

ФАКТИЧЕСКИ И ФУНДАМЕНТАЛНИ КОЕФИЦИЕНТИ “ЦЕНА-ДОХОД” НА БЪЛГАРСКИЯ КАПИТАЛОВ ПАЗАР

Изследването е съсредоточено върху коефициента “цена-доход”, който е в основата на един от най-популярните сравнителни методи за оценка на компаниите. Специално внимание е отделено на някои важни изисквания, свързани с коректната интерпретация на средните пазарни и отраслови стойности на коефициента. Установяването, обосновката и използването на правилните коефициенти за оценка изисква задълбочено познаване на тяхната същност и основните фактори, които ги предопределят. Във връзка с това са изчислени и фундаментални коефициенти “цена-доход” и са съпоставени с фактическите коефициенти на Българската фондова борса. Резултатите от изследването сочат, че средните равнища на фактическите коефициенти, макар и не особено високи в абсолютно изражение, са обикновено значително по-високи от нивата, предполагагани от основните променливи.

JEL: E64; G14

Многократно изтъквано предимство на коефициентните методи за оценка на цели предприятия е, че при тях не се изискват толкова много допускания, както при метода на дисконтираните парични потоци. Това обаче е така само на пръв поглед. В действителност при коефициентните методи се правят не по-малко допускания. Разликата е по-скоро в това, че при тях тези допускания са по подразбиране и обикновено не се коментират, докато при метода на дисконтираните чисти парични потоци те са явни. Както изглеждат лесни за използване, коефициентните (сравнителните) методи могат много лесно да доведат и до грешни резултати. Правилната интерпретация на стойностите на коефициента “цена-доход” и коректното му използване в процеса на оценка налага да се съобразим с няколко ключови момента. Тук ще обърнем по-специално внимание на връзката с определящите го *фундаментални променливи* и как измененията в техните стойности се трансформират в конкретни промени на самия коефициент.¹ Стойността на една компания е функция на очакваните бъдещи доходи (или *чисти парични потоци*) за нейните акционери. Оценката на компанията посредством коефициента “цена-доход” е в действителност превърната форма на метода на очакваните *дисконтирани чисти парични потоци*. Последните от своя страна зависят от: *потенциала на компанията да генерира доходи; очаквания темп на нарастване на доходите; степента на риска.*

¹ Damodaran, A. Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. New York: John Wiley & Sons, 2002, p. 455.

Това са всъщност *трите фундаментални променливи*, които би трябвало да предопределят и коефициентите “цена-доход” (P/E). В този смисъл говорим за два типа такива коефициенти. Едните са т. нар. *фактически P/E коефициенти* и представляват *фактически съотношения* между пазарната цена на акциите и нетния доход на една акция за съответния период. Другият тип са т. нар. *фундаментални коефициенти “цена-доход”*, наричани още *теоретични коефициенти*. Те представляват функция на посочените три фундаментални променливи. Всичко това предполага да се запознаем по-отблизо и с теоретичния модел на коефициентите “цена-доход”.²

Когато използваме P/E коефициенти, е важно също да сме наясно кои техни стойности са високи, ниски или нормални за пазара. За тази цел обикновено е необходимо да проучим в каква степен средните стойности може да са повлияни и изкривени от едни или други екстремно високи или екстремно ниски стойности на коефициентите на отделни фирми. При изследване на характерните стойности на даден коефициент в отрасъла или за пазара обикновено започваме с показателите *средно* и *стандартно отклонение*. В действителност едно коректно проучване на съответния коефициент изисква по-задълбочено запознаване с разпределението на неговите стойности по компании и съответна интерпретация на резултатите. Например коефициентът P/E не може да бъде по нисък от единица, а в същото време по отношение на максималните му стойности може да е неограничено висок. Ето защо при този и други подобни коефициенти разпределението на стойностите им е изкривено в посока нагоре. В резултат от това средните аритметични за тези коефициенти са по-високи от медианите, които в подобни ситуации са по-представителни за съответната изследвана група. В такива случаи е необходимо да коригираме по някакъв начин извадката, от която изчисляваме средния коефициент, с цел да неутрализираме посоченото изкривяване. Съществува и вариант да изчислим средната като съотношение между сумата от пазарните стойности на всички компании в извадката и сумираната нетна печалба на същите компании, т.е. като средна претеглена.

Друга съществена особеност на коефициентите P/E е, че те могат да бъдат ниски или високи не само в резултат от фундаменталните фактори. Те се влияят до голяма степен от разликата между очакваните средни доходи и фактическите доходи на една акция за текущия период. Това е свързано с *принципа (правилото) на противоположните движения на коефициентите “цена-доход”*,³ обяснен и демонстриран преди половин век от Николас Молодовски.³ Съгласно този принцип, когато текущият доход е над очаквания

² *Stickney, Cl. P.* Financial Reporting and Statement Analysis. The Dryden Press, 1996, p. 614.

³ *Molodovsky, N.* A Theory of Price-Earnings Ratios. - Financial Analysts Journal, January/February, 1995, p. 29-43.

среден бъдещ доход, т.е. над потенциала за генериране на доход, те трябва да се капитализират с използване на по-нисък коефициент (множител). Когато текущият доход е под очаквания среден бъдещ доход, т.е. под потенциала за генериране на доход, те трябва да се капитализират с използване на по-висок коефициент (множител). Едно от по-късните изследвания на тази зависимост е това на Стивън Пенман,⁴ който идентифицира два компонента, обуславящи измененията в нетния доход: преходни промени и постоянни промени. Първият компонент засяга временните колебания в текущия доход, докато вторият се отнася преди всичко до промените в потенциала за генериране на доход в средносрочен и дългосрочен аспект, т.е. до фундаменталните фактори. Резултатите от изследването потвърждават зависимостта на P/E коефициентите както от временните колебания в текущия доход, така и от потенциала за генериране на доход.

Според Джеймс О'Шонеси P/E коефициентът на една акция представлява най-обобщената мярка за това колко евтина или скъпа е тя в сравнение с останалите акции.⁵ Много инвеститори са склонни да плащат цена над средната спрямо текущия доход, защото вярват, че това е белег за висок растеж на компанията. Така много хора поставят знак на равенство между високите P/E коефициенти и инвестирането в акции от растежен тип (growth investing). Друга група играчи на пазара смятат, че когато P/E коефициентът на една акция е висок, инвеститорите имат нереалистични очаквания относно растежа на нетния ѝ доход. Те определят цените на акциите с ниски P/E коефициенти за неоснователно дисконтирани (занижени) и смятат, че когато се нормализира нивото на дохода, ще последва и покачване на цените им.⁶ Тази група инвеститори обикновено са определяни като инвеститори от стойностен тип (value investors).

