

# ФІНАНСОВИЙ АНАЛІЗ ТА ПЕРВИННЕ РОЗМІЩЕННЯ АКЦІЙ — ЧАСОВИЙ АСПЕКТ

Y. Netesanyi,

PhD, docent Ukrainian State University of Finance and International Trade, Kyiv

FINANCIAL ANALYSIS AND INITIAL PUBLIC OFFERING — THE TIME ELEMENT

**Дослідження міжнародних стандартів бухгалтерського обліку та його фінансовий аналіз. Прогноз проведення первинного розміщення цінних паперів у 2012 та 2015 рр. на прикладі реальної компанії.**

**The study of international accounting standards and its financial analysis. Forecast conducting initial public offering of securities in 2012 and 2015 as an example of the real company.**

*Ключові слова:* Первинне розміщення акцій (IPO), міжнародні стандарти бухгалтерського обліку, фінансовий аналіз, фінансова звітність, моделювання та дисконтування теперішньої і майбутньої ціни акцій.

*Key words:* Initial Public Offering (IPO), international accounting standards, financial analysis, financial reporting, modeling and discounting the present and future share price.

## ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Чи резонно сьогодні відкладати первинне публічне розміщення цінних паперів на пізніший термін? Ніхто не стане сперечатися, що відповідь на це питання залежить від фінансових показників компанії та ринку. Якщо цю думку ще більше узагальнити, все залежить від того, наскільки ефективно компанії вдається реінвестувати вільні грошові кошти назад у розвиток бізнесу.

## АКТУАЛЬНІСТЬ ТЕМИ

Проявом глобалізації світового економічного розвитку є активна інтернаціоналізація фондових ринків, що впливає на формування нових тенденцій розвитку фінансового середовища, які виявляються у здійсненні первинних публічних розміщень акцій на світових фондових ринках. Компанії, що прагнуть здійснити первинні розміщення акцій на міжнародних фондових ринках перш за все зацікавлені в отриманні додаткових коштів, набутті прозорості бізнесу, удосконаленні технологій корпоративного управління.

## АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ ТА ПУБЛІКАЦІЙ

Проблеми формування і розвитку фондового ринку та специфіку первинних розміщень акцій розглянуто в роботах таких науковців, як І. Велч, Р. Гедденс, Г. Грегоріу, Д. Дрейхо, Ф. Еспінас, М. Левіс. Останніми роками тема IPO стала предметом активного дослідження

російських науковців: С. Гвардіна, П. Гулькіна, А. Лукашова, Я. Міркіна, А. Могіна, В. Нікіфорова, П. Шлика та інших. Засади здійснення первинного розміщення акцій представлені в наукових працях українських фахівців: В. Грушка, А. Єременка, К. Забарного, В. Кукси, Г. Карпенка, Т. Майорової, А. Музиченка, М. Сороки, О. Чумаченко, В. Шевченка. Концептуальним питанням становлення та функціонування фондового ринку України присвячені праці вчених-економістів і практиків: В. Базилевича, С. Бірюка, М. Бурмаки, О. Каніщенко, З. Луцишин, І. Лютого, Д. Лук'яненка, О. Мозгового, А. Поручника, О. Рогача, А. Філіпенка та інших.

Водночас необхідно зазначити, що, незважаючи на значну кількість публікацій, присвячених різним аспектам первинного розміщення акцій українських компаній на міжнародних фондових ринках, недостатньо дослідженими аспектами цієї теми є визначення механізму первинного розміщення акцій та застосування цього механізму українськими підприємствами на міжнародних фондових ринках, а також не розуміння власниками підприємств можливостей та принципів функціонування фондових ринків і часового проміжку для виходу на ці ринки.

## МЕТА ДОСЛІДЖЕННЯ

Метою дослідження є часовий аналіз проведення первинного розміщення акцій сьогодні чи через три роки на реальному прикладі.

