на IPO, проведение сделок M&A, заключение стратегических

альянсов могут серьезно изменить структуру акционерного капитала и, в конечном счете, сказаться на стоимости компании.

Показатели деятельности компании

Позиционирование компании на рынке является важным фактором для принятия решений инвесторами всех типов. Традиционными для инвесторов являются сравнение показателей деятельности компании с показателями конкурентов, а также со средними индустриальными показателями. Ключевыми показателями компании для инвесторов являются операционные и финансовые показатели деятельности компании, показатели возврата инвестируемого капитала, стоимостные показатели компании.

ОПЕРАЦИОННЫЕ И ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ КОМПАНИИ

Операционные показатели компании отражают индустриальную специфику компании. Инвесторы используют информацию об операционных показателях для проведения сравнительного анализа компании с ее конкурентами на рынке. Часто инвесторы также принимают во внимание отчеты аналитиков инвестиционных банков, в которых проводится подробный индустриальный анализ и отслеживается позиция компании в индустрии по ее главным операционным показателям.

Финансовые показатели деятельности компании дают представление инвесторам о ее прибыльности, ликвидности и платежеспособности. Среди показателей прибыльности компании наиболее часто у инвесторов вызывают интерес такие показатели, как EBITDA[1], EBITA[2], чистая прибыль, а также их отношение к выручке, то есть маржи. К наиболее популярным среди инвесторов показателям ликвидности компании относятся показатели мгновенной и текущей ликвидности, отношение денежных средств компании к ее текущим пассивам и отношение операционной прибыли компании к ее текущим пассивам.

Наконец, основными показателями платежеспособности являются отношение общего долга компании к акционерному капиталу, отношение общего долга компании к ее общим активам и отношение общих активов компании к ее акционерному капиталу.

ПОКАЗАТЕЛИ ВОЗВРАТА ИНВЕСТИРУЕМОГО КАПИТАЛА

Эти показатели, с одной стороны, отражают дивидендную политику компании, а с другой — дают представление об эффективности использования ее текущих активов и акционерного капитала. Фундаментальными показателями возврата инвестиций являются возврат на вложенный капитал, возврат на существующие активы, дивидендная доходность и доля выплачиваемых дивидендов от чистой прибыли компании.

СТОИМОСТНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ КОМПАНИИ

Эти показатели являются наиболее важными с точки зрения понимания инвесторами разницы между текущей капитализацией компании и справедливой оценкой ее акций. Инвесторы и аналитики инвестиционных банков чаще всего оценивают компании двумя способами: методом дисконтированных денежных потоков и методом мультипликаторов. Вследствие этого инвесторам важно знать не только текущие показатели компании, влияющие на ее денежный поток (включая амортизацию, капитальные вложения и изменение оборотного капитала), но также их прогнозные значения в течение нескольких будущих лет.

Наиболее распространенными мультипликаторами, используемыми для оценки компании, являются отношение цены акции компании к прибыли компании на одну акцию, отношение цены акции компании к продажам компании на одну акцию, отношение стоимости компании к EBITDA (EBITA и чистой прибыли).

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Управление ожиданиями инвесторов является одной из главных задач IR компании. Многообразие типов инвесторов и факторов, влияющих на их ожидания, приводит к необходимости создания целостной и гибкой информационной политики компании, активному сотрудничеству IR со всеми основными подразделениями компании. Процесс управления ожиданиями инвесторов должен быть непрерывным и выглядеть как единая история. Наградой эмитенту в этом случае станет лояльность инвесторов, а в результате — высокая оценка стоимости компании рынком.

[1] EBITDA — Прибыль до вычета амортизации по основным и нематериальным активам, процентов, налогов

[2] EBITA — Прибыль до вычета амортизации по нематериальным активам, процентов, налогов