О'Шонеси изследва връзката между нивата на коефициентите P/E и възвръщаемостта на компаниите, включени в базата данни на Compustat за периода 1951-2003 г. Резултатите от изследването сочат, че акциите с нисък P/E коефициент са били със значително по-добри резултати, отколкото тези с висок P/E, както при групата на големите компании в частност, така и за пълната извадка от компании. Авторът също така определя високите P/E коефициенти като опасни.⁷

Всички изброени особености на коефициентите "цена-доход" потвърждават необходимостта от по-задълбочен анализ на средните им стойности на българския капиталов пазар и повишено внимание при тяхното

⁴ Penman, St. H. The Articulation of Price-Earnings Ratios and Market-to-Book Ratios and the Evaluation of Growth. University of California-Berkeley, 1993, p. 117.

⁵ O'Shaughnessy, J. P. What Works on Wall Street. McGraw-Hill, 2005, p. 71.

⁶ Пак там, с. 85 – 89.

⁷ Пак там.

изчисляване и интерпретация. Съществена част от този процес е детайлното изследване на връзката между фактически и фундаментални P/E коефициенти.

Преглед на коефициентите P/E на международните капиталови пазари

Сравнително добра първоначална представа за общото равнище на P/E коефициентите по света ни дават показателите в табл. 1. На базата на данните в една обширна извадка за компании с пазарна капитализация над 50 млн. USD от 91 страни⁸ са изчислени осреднени коефициенти, в т.ч. P/E (цена/доход), P/BV (цена/счетоводна стойност), P/S (цена/продажби) и др. Общият брой на компаниите в извадката е 21 474, а общата им пазарна капитализация е 49.7 трилиона USD. Данните за повечето компании са за 2004 г. Изключение правят само американските компании – данните при тях са за 2005 г. Използваната в този случай база данни съдържа съответните средни коефициенти за всяка от включените 91 държави. На тази основа са изчислени и показателите в табл. 1.

Таблица 1

Обобщени коефициенти за компании с пазарна капитализация над 50 млн. USD от 91 страни (по данни за 2004 и 2005 г.)

Показател	P/E	P/BV	P/S	Коефициент на изплащане на дивиденди	ROIC (%)
Средна аритметична	32.76	3.86	3.88	35	13.72
Медиана	27.66	3.27	2.97	33	11.83
Стандартно отклонение	22.19	2.64	3.16	21	10.54
Максимална стойност	157.02	19.49	18.00	106	64.98
Минимална стойност	2.21	0.29	0.19	0	0.00
Дисперсия	492.56	6.97	9.98	453	111.03

Източник. Value Line и Bloomberg (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>)

Базата данни е твърде разнообразна и включва едновременно финансови коефициенти от страни с развити, с нововъзникнали и с развиващи се капиталови пазари. Виждаме, че средната аритметична на коефициента P/E за включените в извадката държави възлиза на 32.76, а медианата – на 27.66. Не може да се каже, че разликата между тях е особено голяма, така че в случая не е толкова решаващо на коя от двете средни ще се доверим. Все пак, основавайки се на изтъкнатите вече съображения,

⁸ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (по данни на Value Line и Bloomberg)

Фактически и фундаментални коефициенти "цена-доход" на българския капиталов пазар

специално за коефициента P/E като по-представителна и надеждна би трябвало да приемем медианата. Вижда се също, че коефициентът P/E варира силно по отделни страни - с максимална стойност от 157.02 и минимална от 2.21. Стандартното отклонение на същия коефициент е 22.19, а дисперсията – 492.56.

Таблица 2

Коефициенти P/E по основни капиталови пазари за 2004 г.

Капиталов пазар	Брой подотрасли в извадката	Брой компании	P/E средна аритметична	P/E средна претеглена	Прогнозиран растеж за следващите 5 години (%)
САЩ	100	7 113	40.07	21.10	16.50
Европа*	365	3 809	32.68	20.47	10.09
Япония	285	3 195	44.09	27.96	16.90
Нововъзникнали пазари**	348	8 485	30.20	15.21	15.99

* Включва Великобритания, Германия, Франция, Италия, Белгия, Холандия, Люксембург, Австрия, Испания, Португалия, Гърция, Швейцария, Дания, Ейре, Швеция, Финландия, Исландия.

** Включва нововъзникнали капиталови пазари в Азия, Източна Европа, Латинска Америка, Близкия изток, Африка.

Източник. Value Line и Bloomberg (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>)

На табл. 2 са представени средни аритметични и средни претеглени стойности на P/E коефициентите за 2004 г. на четири основни групи капиталови пазари – САЩ, Западна Европа, Япония и нововъзникналите пазари (emerging markets). Изходните данни, от които са изчислени средните стойности в таблицата, са средни коефициенти по сектори (подотрасли). Средната претеглена е изчислена, като общата пазарна капитализация на компаниите на съответния пазар е разделена на общата им печалба. Броят на секторите и включените компании варират значително при отделните групи. Вижда се, че средната аритметична е с доста по високи стойности от средната претеглена. С най-високи средни P/E през годината е бил японският капиталов пазар – 44.09 за средната аритметична и 27.96 за средната претеглена. Следва пазарът на САЩ - съответно с 40.07 и 21.10. Със значително по-ниски средни коефициенти се характеризират другите две групи пазари. Изчисленията за западноевропейските страни⁹ P/E е със средна аритметична от 32.68 и средна претеглена от 20.47. Най-нисък е P/E на

⁹ Групата включва 15-те страни от ЕС преди разширяването през 2004 г. плюс Швейцария и Исландия.

нововъзникналите пазари - съответно 30.20 и 15.21. В последната колона имаме стойностите на един от фундаменталните фактори, които предопределят до голяма степен P/E коефициентите – темпът на нарастване. В случая той е представен чрез очаквания 5-годишен темп на растеж. За САЩ, Япония и нововъзникналите пазари той е приблизително един и същ – между 16 и 17%, а за Европа е доста по-нисък – едва 10.09%.

Таблица 3

Осреднени коефициенти P/E, P/BV и ROE за страните от Западна Европа за 2004 г.