Таблиця 1. INCOME STATEMENT / ЗВІТ ПРО ПРИБУТКИ І ЗБИТКИ

Revenue (Sales)	Виручка	дохід
Cost of Goods Sold (COGS)	Собівартість продаж (Собівартість виробництва)	(витрати)*
Gross Profit	Валовий прибуток = Виручка — собівартість продаж	дохід
Selling, General & Admin. Expense (SG&A)	Адміністративні та комерційні витрати (Інші операційні витрати)	(витрати)
Advertising	Реклама	(витрати)
Research & Development	НЮКР (Витрати на дослідження та розробки)	(витрати)
EBITDA	Чистий прибуток до відсоткових витрат податків та амортизації	дохід
Depreciation, Depletion and Amortization	Амортизація	(витрати)
Operating Income (EBIT)	Операційний прибуток (чистий прибуток до відсоткових витрат та податків)	дохід
Interest Income	Відсоткові доходи (Доходи від вкладених ресурсів, якщо такі є)	дохід
Interest Expense	Відсоткові витрати (відсоткова частина виплат за позичками та кредитами)	(витрати)
Other Income (Minority Interest)	Інші доходи	дохід
Pre-Tax Income (PBT, Profit before tax)	Прибуток до оподаткування	дохід
Tax Provision	Податки	(витрати)
NET INCOME (NI)	ЧИСТИЙ ПРИБУТОК	дохід

\* у дужках вказуються негативні величини, тобто витрати.

### ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Для розрахунку умовної капіталізації компанії — у разі проведення IPO зараз і без проведення IPO, — нам знадобиться деяке базове розуміння фінансової звітності, тому ми розділили статтю на дві частини.

Отже, будь-яка звітність, будь то IFRS, GAAP чи інша, влаштована по одному і тому ж принципу і складається з трьох основних документів: звіт про прибутки і збитки (Profit & Loss statement або income statement), балансовий звіт (balance sheet) та звіт про рух грошових коштів (ДДС, Cash Flow Statement). Також у загальну фінансову звітність входить звіт про зміни у власному капіталі (statement of shareholders 'equity) і пояснень до всіх цих звітів, однак для цілей нашої статті потрібне розуміння тільки перших трьох звітів.

Звіт про прибутки і збитки (P & L statement) являє собою звичайну таблицю, в якій зведені воедино і розкладені по категоріям всі прибутки і збитки компанії за період (рік, півріччя або квартал) (табл. 1).

Сьогодні у всіх на слуху термін EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Depletion and Amortization) — це чистий прибуток компанії (тобто з уже врахованої собівартістю та іншими витратами типу реклами, досліджень і адміністрації) але до того, як з неї віднімуть відсотки за кредитами (Interest), податки (Taxes) та амортизацію об'єктів (Depreciation, Depletion and Amortization). Сенс аналізувати чистий прибуток до вирахування процентних витрат, податків і амортизації полягає у тому, щоб дуже різні компанії можна було розглядати в порівнянні з узагальненим і уніфікованим показниками. У випадку з EBITDA сенс простий: отримати єдиний показник того, скільки грошей заробляє компанія, якщо відкинути всі нюанси фінансування видатків та форматів ведення бухгалтерії, прийнятої в конкретній компанії. По такому уніфікованому показником, як EBITDA, інвестор може грубо порівнювати прибутковість різних компаній, компаній з різних індустрій і навіть країн. Давайте проаналізуємо всі три компоненти, що відкидаються в EBITDA.

Процентні витрати (Interest) можуть змінюватися в залежності від розмірів заборгованості, і якщо компанія тільки що взяла великий кредит, її процентні платежі суттєво спотворять загальну картину грошових потоків при порівнянні з менш закредитованою компанією. Амортизація (Depreciation and Amortization), в свою чергу, є витратою тільки на папері — це якась віртуальна сума, на яку за минулий період подешевшало обладнання компанії, і яка формально віднімається з прибутку; при цьому амортизація ніяк не впливає на реальний грошовий потік. Податки (Taxes) також не беруться до розрахунків для даного показника, щоб виключити з аналізу особливості податкового режиму в конкретній компанії.

Ще один схожий популярний показник, EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) — це те ж саме, що EBITDA, але тільки вже після вирахування амортизації. Для повноти картини інвестору зазвичай зручно мати три показника прибутку: EBITDA, EBIT і Net Income (чистий прибуток, NI). Ставлення різних типів прибутку до виручки дає різні показники рентабельності. наприклад:

Валова рентабельність (Gross Margin) = Валовий прибуток (Gross Profit) / Виручка (Sales).

