

Оценка процентных обязательств

Ю.В. Козырь

При оценке стоимости процентных обязательств во избежание путаницы сначала следует разобраться с понятием «стоимость обязательств». Эта категория может означать как стоимость обслуживания обязательств, так и полную стоимость обязательств - стоимость переуступки прав требования по обязательствам или расчетную сумму генерируемых этими обязательствами ожидаемых денежных потоков приведенных к моменту оценки по ставке, которую определяет («назначает») рынок эмитенту данных обязательств в соответствии с представлениями о его риске. При оценке обязательств в рамках применения затратного подхода следует использовать полную стоимость обязательств, которая кроме риска и потоков, зависит еще и от профиля поступления денежных средств. Рассмотрим два таких профиля.

1. Выплата купонного дохода осуществляется к концу каждого периода, а выплата основной суммы долга – в конце последнего периода. Стоимость такого обязательства определяется следующим образом:

$$P = r_d \cdot N \cdot \frac{1 - \frac{1}{(1+d)^n}}{d} + \frac{N}{(1+d)^n}, \quad (1)$$

где r_d – купонная ставка (процентов годовых/100),

N - номинал суммы обязательства,

d - ставка дисконтирования обязательств (процентов годовых/100),

n - число периодов.

2. Выплата купонного дохода осуществляется в конце каждого периода, а выплата основной суммы долга – равномерно в конце каждого периода. В этом случае стоимость процентного обязательства определяется следующим образом:

$$P = N \cdot \sum_{i=1}^n \frac{r_d \cdot [1 - \frac{i-1}{n}] + \frac{1}{n}}{(1+d)^i}, \quad (2)$$

где i – номер периода, остальные обозначения соответствуют приведенным выше обозначениям.

Если обязательства эмитента не котируются на рынке долговых обязательств, оценку их подверженности риску можно осуществить при помощи синтетического рейтинга, а именно – расчета коэффициента покрытия процентов (насколько операционная прибыль за минусом налога на прибыль покрывает процентные платежи эмитента). В зависимости от значения коэффициента покрытия эмитенту присваивается определенный рейтинг, в соответствии с которым (в зависимости также от общего состояния рынка, а именно – уровня инфляции и процентных ставок) определяется значение рискованной надбавки этих обязательств к уровню безрисковой процентной ставки.

Если в затратном подходе вычитать лишь номинал обязательств и стоимость обслуживания долга, то такой способ всегда будет завышать стоимость обязательств и занижать итоговую стоимость акционерного капитала, поскольку вычитается недисконтированный номинал обязательств. Вычитание одного лишь номинала обязательств из стоимости активов может приводить к корректному результату оценки лишь при одном условии: если процентная ставка выплачиваемая по обязательствам равна ставке дисконтирования данных обязательств ($r_d = d$).

Инвестиционная стоимость обязательств в общем случае может отличаться от их рыночной стоимости за счет отличий оценок индивидуального инвестора (группы инвесторов) от среднерыночных оценок в части риска и альтернативных возможностей использования капитала. Особо следует отметить оценку стоимости обязательств компании для ее собственников. В этом случае оценка ставки дисконтирования в (1) и (2) может осуществляться «с оглядкой» на рентабельность капитала собственников: при возможности расширения операционной деятельности оцениваемое значение ставки дисконтирования обязательств существенным образом приближается к рентабельности капитала; при невозможности расширения должны рассматриваться другие различные по риску альтернативы (депозитная ставка, доходность альтернативного бизнеса и т.п.).