Общ брой компании в извадката* 3809			
Показател	P/E	P/BV	ROE (%)
Средна аритметична	32.68	4.23	11.74
Медиана	20.11	2.69	11.59
Стандартно отклонение	38.97	4.40	24.77
Дисперсия	1518.92	19.32	613.55
Максимална стойност	200.00	20.00	100.00
Минимална стойност	0.00	0.00	-100.00

* Извадката включва компании от Великобритания, Германия, Франция, Италия, Белгия, Холандия, Люксембург, Австрия, Испания, Португалия, Гърция, Швейцария, Дания, Ейре, Швеция, Финландия, Исландия.

Източник. Value Line и Bloomberg (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>)

На табл. 3 за показани средната аритметична и медианата на P/E коефициентите за Европа – съответно 32.68 и 20.11.¹⁰ Виждаме, че средната претеглена почти съвпада с медианата от табл. 2. Представен е и коефициентът “цена-счетоводна стойност” (P/BV) – със средна аритметична 4.23 и медиана 2.69.¹¹ Изчисленото стандартно отклонение за коефициента P/E е 38.97, а дисперсията 1518.92. Максималната стойност от 200 и минималната стойност 0 подсказват, че средните са изчислявани само на базата на коефициенти в интервала от 0 до 200 включително. С други думи, от една страна, е елиминирано влиянието на екстремно (ненормално) високите коефициенти, а от друга, са взети под внимание само положителните P/E коефициенти, които имат икономически смисъл. На табл. 3 е показана още една фундаментална променлива – коефициентът на възвръщаемост на собствения капитал (ROE).

¹⁰ И тук са включени 15-те страни от ЕС преди разширяването през 2004 г. плюс Швейцария и Исландия.

¹¹ Коефициентът P/BV е предмет на бъдещо изследване.

Той е най-синтезираният израз на потенциала на компанията да генерира доход, както и да го увеличава в бъдеще. Възвръщаемостта на собствения капитал средно за представените в извадката 3809 европейски компании е със средна аритметична 11.74% и медиана 11.59%.

Коефициенти P/E на Българската фондова борса през периода 2001-2003 г. (според пазарната капитализация на дружествата)

Българският капиталов пазар е малък и с кратка история. Той спада към групата на развиващите се капиталови пазари. Общата капитализация на Българската фондова борса (БФБ) е малко над 9 млрд. EUR в началото на 2007 г. и по този показател тя се нарежда сред най-малките в Европа. Дори и тази сума според някои аналитици се смята за малко раздута поради факта, че пазарът калкулира в цената на компаниите-майки и цените на публичните им дъщерни дружества.¹² Същевременно тя е определяна като една от най-гъсто населените поради големия брой на листваните дружества. Поради факта, че при създаването си тя беше замислена като вторичен пазар за масовата приватизация, всички приватизирани дружества се сдобиха с публичен статут. Така в един момент общият брой на компаниите на БФБ (тогава още Софийска фондова борса) надхвърли 1000. Последва период на масово отписване на дъщерни дружества на приватизационните фондове и към момента тази бройка е сведена до около 360 компании.

През последните години българският капиталов пазар отбеляза сериозно развитие, но въпреки това той все още е далеч от развитите и нововъзникналите пазари. Всичко това трябва да се има предвид, когато анализираме пазарните коефициенти като "цена-доход", "цена-счетоводна печалба" и др.

На табл. 4 са представени P/E коефициентите за 2003 г. на дружества, търгувани на БФБ - София, разпределени в зависимост от пазарната им капитализация. Показателите са изчислени на основата на първоначална база данни, включваща 153 публични дружества. Това са на практика всички дружества, с чиито акции е имало някаква търговия през периода, поради което извадката е доста представителна. След това от тази база данни са извадени компаниите с отрицателен финансов резултат, понеже за тях не би трябвало да се изчисляват и публикуват P/E коефициенти. Оказва се, че това е една внушителна бройка от 61 дружества, или 40% от всички. Извадени са и фирмите с нетипично висок P/E, в случая по-висок от 100. В тази група попадат 8 дружества. Така коригираната извадка, която е подходяща за изчисляването на представителни средни P/E коефициенти, включва 84 публични дружества с обща пазарна капитализация около 2 млрд. лв.

¹² Стоянов, Н. Небезопасни връзки. - Капитал, 9 март 2007, бр. 3., с. 70.

От табл. 4 се вижда, че на нашата фондова борса определено преобладават малките компании. Капитализацията на 35% от тях е под 1 млн. лв., а под 10 млн. лв. са общо 74% от всички дружества в извадката. С над 50 млн. лв. са едва 8% от дружествата.

Таблица 4

P/E коефициенти на БФБ София според пазарната капитализация на дружествата за 2003 г.

Групи компании според пазарната капитализация	Брой компании	Компании (%)	Общо пазарна капитализация (лв.)	P/E средна аритмет.	P/E средна претегл.
<1 млн. лв.	29	35	13 908 139	14.58	2.96
1 – 10 млн. лв.	33	39	114 659 527	10.78	4.11
10 – 50 млн. лв.	15	18	340 211 572	12.73	5.89
50 - 100 млн. лв.	1	1	56 861 277	6.30	6.30
> 100 млн. лв.	6	7	1 480 495 577	10.51	11.03
Общо за всички фирми	84	100	2 006 136 093	10.98	6.06

Източник: Българска фондова борса, София: <http://www.bse-sofia.bg>; Комисия за финансов надзор: www.fsc.bg

От стойностите в табл. 4 трудно можем да направим категорични изводи относно зависимостта между размера на разглежданите компании и техните P/E коефициенти. Все пак средната аритметична е най-висока при най-малките – 14.58. При останалите класове тази стойност се движи между 10.51 и 12.73. Изключение прави само твърде niskият P/E от 6.3 в класа от 50 до 100 млн. лв., но него специално можем да го игнорираме поради липса на представителност – в този клас попада една-единствена компания. При средната претеглена нещата изглеждат обратно – най-ниска е стойността при най-малките – 2.96, а най-висока е при най-големите – 11.03.