Рентабельність EBITDA = EBITDA / Виручка (Sales).

Рентабельність чистого прибутку = Чистий прибуток (Net Income) / Виручка (Sales).

Бухгалтерський баланс, або балансовий звіт (Balance Sheet), у свою чергу, показує нам всі активи та зобов'язання (пасиви) компанії. На відміну від Income Statement, баланс складається не за період часу, а на певну звітну дату — зазвичай на останню дату звітного фінансового періоду. Баланс показує наявність у компанії грошових коштів, активів, структуру капіталу компанії (співвідношення власних і позикових коштів). Особливо корисний аналіз змін балансу в динаміці, тобто за роками. Крім активів та пасивів (зобов'язань), в балансі завжди є третій обов'язковий компонент — власний капітал. Основне глобальне правило бухгалтерського балансу, якому все підкоряється в будь-якому стандарті звітності, виглядає так:

Таблиця 2. BALANCE SHEET / БУХГАЛТЕРСЬКИЙ БАЛАНС

<b>I. Активи</b>	
Cash And Cash Equivalents	Готівкові кошти та їх еквіваленти
Marketable Securities	Ліквідні цінні папери
<b>Cash, Cash Equivalents, Marketable Securities</b>	<b>Всього коштів та ліквідних цінних паперів</b>
<b>Accounts Receivable</b>	<b>Дебіторська заборгованість (заборгованість перед нами)</b>
Inventories, Raw Materials & Components	Запаси: матеріали та компоненти
Inventories, Work In Process	Запаси: незавершена продукція
Inventories, Inventories Adjustments	Запаси: коригування
Inventories, Finished Goods	Запаси: готова продукція
Inventories, Other	Запаси: інше
<b>Total Inventories</b>	<b>Всього запаси товарно-матеріальні цінності</b>
<b>Other Current Assets</b>	<b>Інші оборотні активи</b>
<b>Total Current Assets</b>	<b>Всього оборотні активи</b>
Land And Improvements	Земельні ділянки
Buildings And Improvements	Будівлі
Machinery, Furniture, Equipment	Обладнання, меблі, верстати
Construction In Progress	Стоячі площі
<b>Gross Property, Plant and Equipment</b>	<b>Всього нерухомості, верстати, обладнання (за ціною придбання)</b>
<b>Accumulated Depreciation</b>	<b>Накопичена амортизація</b>
<b>Property, Plant and Equipment</b>	<b>Нерухомість, верстати, обладнання (справжня справедлива вартість)</b>
<b>Intangible Assets</b>	<b>Нематеріальні активи</b>
<b>Other Long Term Assets</b>	<b>Інші не оборотні активи</b>
<b>TOTAL ASSETS</b>	<b>ВСЬОГО АКТИВИ</b>
<b>II. Пасиви (Зобов'язання)</b>	
Accounts Payable	Кредиторська заборгованість (наша заборгованість перед третіми особами)
Total Tax Payable	Податки до сплати
Other Accrued Expenses	Інші від терміновані зобов'язання
<b>Accounts Payable &amp; Accrued Expenses</b>	<b>Всього кредиторська заборгованість та від терміновані зобов'язання</b>
<b>Current Portion of Long-Term Debt</b>	<b>Частина довгострокових боргів до термінового погашення</b>
<b>Other Current Liabilities</b>	<b>Інші короткострокові зобов'язання</b>
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>Всього короткострокові зобов'язання</b>
<b>Long-Term Debt</b>	<b>Довгострокові зобов'язання</b>
Capital Lease Obligation	Зобов'язання по лізингу
Pension And Retirement Benefits	Пенсійні зобов'язання
Deferred Tax And Revenue	Від терміновані податкові зобов'язання
<b>Other Long-Term Liabilities</b>	<b>Інші довгострокові зобов'язання</b>
<b>TOTAL LIABILITIES</b>	<b>ВСЬОГО ПАСИВИ (ЗОБОВ'ЯЗАННЯ)</b>
<b>III. Власний капітал (Shareholders ' Equity)</b>	
<b>Common Stock</b>	<b>Звичайні акції</b>
<b>Preferred Stock</b>	<b>Привілейовані акції</b>
<b>Retained Earnings</b>	<b>Нерозподілений прибуток</b>
<b>Additional Paid-In Capital</b>	<b>Додатковий статутний капітал</b>
<b>Treasury Stock</b>	<b>Казначейські акції</b>
<b>TOTAL EQUITY</b>	<b>ВСЬОГО ВЛАСНИЙ КАПІТАЛ</b>

Усі активи — Всі зобов'язання = Власний капітал (Shareholders 'Equity).

