SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

SF Education

Оценка привилегированных акций

Спикер: Егор Вакарюк, CFA

Оценка привилегированных акций

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Рассмотрим особенности оценки привилегированных акций, влияние их характеристик на оценку, а также кейс оценки привилегированных акций!

Что такое привилегированная акция?

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

- **Привилегированная акция** – долевая ценная бумага, отличается от обыкновенной акции тем, что не дает права владельцу на управление акционерным обществом (АО) через участие в собрании акционеров
- Согласно российскому законодательству, собственники привилегированных акций имеют право на участие в голосовании по ряду ключевых для организации вопросов: в случае ее ликвидации либо реорганизации
- Привилегированная акция даёт право на получение фиксированного дивиденда вне зависимости от прибыли АО (но при этом дивиденды не могут выплачиваться, если общество зафиксировало убыток по отчетному периоду)
- Более 50 эмитентов привилегированных акций на Московской бирже, в том числе Сбербанк, Сургутнефтегаз, Башнефть, Татнефть и так далее.

Оценка привилегированных акций

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Общие модели дисконтирования дивидендов можно относительно легко применить к привилегированным акциям:

- В своем самом простом виде привилегированные акции являются формой **акционерного капитала** (обычно, **неголосующими** акциями), которая имеет приоритет над обыкновенными акциями в получении дивидендов и правах на активы эмитента в случае ликвидации компании

- Привилегированные акции могут иметь установленную дату погашения, при наступлении которой производится выплата номинальной стоимости, или же они могут быть **бессрочными**, т.е. без установленной даты погашения

- Кроме того, привилегированные акции могут конвертируемыми или с опцией досрочного погашения по требованию (погашаемые эмитентом или держателем)

Оценка привилегированных акций (Продолжение)

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Для непогашаемой неконвертируемой бессрочной привилегированной акции, выплачивающей дивиденды уровня D и предполагающей постоянную требуемую ставку доходности, оценка сводится к формуле приведенной стоимости перпетуитета.

Ее стоимость рассчитывается следующим образом: $$V_0 = \frac{D_0}{r}$$

- Например, непогашаемая неконвертируемая бессрочная привилегированная акция с номинальной стоимостью 100 рублей предлагает ежегодный дивиденд 5.50 руб
- Если ее требуемая ставка доходности составляет 6%, то оценка стоимости привилегированной акции составит: 5.50/0.06 = 91.67 руб

Оценка привилегированных акций (Продолжение)

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Для непогашаемой неконвертируемой привилегированной акции с погашением в определенный момент времени предполагаемую справедливую стоимость можно оценить с помощью формулы ниже, в которой используется номинальная стоимость привилегированной акции:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{F}{(1+r)^n}$$

При использовании формулы выше наиболее точным подходом будет использовать значения, которые отражают график выплаты дивидендов. Этот метод аналогичен практике при оценке облигаций

Оценка привилегированных акций (Продолжение)

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Например, неконвертируемая привилегированная акция с номинальной стоимостью 20,00 руб, сроком погашения 6 лет, требуемой ставкой доходности 8,20%, и полугодовыми дивидендами 2,00 руб будет оцениваться с использованием значений:

n = 12 (количество дивидендов)
r = 4.10% (ставка дисконтирования)
D = 2.00 (размер одного дивиденда)
F = 20.00 (цена погашения)

Результатом будет оценочная стоимость в размере 31.01 руб

- Если предположить, что выплаты дивидендов будут годовыми, а не полугодовыми (то есть, при n = 6, r = 4.10% и D = 4.00), это приведет к оценочной стоимости в размере 30,84 руб

Погашаемые привилегированные акции

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Привилегированные акции часто выпускаются как **погашаемые эмитентом (callable)** до наступления срока погашения, по номинальной стоимости или по цене, превышающей номинал, что приводит к снижению номинальной стоимости по мере приближения срока погашения

- Такие опционы досрочного погашения, как правило, уменьшают стоимость привилегированной акции для инвестора, поскольку опционы погашения будут исполняться эмитентом в тот момент, когда это **выгодно эмитенту** и без учета интересов инвестора

- Например, если эмитент может выкупить акции по номинальной стоимости, которые в противном случае торговались бы по цене выше номинала (с учетом дивидендов, срока погашения и требуемой ставки доходности), то эмитент имеет мотивацию для выкупа акций!

Погашаемые привилегированные акции

(Продолжение)

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Эмиссия привилегированных акций также может включать **опцию погашения (putable)**, которая позволяет **владельцу акций** продать их эмитенту до наступления срока погашения на заранее определенных условиях. По сути, владелец акций имеет опцион «пут», подобно обычным пут-опционам и пут-облигациям

- Такие пут-опционы, как правило, увеличивают стоимость привилегированной эмиссии для инвестора, поскольку они исполняются инвестором, к его выгоде и без учета выгоды эмитента

- Хотя точная оценка эмиссии с такими опциями выходит за рамки данного урока, в Примере 1 рассматривается кейс, в котором данная формула используется для приближенной оценки погашаемых привилегированных акций

Пример 1: Непогашаемые неконвертируемые бессрочные привилегированные акции

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Следующие данные относятся к бессрочным привилегированным акциям Полекс с дивидендами в размере 4,75% годовых:

- Эмитент: Полекс
- Номинальная стоимость: 100 рублей
- Дивиденды: 4,75 в год
- Срок погашения: бессрочные
- Встроенные опционы: нет
- Кредитный рейтинг: Ba1/BB
- Требуемая ставка доходности для привилегированных акций с рейтингом Ba1/BB на дату оценки: 7,5% годовых

Задача:

- Оцените действительную стоимость этих привилегированных акций
- Объясните, будет ли справедливая стоимость этой эмиссии выше или ниже, если она будет с опцией погашения эмитентом (при прочих равных условиях)

Пример 1: Решение

Погашаемые держателем привилегированные акции

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

- **Погашаемые держателем (retractable)** привилегированные акции изначально выпускались канадскими компаниями, и теперь предлагаются компаниями из других юрисдикций, включая Японию.
- Этот тип эмиссии устанавливает **«дату возврата» (retraction date)**, в которую привилегированные акционеры имеют возможность продать свои акции эмитенту по номинальной стоимости (т.е., акции «возвращаются» эмитенту в эту дату).
- *Опция «retraction»* аналогична опции «put». В отношении нее нет полностью устоявшейся терминологии
- Например, эмиссия с такой опцией может называться *«retractable term preferred»* или *«hard retractable preferred»*, при этом «hard» означает погашение деньгами, а не обыкновенными акциями на дату погашения

Резюме урока

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Рассмотрели особенности оценки привилегированных акций, влияние их характеристик на оценку, а также кейс оценки привилегированных акций!

Контакты



sf.education

https://t.me/sf_education

sf_education

https://seekingalpha.com/author/societe-financiers

https://vk.com/sfeducation

https://www.facebook.com/sfeducationru

https://www.youtube.com/c/SFEducationnew