При най-големите 6 дружества средната аритметична и средната претеглена са почти еднакви – съответно 10.51 и 11.03. Затова пък прави впечатление голямото разминаване между средна аритметична и средна претеглена при най-малките дружества – съответно 14.58 и 2.96. В търсене на причината за това тези компании допълнително са разделени на две под-групи – до 500 хил. лв. и от 500 хил. до 1 млн. лв. (табл. 5). Общият брой на фирмите, които попадат тук, е 29, разпределени относително по равно в двете под-групи – съответно 13 и 16. Средните им аритметични също са със съпоставими стойности – 12.52 и 16.25. В същото време обаче средната претеглена при дружествата от 500 хил. до 1 млн. е 5.77, докато за дружествата под 500 хил. тя е едва 1.12. С други думи, тази подгрупа дружества се продават малко над 1 път печалба. Все пак в крайна сметка трудно можем да направим извода, че решаваща

Фактически и фундаментални коефициенти "цена-доход" на българския капиталов пазар

причина за съществената разлика между средна аритметична и средна претеглена на дружествата от първия клас (до 1 млн. лв.) е твърде ниското съотношение между общата печалба и общата пазарна капитализация на най-малките – тези под 500 хил. лв.

Таблица 5

Р/Е коефициенти на БФБ - София за 2003 г. при
най-малките дружества

Групи компании според пазарната капитализация	Брой компании	Компании (%)	Общо пазарна капитализация (лв.)	Р/Е средна аритмет.	Р/Е средна претегл.
<0,5 млн. лв.	13	45	3 176 936	12.52	1.12
0.5 - 1 млн. лв.	16	55	10 731 203	16.25	5.77
Общо за всички фирми	29	100	13 908 139	14.39	3.45

Източник: Българска фондова борса, София: <http://www.bse-sofia.bg>; Комисия за финансов надзор: www.fsc.bg

Поради малкия брой на компаниите във всяка под-група (съответно 13 и 16) средните аритметични много силно се влияят от високите коефициенти на едно или две от дружествата. Това обяснява и значително по-високата средна аритметична. Например, ако решим да "отстраним" двата най-високи коефициента в подгрупата от 500 хил. до 1 млн. (съответно 74.78 на "Випом" АД и 50.85 на "Електроника" АД), средната аритметична ще слезе наполовина – от 16.25 на 8.65. По подобен начин, ако при най-малките – до 500 хил., отстраним двата най-високи коефициента (съответно 54.66 на "Сливница 1968" АД и 29.87 на "Розахим" АД), средната аритметична ще слезе също наполовина – от 12.52 на 6.33. Така стойностите силно се приближават до среднопретеглените. Това за пореден път показва колко широк е диапазонът и колко лесно манипулируеми са осреднените стойности на коефициентите Р/Е на нашия капиталов пазар. Така отново се подсещаме, че трябва да разгледаме по-задълбочено връзката между Р/Е коефициентите на отделните компании и отрасли с техните фундаментални променливи.

На базата на същата извадка от 84 публични дружества на БФБ - София е изследвана и връзката между стойностите на фактическите Р/Е и на фундаменталната величина ROE през периода 2001-2003 г. Противно на първоначалните очаквания, при дружествата с най-високи Р/Е стойностите на ROE са съвсем ниски. И обратно, при дружествата с най-ниски Р/Е те са доста високи.¹³ За да можем да дадем по-категорично обяснение за наблюдаваното разминаване между ROE и Р/Е, би трябвало

¹³ Това изследване на автора е в процес на подготовка за публикуване в други издания.

да изследваме влиянието и на останалите фундаментални променливи при отделните дружества, както и това дали ниската (респ. високата) печалба за разглежданата година е по-скоро изключение, или не (т.е. дали тя се отклонява от характерния за дружеството тренд, или не). *Все пак дори и преди по-подробния анализ спокойно можем да кажем, че установените съчетания на високи P/E с ниски ROE и обратно, са добър пример за действието на принципа на противоположните движения на Молодовски.* Така в този случай можем да заключим, че дружествата с най-високи P/E се намират в зона, която изисква тези коефициенти да бъдат *компенсирани*. Казано по друг начин, текущите доходи са *под потенциала* за генериране на доход, което предизвиква *високи P/E* коефициенти. И обратно, дружествата с най-ниски P/E се намират в зона, която изисква тези коефициенти да бъдат *дисконтирани*.¹⁴ Това означава, че техните текущи доходи са *над потенциала* им за генериране на доход, което предизвиква *ниски P/E* коефициенти.

Връзка между коефициентите P/E и ROE на публични дружества на БФБ от подотрасъл “Производство на машини и оборудване”

Табл. 6 съдържа избрани финансови коефициенти за 2006 г. на една ограничена извадка от 11 машиностроителни фирми на БФБ - София. Една от компаниите – “Машстрой” АД, е с отрицателен финансов резултат и за нея не е изчислен P/E. Коефициентите P/E на останалите 10 дружества варират в доста широк диапазон – от 11.8 за ЗЕМ АД до 76.3 за “Балканкар-Рекорд” АД. Средната аритметична стойност на P/E е 31.6, медианата е с близка стойност от 29.4, а стандартното отклонение е 19.5. Така компаниите с P/E, по-ниско от 30, биха могли да се разглеждат като подценени, например ЗЕМ АД, ЗММ - Сливен АД, “Балкан” АД.

Същевременно коефициентът на възвръщаемост на собствения капитал (ROE) се движи между 1.08 при “Балканкар-Рекорд” АД и 36.07% при ХЕС АД. Средната аритметична е 11.71%, а медианата – 8.64%. Стандартното отклонение е 11.06%. Веднага прави впечатление, че фирмата с най-висок P/E – “Балканкар-Рекорд” АД, има най-ниската възвръщаемост на собствения капитал.

На табл. 6 са представени и показателите “цена-счетоводна стойност” (P/BV), възвръщаемост на инвестиция капитал (ROIC) и коефициентът “дълг/капитал” (D/(E+D)), показващ капиталовата структура (и финансовия ливъридж) на дружествата. Последният варира в широки граници – от 0.12 до 0.71 при различните дружества.

¹⁴ *Molodovsky, N.* Цит. съч., с. 33.