Баланс — це теж таблиця, в якій всі активи і пасиви (зобов'язання) згруповані за категоріями (табл. 2).

Ще раз відзначимо, що завжди дотримується рівність "Розділ I (активи) — розділ II (пасиви) = розділ III (власний капітал акціонерів)", що логічно: вся власність компанії купується за рахунок позикових коштів і коштів акціонерів.

Зверніть увагу, що в активній частині балансу активи йдуть зверху вниз по мірі убунання їх ліквідності (тобто можливості швидко звернути ці активи в гроші). У балансі також є поняття оборотних (Current Assets) і необоротних (Non-Current Assets) активів. Серед активів у компанії завжди можна виділити ті активи, які по суті є засобами виробництва. Для компанії, що виробляє напої, це можуть бути верстати-конвеєри для розливу у споживчу тару. А для компанії, що розробляє програмні продукти, засоби виробництва — це офіси, комп'ютери та персонал, що займається дослі-

дженнями і розробкою (R & D — Research & Development). Подібні активи зазвичай підсумовуються і потрапляють в рядок Gross Property, Plant and Equipment — це будівлі, обладнання та інші засоби виробництва. Всі ці активи також по-іншому називаються Net Fixed Assets, і вони є частиною необоротних (постійних) активів компанії. Оборотні активи, на відміну від необоротних, повністю оновлюються протягом одного бізнес-циклу.

Для того, щоб компанії виробляли продукцію, потрібно також так званий оборотний капітал (Working Capital). Він потрібен для того щоб, закуповувати матеріали, виробляти з них продукцію і нести всі витрати, пов'язані безпосередньо з її виробництвом, включаючи такі витрати, як електроенергія, зарплати працівників, пов'язаних з виробництвом продукції, і так далі. У міру того, як компанія реалізує продукцію, оборотний капітал поновлюється. Чим довше цикл від виробництва до продажу, тим довше продукція лежить на складі і тим більше оборотного капіталу потрібно.

Таблиця 3. CASH FLOW STATEMENT / ЗВІТ ПРО РУХ ГРОШОВИХ КОШТІВ

БАЛАНС ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ В НАЧАЛЕ ПЕРИОДА (DD . MM . YY)	
Net Income	Чистий прибуток
Cumulative Effect Of Accounting Change	Ефект від зміни облікової політики
Net Foreign Currency Exchange Gain	Прибуток від валютних операцій
<b>Net Income From Continuing Operations</b>	<b>Чистий прибуток</b>
<b>Depreciation, Depletion and Amortization</b>	<b>Амортизація</b>
Change In Receivables	Зміни дебіторської заборгованості
Change In Inventory	Зміни запасів
Change In Prepaid Assets	Зміни в активах оплачених раніше
Change In Payables And Accrued Expense	Зміни кредиторської заборгованості
<b>Change In Working Capital</b>	<b>Зміни оборотного капіталу</b>
<b>Change In Deferred Tax</b>	<b>Зміни у від термінованих податкових зобов'язаннях</b>
<b>Cash Flow from Discontinued Operations</b>	<b>Грошові потоки від припиненої діяльності</b>
<b>Cash Flow from Others</b>	<b>Інші грошові потоки</b>
<b>Cash Flow from Operations</b>	<b>Грошові потоки від операційної діяльності</b>
<b>Purchase Of Property, Plant, Equipment</b>	<b>Придбання засобів виробництва (капітальні затрати – CAPEX)</b>
<b>Sale Of Property, Plant, Equipment</b>	<b>Продаж засобів виробництва</b>
<b>Purchase Of Business</b>	<b>Купівля інших бізнесів</b>
<b>Sale Of Business</b>	<b>Продаж частини бізнесу</b>
<b>Purchase Of Investment</b>	<b>Інвестиції</b>
<b>Sale Of Investment</b>	<b>Продаж інвестицій</b>
<b>Net Intangibles Purchase And Sale</b>	<b>Купівля та продаж нематеріальних активів</b>
<b>Cash From Discontinued Investing Activities</b>	<b>Грошові потоки від завершені інвестиційної діяльності</b>
<b>Cash Flow from Investing</b>	<b>Грошові потік від інвестиційної діяльності</b>
<b>Net Issuance of Stock</b>	<b>Випуск акцій/викуп акцій</b>
<b>Net Issuance of Preferred Stock</b>	<b>Випуск привілейованих акцій</b>
<b>Net Issuance of Debt</b>	<b>Надходження від кредитів / Виплата кредитів</b>
<b>Cash Flow for Dividends</b>	<b>Виплата дивідендів</b>
<b>Other Financing</b>	<b>Інше фінансування</b>
<b>Cash Flow from Financing</b>	<b>Грошові потоки від фінансової діяльності</b>
Net Change in Cash	Чисті зміни у готівкових засобів
БАЛАНС ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ В КОНЦЕ ПЕРИОДА (DD . MM . YY)	

Можна поррахувати, наскільки ефективно компанія використовує свої засоби виробництва, включаючи оборотний капітал. Назвемо в даному випадку всі ці активи капіталом (хоча слово "капітал" слід використовувати обережно, оскільки залежно від контексту воно використовується в різних значеннях і це часто вносить плутанину). Отже, який прибуток створює для компанії її капітал? Є кілька підходів для визначення такої ефективності; ми пропонуємо використовувати наступну формулу Джозела Грінблат, призначену для розрахунку повернення на капітал (ROC, Return On Capital):

$ROC \text{ (Return On Capital, зворотно капітал)} = EBIT / (\text{Net Fixed Assets} + \text{Working Capital})$ ;

Net Fixed Assets — це необоротні активи, такі як будівлі, обладнання та інші засоби виробництва;

Working Capital — оборотний капітал.

Розрахунок повернення на капітал є дуже важливим, оскільки ROC є індикатором того, що станеться з прибутком компанії, якщо вона буде продовжувати інвестувати свій вільний грошовий потік (Free Cash Flow, FCF), тобто чистий прибуток після всіх витрат і витрат, в засоби виробництва і оборотний капітал.

Для прикладу припустимо, що у компанії  $ROC = 30\%$ . Це означає, що кожні 100 доларів вільних грошей, інвестовані в капітал, дадуть 30 доларів EBIT (так як  $30/100 = 30\%$ ), які, після вирахування податків і процентних витрат, можливо, перетворяться на 20 доларів чистого прибутку (Net Income). Припустимо, рентабельність чистого прибутку дорівнює, в свою чергу,  $25\%$  (тобто Чистий прибуток / Виручка =  $25\%$ ). Це означає, що раз у нас з'явилося 20 доларів прибутку, виходить, що наша виручка збільшилася на додаткові 80 доларів (так як  $20$

$/ X = 25\%$ , значить  $X = 80$ ). Разом, якщо ми тепер прокрутимо цей приклад в прямому порядку: 100 доларів капітальних вкладень дадуть додаткові 80 доларів обороту, з яких вийде 30 доларів EBIT і потім 20 доларів чистого прибутку.

Звіт про рух грошових коштів (Cash Flow Statement) також необхідний нам для повного розуміння другої частини статті. Перші два розглянутих звіту несуть корисну інформацію, але показують "паперові" результати роботи. Оскільки у світі бізнесу балом правлять гроші, нас часто цікавить питання: а скільки ж грошей реально заробляє компанія, незважаючи на всі прекрасні результати на папері? Саме це і показує третій звіт. Для спрощення аналізу ми розглянемо лише окремі його частини. Звіт про рух грошових коштів являє собою стандартним чином звіт всіх операцій з грошовими коштами підприємства за певний період. Інвесторів при аналізі вартості акцій компанії, а також кредиторів при аналізі фінансового стану компанії та її здатності повернути взяті кредити часто цікавить не стільки відносна прибутковість компанії, скільки її здатність розплатитися за рахунками, а також здатність отримувати гроші ("генерувати кеш") від операцій. Часом ці показники більш важливі, ніж прибутковість. Простіше кажучи, маленька компанія (вірніше, компанія з маленьким грошовим потоком) може бути досить прибутковою, але якщо вона "генерує мало кеша", кредиторів не дадуть їй великих кредитів, а акціонери не зможуть очікувати від цієї компанії великих дивідендів, що позначиться на оцінці даної компанії.