Таблица 6

Финансови показатели за 2006 г. на 11 публични дружества от подотрасъл Производство на машини и оборудване

	Компания	БФБ символ	P/E	P/BV	ROE (%)	ROIC (%)	D/(E+D)
1	Балканкар-Рекорд АД	REKPL	76.3	0.8	1.08	1.12	0.12
2	Балкан АД	BALKL	12.8	1.0	8.18	8.70	0.27
3	М+С Хидравлик	MCH	34.1	3.6	10.90	11.31	0.40
4	Дружба АД	DRURA	33.3	1.3	4.08	5.39	0.30
5	ХЕС АД	HES	31.4	9.8	36.07	28.79	0.71
6	ЗММ Сливен АД	ZMMSL	16.1	1.4	9.10	9.31	0.26
7	Монбат	MONBAT	22.8	2.5	15.34	16.86	0.13
8	Елхим	ELHIM	50.0	1.7	3.45	4.76	0.15
9	Машстрой	MSTRY	Neg.	1.3	Neg.	Neg.	0.50
10	Елтос	ELTOS	27.4	1.1	3.92	5.07	0.56
11	ЗЕМ АД	ZEM	11.8	2.6	24.93	27.03	0.27
Минимум			11.8	0.8	1.08	1.12	0.12
Максимум			76.3	9.8	36.07	28.79	0.71
Средна аритметична			31.6	2.5	11.71	11.83	0.33
Медиана			29.4	1.4	8.64	9.01	0.27
Стандартно отклонение			19.5	2.6	11.06	9.50	0.19

Независимо от ограничения брой на наблюдаваните компании данните дават възможност да се изследва в някаква степен зависимостта на коефициента P/E от коефициента ROE без претенции за статистическа значимост на резултатите. За целта използваме най-простото регресионно уравнение с две променливи: $Y_i = a + b \cdot X_i + \varepsilon_i$, където: $Y_i = P/E$ е зависимата променлива; $X_i = ROE$ - независима променлива; a - свободният член (*intercept*); b - коефициентът пред независимата променлива (*slope*); ε_i - случайният елемент в модела.

Получените стойности от тази линейна регресия са, както следва:

- свободен член (*intercept*) $a = 40.11$;
- коефициент пред независимата променлива (*slope*) $b = -72.74$;
- коефициент на корелация (R) = -0.41;
- коефициент на детерминация (R^2) = 0.17.

Отрицателните стойности на коефициента b и на коефициента на корелация R означават, че в случая P/E е в обратнопропорционална зависимост от ROE. С други думи, високите P/E съответстват най-често на по-ниски ROE, и обратно. Все пак ниската стойност на коефициента R^2

свидетелства, че измененията на P/E сравнително слабо се обясняват с измененията в ROE. Вероятно други фактори и променливи, например степен на риск и очакван растеж, влияят в по-голяма степен.

Както при по-широката извадка за периода 2001–2003 г., и тук не се потвърждават подхранваните от модела на фундаменталните коефициенти очаквания за права (положителна) зависимост на P/E от ROE. Установената обратна зависимост отново свидетелства за доминиращо влияние на принципа на противоположните движения. И тук най-вероятно дружествата с високи P/E се намират в зона, която изисква тези коефициенти да бъдат *компенсирани*, а дружествата с най-ниски P/E са в зона, която изисква те да бъдат *дисконтирани*.¹⁵ Най-вероятно високите P/E са предизвикани от факта, че текущите доходи са съответно *под потенциала* за реализиране на доход, а ниските P/E коефициенти от това, че текущите доходи са *над потенциала* на компаниите за реализиране на доход. В този смисъл и първоначалният извод, че трябва да третираме компаниите с P/E по-ниски от средната като подценени, е най-малкото прибързан, ако не и изцяло погрешен.

Както стана ясно, цените на акциите се диктуват от очакваните бъдещи доходи в средносрочен и дългосрочен аспект, а не от текущия доход към момента на оценка. Но потенциалът за генериране на доходи и за техния растеж в бъдеще го предвиждаме най-вече на базата на досегашната фактическа доходност, т.е. ROE. Ако последната се колебае в една или друга степен през отделните години, то средната за един по-продължителен изминал период може да послужи като добър индикатор за очакваната бъдеща доходност. При равни други условия тази осреднена историческа възвръщаемост би трябвало да е в много по-тясна корелация с теоретичните стойности на P/E, отколкото текущата възвръщаемост за която и да е отделна година сама по себе си.

Във връзка с това сме изчислили осреднени стойности на P/E и ROE за периода 2001–2006 г. за всички дружества от под-отрасъла, за които разполагаме с необходимите данни (вж. табл. 7). Таблицата включва показателите на пет от единадесетте дружества в табл. 6. Значителен е броят на случаите – около една трета, в които коефициентите са с отрицателни стойности. Последните не са взети под внимание при изчисляване на средната за периода. Това се отнася най-вече за средните на Елтос и ЗЕМ АД, които са изчислени на базата на данните за три (т.е. половината) от годините в периода. Тази особеност, както и малкият брой на компаниите, се отразяват негативно на представителността на получените средни величини и би трябвало да сме по-резервирани по отношение на крайните изводи. Прави впечатление, че коефициентът P/E показва тенденция към нарастване при повечето дружества, особено през последната 2006 г. Същото обаче трудно може да се каже за ROE (може би с изключение само на ЗЕМ АД). Изчисленият среден P/E за шестгодишния период

¹⁵ Molodovsky, N. Цит. съч., с. 33.

Фактически и фундаментални коефициенти "цена-доход" на българския капиталов пазар

за 5-те дружества е 13, а средният ROE - 7.66%. За нарастването на P/E към края на периода определено са допринесли някои благоприятни тенденции с директно отражение върху фундаменталните променливи. Например през изследвания период неколккратно беше повишаван кредитният рейтинг на страната като израз на подобряващата се макроикономическа и политическа среда за функциониране на бизнеса. Това рефлектира в постепенно намаляване на рисковата премия, а оттам и на изискваната норма на възвръщаемост за осъществяваните инвестиции в страната.