Існують два формати звіту про рух грошових коштів — прямий (direct) і непрямий (indirect). Не вдаючись у

Таблиця 4.

	2012	2013П	2014П	2015П
Капітальні витрати (млрд дол.)	20.4	25.7	32.2	40.6

зайві подробиці, на практиці більшість підприємств являє непрямою звіту про рух грошових коштів, оскільки він трохи простіше в складанні, і дозволяє краще зрозуміти, чим грошовий потік від операційної діяльності відрізняється від прибутку компанії (а він, звичайно ж, відрізняється) (табл 3).

Відразу після початкового грошового балансу на початок періоду першої рядком у звіті стоїть чистий прибуток, а далі до неї починають додаватися всі коригування, які впливають на обсяг чистого грошового потоку, вираженого в готівці на рахунок компанії. Наприклад, амортизація є умовним віртуальним (не готівка) витратою, коли вона віднімається у звіті про прибутки і збитки, тому тут вона додається назад.

Після всіх врахованих коригувань чистого прибутку ми отримуємо в підсумку як суму показник "Грошовий потік від операційної діяльності" (Cash Flow from Operations), тобто всі готівкові гроші, які компанія створює в процесі своєї роботи. Ці отримані гроші можуть бути інвестовані назад у бізнес, наприклад, через здійснення капітальних інвестицій (рядок Purchase of Property, Plant, Equipment — придбання засобів виробництва, або Capital Expenditures, або CAPEX). Всі подібні інвестиційні витрати підсумовуються в рядку "Грошовий потік, від інвестиційної діяльності" (Cash Flow from Investing). І, нарешті, в останньому розділі "Грошовий потік від фінансової діяльності" (Cash Flow from Financing) вказані надходження і виплати кредитних ліній, надходження від випуску акцій і витрати, пов'язані із зворотним викупом своїх акцій, витрати на виплати дивідендів, та інші активності, пов'язані з фінансуванням діяльності компанії. Підсумувавши всі грошові потоки, ми отримуємо в звіті рядок "Чиста зміна в готівкових коштах", і з неї отримуємо значення грошових коштів на кінець періоду.

За основу приклад для розрахунку візьмемо реальні показники компанії China Mobile за 2012 рік. China Mobile вже є публічною компанією, але в даному випадку це не має значення, нам просто потрібні реальні цифри. Ми припустимо, що це приватна компанія і що 100%

акцій належить невеликій групі власників. Ми розглянемо два сценарії її розвитку на три роки: у першому випадку зростання компанії забезпечується цілком її власними коштами, використовуючи тільки чистий грошовий потік від операційної діяльності; у другому — із залученням акціонерного капіталу шляхом продажу пакету в 25% і використання цих коштів для фінансування зростання. Ми також припустимо, що зростання бізнесу в обох випадках не обмежений ринком і що компанія спокійно може використовувати весь вільний грошовий потік, або весь вільний грошовий потік плюс залучені при публічному розміщенні кошти (другий сценарій) з такою ж ефективністю, як вона використовувала свої кошти історично.

У 2012 році компанія мала виручку 92 млрд доларів і чистий прибуток 21.2 млрд, середні історичні темпи росту у China Mobile складають 16.1%. Таким чином, ми можемо побудувати модель компанії на 7 років і після цього поррахувати поточну вартість компанії за методом дисконтованих грошових потоків (DCF), з дисконтом 12% річних. У такому випадку поточна вартість компанії складе 356 млрд доларів. Запам'ятаємо цю оціночну вартість.

В інформаційній базі даних, якою ми користуємося, за результатами 2012 у China Mobile показник ROC дорівнює 31%, що є дуже непоганим показником (наприклад, він вищий, ніж у 86% компаній із загального числа в 627 телекомунікаційних компаній у цій базі). Ми не будемо зараз перевіряти, наскільки точна ця інформація, а просто зробимо припущення, що компанія дійсно має такий показник ROC.

Нагадаємо, що ROC (Return On Capital, Повернення на капітал) = EBIT / (Net Fixed Assets + Working Capital) де: Net Fixed Assets — це необоротні активи такі, як будівлі, обладнання та інші засоби виробництва; Working Capital — оборотний капітал.

У 2012 році грошовий потік від операційної діяльності дорівнював 37.8 млрд доларів, з яких 20.4 млрд дол., тобто 54% було інвестовано в основні засоби (CAPEX, або капітальні витрати). Припустимо, що компанія буде себе вести точно також протягом наступних трьох років. У міру збільшення прибутку капітальні витрати також будуть збільшуватися. Отже, рядок Capital Expenditures (Капітальні витрати) у звіті про рух

Таблиця 5.

	% від виручки	Dec 12	Dec 13P	Dec 14P
Revenue (Виручка)		92021.84	115692.55	145354.83
Cost of Goods Sold	6.25%	5755.172	7235.57	9090.69
Gross Profit	93.75%	86266.67	108456.98	136264.14
Selling, General & Admin. Expense	47.52%	43725.78	54973.33	69067.88
Advertising	0.00%	0	0.00	0.00
Research & Development	0.00%	0	0.00	0.00
EBITDA	50.90%	46834.65	58881.89	73978.55
Depreciation, Depletion and Amortization	18.07%	16627.59	20904.69	26264.42
Operating Income (EBIT)	26.86%	24716.26	31074.00	39041.03
Interest Income	2.26%	2078.982	2613.76	3283.90
Interest Expense	-0.07%	-64.0394	-80.51	-101.15
Other Income (Minority Interest)	-0.02%	-17.5698	-22.09	-27.75
Pre-Tax Income	30.57%	28128.08	35363.44	44430.24
Tax Provision	-7.48%	-6883.25	-8653.82	-10872.57
Net Income (Continuing Operations)	23.09%	21244.83	26709.62	33557.67
Net Income (Discontinued Operations)	0.00%	0	0.00	0.00
Net Income (Чистий прибуток)	23.07%	21227.26	26687.53	33529.91

Таблиця 6.

	2012	2013П	2014П	2015П
Капітальні витрати (млрд дол.)	20.4	109.5	48.5	60.9

грошових коштів China Mobile буде виглядати наступним чином (табл. 4).

Припускаючи, що ROC залишається таким же (31%), а необоротні активи збільшуються на 20.4 млрд доларів, ми можемо обчислити ЕВІТ, а далі і чистий прибуток у 2013 році. Ми також припустимо, що рентабельність чистого прибутку і вся структура витрат залишиться незмінною в процентному співвідношенні. Це дозволить нам побудувати модель доходів і витрат на 2013—2015 роки, і оцінити головним чином майбутню виручку (перший рядок) і чистий прибуток (останній рядок) (табл. 5).

У нашій моделі виручка 2015 склала більше 182 млрд доларів, що майже вдвічі більше, ніж у 2012. Це здається дуже непоганим результатом. Спробуємо оцінити компанію тим же методом DCF з усіма тими ж передумовами, але використовуючи чистий прибуток 2015 року. При новому розрахунку справедлива вартість компанії дорівнює 706 млрд доларів. Якщо компанія в 2015 році зробить IPO, продавши 25% пакет, то вартість решти 75% становитиме 529 млрд

Розглянемо тепер перший сценарій, при якому компанія робить розміщення відразу в 2012 році, продавши 25% при оцінці всієї компанії в 356 млрд доларів. Це дозволило б залучити в бізнес додаткові 89 млрд. Давайте подивимося, що сталося б, якби компанія використовувала ці 89 млрд доларів так само ефективно, як і свої власні кошти. Робимо таку ж модель, тільки збільшуємо капітальні витрати 2013 року на 89 млрд доларів, залучені під час IPO. Таким чином, у 2013 році ми отримуємо стрибок капітальних інвестицій. Спочатку подивимося, як будуть виглядати капітальні витрати в новій моделі (табл. 6).