Таблица 7

Коефициенти P/E и ROE за периода 2001-2003 г. на дружества от под-отрасъл "Производство на машини и оборудване"

Компания	БФБ код		Години						Средна за периода	
			2001	2002	2003	2004	2005	2006	P/E	ROE (%)
Балкан АД	BALKL	P/E	1.0	3.0	1.7	8.0	9.4	12.8	6.0	6.36
		ROE (%)	8.49	3.40	4.50	7.10	6.50	8.18		
М+С Хидравлик	MCH	P/E	4.17	6.27	5.0	4.8	10.3	34.1	10.8	11.38
		ROE (%)	10.34	8.55	9.10	17.70	11.70	10.90		
Елхим	ELHIM	P/E	3.2	8.9	9.9	Neg.	21.3	50.0	18.7	3.15
		ROE (%)	3.21	4.88	2.02	Neg.	2.20	3.45		
Елтос	ELTOS	P/E	1.1	37.3	>100	Neg.	Neg.	27.4	21.9	1.64
		ROE (%)	5.12	0.77	0.05	0.00	0.00	3.92		
ЗЕМ АД	ZEM	P/E	Neg.	Neg.	7.9	Neg.	3.0	11.8	7.6	15.76
		ROE (%)	Neg.	Neg.	2.36	Neg.	20.00	24.93		
<i>Средна аритметична</i>								13.0	7.66	

От последните две колони на табл. 7 се вижда, че високите средни P/E коефициенти по отделни дружества преобладаващо кореспондират с ниски ROE, и обратно. Във връзка с това отново изследваме зависимостта между P/E и ROE посредством линейна регресия, но този път на базата на средните стойности по дружества за целия шестгодишен период (пак с уговорката, че не можем да говорим за статистически значим резултат). Получените стойности в резултат на линейната регресия са:

- - свободен член (*intercept*) $a = 19.80$;
- - коефициент пред независимата променлива (*slope*) $b = -88.92$;
- - коефициент на корелация (R) = -0.75 ;
- - коефициент на детерминация (R^2) = 0.56 .

И този път коефициентът b и коефициентът на корелация R са с отрицателни стойности и говорят за обратна зависимост на P/E от ROE. В случая и коефициентът на детерминация R^2 е достатъчно висок и означава,

че измененията на P/E до голяма степен се обясняват с измененията в ROE . Фактът, че в случая работим с осреднени показатели за шестгодишен период, не позволява отново да обясним тази обратна зависимост с принципа на противоположните движения. В подобна ситуация не е сериозно да говорим за временно отклонение на фактическите доходи под или над потенциала за генериране на доход. В този смисъл относително високите P/E коефициенти при компаниите с нисък ROE – “Елтос” АД и “Елхим” АД, би трябвало да са плод най-вече на свръхоптимистични инвеститорски очаквания за бъдещ висок темп на растеж. Остава резонният въпрос кое подхранва подобни високи очаквания при продължаваща 5-6 години ниска норма на възвръщаемост на инвестиция собствен капитал на същите тези дружества. В резултат от всичко това можем да заключим, че въпреки намаляващата изисквана норма на възвръщаемост високите стойности на P/E на двете дружества в края на периода са по-скоро индикатор за тяхното надценяване.

Резултатите от изследването на P/E коефициентите на различните извадки от посочените компании свидетелстват, че първата група инвеститори – любители на високите P/E , е доста силно представена на българския капиталов пазар. Трябва обаче да имаме предвид, че използването на подобни високи коефициенти за база при сравнителните методи на оценка на други компании е съпроводено с твърде висока степен на риск.

Фундаментални P/E коефициенти за компаниите от подотрасъл “Производство на машини и оборудване”

Във връзка с обосноваването на реперни стойности, с които да бъдат сравнявани отделните фирмени, отраслови или общопазарни фактически коефициенти, е подходящо да съставим и използваме електронен модел за изчисляване на теоретични (фундаментални) P/E коефициенти при различни допускания и комбинации на фундаменталните променливи. Например можем да придобием по-добра представа как би трябвало да изглежда средният фундаментален P/E , т.е. при средна за България изисквана норма на възвръщаемост от обикновените акции (RRR), среден очакван растеж (g) и средна възвръщаемост на собствения капитал (ROE).

Подобен фундаментален P/E можем да изчислим и за отделните отрасли и компании. По този начин представените фактически P/E коефициенти на компаниите от подотрасъл “Производство на машини и оборудване” (табл. 7 и 8) могат да бъдат съпоставени с фундаменталните P/E коефициенти за подотрасъла. При избора в този случай вариант на прилагане на модела фундаменталните P/E коефициенти са изчислени като функция на:

- възвръщаемостта на собствения капитал - ROE ;
- коефициента на изплащане на дивиденди – $(1-b)$;
- изискваната норма на възвръщаемост – r .

Това означава, че бъдещият темп на нарастване g от своя страна ще бъде изразен като функция на ROE и коефициента на задържане b , т.е. $g = ROE * b$.

Използван е *текущ* фундаментален P/E, който трябва да осигурява съпоставимост с *текущия* фактически P/E. Така конкретният използван модел придобива вида:

$$P/E = \frac{P_0}{EPS_0} = \frac{(1 + ROE * b) * (1 - b)}{r - ROE * b}$$

За изчисляване на средния фундаментален P/E за 2006 г. е подходящо да използваме средния ROE на 11-те фирми за същата година. От табл. 6 се вижда, че средната му аритметична е 11.71%, а медианата 8.64%. В този случай ще използваме средната аритметична от 11.71%, която е по-оптимистичната от двете. Като имаме предвид, че и през 2006 г. мнозинството от дружествата на БФБ продължават да прилагат политика на ниски или никакви дивиденди, ще използваме ниския коефициент на изплащане (1-b) от 0.2.

Малкият ни капиталов пазар, кратката му история и липсата на достатъчни статистически данни за изминал период силно затрудняват извеждането и обосновката на изискваната норма на възвръщаемост от акциите, т.е. цената на собствения капитал *r*. За подобни малки и динамично развиващи се пазари някои автори препоръчват да се използва като база цената на собствения капитал на един зрял пазар и към нея да се добави премия за риск на съответната страна.¹⁶

Таблица 8

Определяне на изискваната норма на възвръщаемост "r" за 2006 г. на дружествата от подотрасъл "Производство на машини и оборудване"

Ред	Показател	
1	Норма на възвръщаемост на дългосрочните облигации в САЩ – R _f (%)	4.95
2	Премия за риск на пазарния портфейл от обикновени акции в САЩ – (R _m - R _f) (%)	4.91
3	Бета коефициент с лост на компаниите в отрасъла в САЩ – β _L	1.01
4	Бета коефициент без лост на компаниите в отрасъла в САЩ – β _U	0.81
5	Среден коефициент "дълг / собствен капитал" за отрасъла в България (D/E)	0.50
6	Коригиран бета коефициент с лост (β _L) в съответствие с D/E за подотрасъла в България	1.15
7	Коригирана премия за риск за обикновените акции в отрасъла в САЩ (%)	5.63
8	Цена на собствения капитал в отрасъла в САЩ (при коригиран D/E) (%)	10.58
9	Премия за странови риск за България (%)	2.03
10	Специфична премия за риск за по-малкия размер на предприятията в България (%)	2.00
11	Средна изисквана норма на възвръщаемост от акциите в подотрасъла в България (%)	14.61

¹⁶ Damodaran, A. Цит. съч., с. 162.