Так буде виглядати нова модель звіту про прибутки і збитки в другому випадку (табл. 7).

Ми бачимо, що в другому випадку виручка компанії б склала більше 344 млрд доларів в 2015 році (це в 3,7 рази більше фактичних 92 млрд в 2012 році і в 1,9 разів більше прогнозованої виручки 2015 при екстенсивному варіанті розвитку). При цьому чистий прибуток складе майже 80 млрд доларів.

## ВИСНОВКИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ ДОСЛІДЖЕНЬ

Вартість компанії тепер з тими ж передумовами подальшого зростання, але із закладеною в модель чистим прибутком у 80 млрд доларів склала б 1.3 трлн доларів. Вартість пакета на 75%, яким по колишньому володіли б власники, склала б трохи більше 1 трлн доларів. Це в два рази більше, ніж якщо б керівництво

Таблиця 7.

	% від виручки	Dec 12	Dec 13P	Dec 14P
Revenue (Виручка)		92021.84	218413.71	274412.25
Cost of Goods Sold	6.25%	5755.172	13659.89	17162.12
Gross Profit	93.75%	86266.67	204753.81	257250.13
Selling, General, & Admin. Expense	47.52%	43725.78	103783.08	130391.76
Advertising	0.00%	0	0.00	0.00
Research & Development	0.00%	0	0.00	0.00
EBITDA	50.90%	46834.65	111161.97	139662.51
Depreciation, Depletion and Amortization	18.07%	16627.59	39465.55	49584.03
Operating Income	26.86%	24716.26	58664.00	73704.72
Interest Income	2.26%	2078.982	4934.46	6199.59
Interest Expense	-0.07%	-64.0394	-152.00	-190.97
Other Income (Minority Interest)	-0.02%	-17.5698	-41.70	-52.39
Pre-Tax Income	30.57%	28128.08	66761.96	83878.89
Tax Provision	-7.48%	-6883.25	-16337.39	-20526.09
Net Income (Continuing Operations)	23.09%	21244.83	50424.57	63352.80
Net Income (Discontinued Operations)	0.00%	0	0.00	0.00
Net Income (Чистий прибуток)	23.07%	21227.26	50382.87	63300.40

компанії вирішило чекати і розвиватися на власних грошах, а виходити на біржу тільки в 2015 році. Нагадаємо, що при екстенсивному варіанті розвитку вартість 75%, що залишаються у власників, у 2015 році дорівнювала б 529 млрд доларів.

Саме така магія складного відсотка: у компанії без боргів або з невеликим рівнем боргу і високою рентабельністю інвестованого капіталу відбувається постійне множення грошей за рахунок їх реінвестування в активи, що створюють постійно наростаючий грошовий потік. Однак для реалізації цього сценарію менеджменту необхідна добре опрацьована середньострокова стратегія і залізна дисципліна виконання цієї стратегії. Але саме так і будуються великі компанії.

### Література:

1. Hrushko V.I. Pervynne publichne rozmishchennya aktsiy (IPO): teoriya ta praktyka vitchyznyanykh kompaniy: Monohrafiya / V.I.Hrushko, O.H. Chumachenko. — K.: TOV "Dorado-druk", 2009. — 252 p.
2. Ritter Jay R. and Ivo Welch. "A Review Of IPO Activity, Pricing, And Allocations," Journal of Finance, 2002, v57(4, Aug)
3. Jason Draho, The IPO Decision: Why and How Companies Go Public, 2004.

### References:

1. Hrushko, V.I. and Chumachenko, O.H. (2009), Pervynne publichne rozmishchennya aktsiy (IPO): teoriya ta praktyka vitchyznyanykh kompaniy [Initial Public Offerings (IPOs): the theory and practice of domestic companies], Dorado-druk, Kyiv, Ukraine.
  2. Ritter, Jay R. and Welch, I. (2002), "A Review Of IPO Activity, Pricing, And Allocations", Journal of Finance, vol. 57.
  3. Draho, J. (2004), The IPO Decision: Why and How Companies Go Public, DEV, Exeter, United Kingdom.
- Стаття надійшла до редакції 06.10.2014 р.