Този подход е демонстриран на табл. 8. За базов (зрял) пазар е избран американският капиталов пазар. Цената на собствения капитал на компаниите от отрасъла на този пазар е определена посредством *модела за оценка на капиталовите активи (CAPM)*. За безрискова норма използваме средногеометричната норма на възвръщаемост по дългосрочните държавни американски облигации от 4.95% за периода 1928 - 2006 г. Средногеометричната пазарна премия за риск съответно е 4.91%.¹⁷ Коефициентът бета с лост за отрасъла в САЩ е 1.01 при съотношение “дълг/собствен капитал” от 0.31. За целта обаче е използван коригиран бета коефициент, който отразява специфичния за избраните български дружества финансов ливъридж, представен от коефициента “дълг/собствен капитал” (D/E), както и прилаганата през 2006 г. ставка на корпоративния данък в България от 15%. В случая това е необходимо, тъй като и капиталовата структура, и данъчната ставка на нашите анализирани дружества се различават съществено от тези на базисните американски компании. Извеждаме *коригираният бета коефициент (с лост)* от *бета коефициента без лост* за отрасъла в САЩ с помощта на следната формула:

$$\beta_L = \beta_U * [1+(1-T)*(D/E)], \text{ където:}$$

β_L е коригиран бета коефициент с лост (отразяващ капиталовата структура за отрасъла в България);

β_U - бета коефициент без лост за отрасъла в САЩ;

T - ставка на корпоративния данък в България;

D - относителен дял (или абсолютна стойност) на дълга за отрасъла в България;

E - относителен дял (или абсолютна стойност) на собствения капитал за отрасъла в България.

Бета коефициентът без лост за отрасъл “Машиностроене” в САЩ е 0.81 (табл. 8). Средният коефициент “дълг/капитал” ($D/(D+E)$) за 11-те дружества е 0.33, от което следва, че коефициентът “дълг/собствен капитал” (D/E) е около 0.5. Така коригираният бета коефициент, съобразен с капиталовата структура на изследваните компании, трябва да е:

$$\beta_L = 0.81 * [1+(1-0.15)*0.5] = 1.15.$$

При бета коефициент 1.15 премията за риск за съпоставимите компании на един зрял капиталов пазар трябва да е 5.63%, а цената на собствения им капитал r трябва да е 10.58%. Към това е добавена премия за странови риск за България. Тя е определена на базата на типизирания спред за риск на държавните ни облигации, изведен от страновия рейтинг на Moody's Investors Service за България за 2006 г. За този период той е $Baa3$ и

¹⁷ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html

предполага типизиран спред по българските държавни облигации от +135 базисни пункта, т.е. 1.35% над нормата на възвръщаемост от облигациите на страните с най-висок рейтинг.¹⁸ Умножавайки спреда по коефициент 1.5 (отразяващ по-високия риск на обикновените акции спрямо облигациите на нововъзникналите капиталови пазари), получаваме премия за странови риск от 2.03% ($1.35\% \cdot 1.5 = 2.03\%$). В случая е уместно да включим и специфична премия за риск от 2% поради по-малкия размер на разглежданите български фирми.¹⁹ При това положение, при равни други условия, средната изисквана r от обикновените акции на дружествата за 2006 г. би трябвало да е от порядъка на 14.61%.

Таблица 9

Средни фундаментални P/E за дружествата от подотрасъл "Производство на машини и съоръжения" за 2006 г.

Стъпка на изменение на ROE (%): 10											
Стъпка на изменение на "r" (%): 10											
Стойности на "r" (%)	Стойности на ROE (%)										
	5.9	7.0	8.2	9.4	10.5	11.7	12.9	14.1	15.2	16.4	17.6
	P/E	P/E	P/E	P/E	P/E	P/E	P/E	P/E	P/E	P/E	P/E
7.3	8.0	12.5	28.5	-113.5	-19.3	-10.6	-7.4	-5.7	-4.6	-3.9	-3.4
8.8	5.1	6.7	9.7	16.9	64.8	-36.3	-14.3	-9.0	-6.6	-5.2	-4.3
10.2	3.8	4.6	5.8	7.9	12.1	25.5	-283.6	-21.9	-11.5	-7.8	-6.0
11.7	3.0	3.5	4.2	5.1	6.7	9.4	15.9	49.8	-45.7	-15.9	-9.6
13.1	2.5	2.8	3.2	3.8	4.6	5.8	7.8	11.7	23.1	669.3	-25.3
14.6	2.1	2.3	2.6	3.0	3.5	4.2	5.1	6.6	9.2	15.1	40.9
16.1	1.8	2.0	2.2	2.5	2.8	3.3	3.8	4.6	5.8	7.7	11.3
17.5	1.6	1.8	1.9	2.1	2.4	2.7	3.1	3.5	4.2	5.1	6.6
19.0	1.5	1.6	1.7	1.9	2.1	2.3	2.5	2.9	3.3	3.8	4.6
20.5	1.3	1.4	1.5	1.7	1.8	2.0	2.2	2.4	2.7	3.1	3.6
21.9	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.9	2.1	2.3	2.6	2.9

Както се вижда от табл. 9, фундаменталният P/E коефициент при тези входящи променливи - $ROE = 11.71\%$, $(1-b) = 0.2$ и $r = 14.61\%$, възлиза едва на 4.2. Това е многократно по-ниско от средната аритметична стойност на фактическия P/E на 11-те дружества от 31.6 и от медианата 29.4, представени на

¹⁸ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html (по данни за 2006 г.)

¹⁹ Fishman, P., G. Wilson, G. Meltzer. Guide to Business Valuations, 1996, p. 510-514.

табл. 6. Подобна ниска стойност на теоретичния P/E трябваше да се очаква предвид фактът, че *ROE* е по-нисък от *r*. Подобно съотношение предполага, че вътрешният потенциал за генериране и за растеж на доходите не е достатъчен да осигури доходност, съпоставима с адаптираната спрямо риска изисквана норма на възвръщаемост от страна на инвеститорите. Вътрешният (фундаменталният) темп на нарастване *g* възлиза на 9.37% ($11.71\% * 0.8 = 9.37\%$). Комбинацията с висок коефициент на задържане допълнително утежнява ситуацията, поради факта, че неразпределената печалба се реинвестира в проекти с отрицателна *икономическа добавена стойност (EVA)*.

В случая не намираме основание да обясняваме силното разминаване между фактически и фундаментален коефициент с временно ниска стойност на *ROE*. В действителност този коефициент за 2006 г. е доста по-висок от средноаритметичния за шестгодишния период от 7.66%. Ако използваме средната за периода стойност на *ROE*, ще получим още по-нисък фундаментален P/E от порядъка на 2.5 и пак ще се запази значителна разлика между него и по-умерения среден P/E от 13. А и погледнато в абсолютно изражение, коефициент на възвръщаемост от 11.7% не би трябвало да се определя като нисък. Той например създава възможност за един добър вътрешен (фундаментален) темп на нарастване *g* от порядъка на 9.37% ($11.71\% * 0.8 = 9.37\%$). По-вероятно е все пак инвеститорите да са очаквали още по-висок темп на нарастване, както неколккратно сме имали възможност да установим, в т.ч. и за нашия капиталов пазар.

Всеки фундаментален P/E е силно чувствителен към конкретната комбинация между *ROE* и *r*. И в конкретния случай е твърде възможно инвеститорите да са приемали за достатъчна една по-ниска изисквана (адаптирана спрямо риска) норма на възвръщаемост от акциите в подотрасъла. Съгласно модела на фундаменталните P/E коефициенти, ако допуснем, че очакванията на инвеститорите относно *ROE* и *g* са били близки с посочените, при фактически средноаритметичен P/E от 31.6 изискваната от тях норма на възвръщаемост за акциите в подотрасъла трябва да е била:

$$\text{при } P/E = \frac{(1 + 0.1171 * 0.8) * (1 - 0.8)}{r - 0.1171 * 0.8} = 31.6 \rightarrow$$

$$\rightarrow r = ((1 + 0.0937) * 0.2) / 31.6 + 0.0937 = 0.1006 = \underline{10.06\%}$$

На фона на тези 10.06% изчислената на табл. 8 изисквана *r* от 14.61% може да се разглежда като относително консервативна (т.е. висока) предвид и двете натрупани премии за риск за фирмите на българския капиталов пазар. Въпреки това изисквана средна норма от 10.06% не е достатъчна за тези акции. Тя излиза по-ниска дори от тази за американските компании със съпоставим ливъридж в отрасъл "Машиностроене", което не е обосновано.

Да не забравяме, че високият среден фактически P/E за подотрасъла (както за шестгодишния период, така и само за 2006 г.) се дължи предимно на

четири-пет компании с много нисък *ROE*. В този смисъл е добре да изчислим фундаментални *P/E* коефициенти за отделните фирми и да ги съпоставим с техните фактически *P/E*. Това може да се види на табл. 10. Използван е току-що показаният вариант на модела за определяне на теоретичен текущ *P/E* със същите три входящи променливи: *ROE*, $(1-b)$ и r . Нормата на възвръщаемост на собствения капитал *ROE* е според данните за отделните дружества за 2006 г. (показани на табл. 6). Същият нисък коефициент на изплащане от 0.2 е приложен към всички дружества. Изискваната норма на възвръщаемост r е изчислена по същия метод, демонстриран на табл. 8. За целта използваният коригиран бета коефициент е диференциран в зависимост от конкретната капиталова структура на съответното дружество. Той пак е изведен от бета коефициента без лост (β_L). Поради липсата на по-детайлна информация приемаме, че бета коефициентът без лост за отделните дружества е равен на средния за отрасъл "Машиностроене" в САЩ от 0.81. Казано по друг начин, коефициентът бета на активите, т.е. бизнес-рискът на отделните компании, го приемаме за един и същ. Останалите променливи като безрискова норма, пазарна премия за риск, странова рискова премия и т.н. са същите. Така получената изисквана норма r варира от 13.37% при "Балканкар-Рекорд" АД до 21% при ХЕС АД. Високата норма при последното дружество се дължи на изключително високия финансов ливъридж с *D/E* коефициент от 2.4. Това означава, че относителният дял на дълга възлиза на 71%.

Таблица 10

Фундаментални и фактически *P/E* за дружествата от подотрасъл "Производство на машини и съоръжения" за 2006 г.

	Компания	БФБ символ	ROE (%)	1-b	D/E	Beta (кориг.) β_L	Изискв. норма "r" (%)	P/E фундаментален	P/E фактически
1	Балканкар-Рекорд АД	REKPL	1.08	0.2	0.13	0.89	13.37	1.61	76.3
2	Балкан АД	BALKL	8.18	0.2	0.37	1.06	14.18	2.79	12.8
3	М+С Хидравлик	MCH	10.90	0.2	0.66	1.26	15.15	3.38	34.1
4	Дружба АД	DRURA	4.08	0.2	0.42	1.09	14.35	1.86	33.3
5	ХЕС АД	HES	36.07	0.2	2.40	2.45	21.00	-3.28	31.4
6	ЗММ Сливен АД	ZMMSL	9.10	0.2	0.35	1.04	14.11	3.14	16.1
7	Монбат	MONBAT	15.34	0.2	0.15	0.91	13.44	19.25	22.8
8	Елхим	ELHIM	3.45	0.2	0.18	0.93	13.54	1.91	50.0
9	Машстрой	MSTRY	Neg.	0.2	1.02	1.50	16.36	Neg.	Neg.
10	Елтос	ELTOS	3.92	0.2	1.27	1.67	17.20	1.47	27.4
11	ЗЕМ АД	ZEM	24.93	0.2	0.37	1.06	14.18	-4.16	11.8

Едно от дружествата – "Машстрой", е с отрицателен финансов резултат и за него не са изчислявани коефициенти "цена-доход". Виждаме, че за 7 от

дружествата полученият фундаментален P/E е с изключително ниски стойности и е многократно по-нисък от фактическия им P/E. Това се отнася не само за компаниите с най-нисък ROE, а и за тези с ROE от порядъка на 8-10%. Причината и тук е в неблагоприятното съотношение между ROE и r . От анализа на данните в табл. 7 установихме, че възвръщаемостта на собствения капитал на “Балкан” АД, М+С “Хидравлик”, “Елхим” и “Елтос” за 2006 г. е почти същата както през шестгодишния период. В този смисъл поне при тези 4 дружества не можем да говорим за временно отклонение на фактическия доход под потенциала за генериране на доход и да обясняваме значително по-високите фактически P/E с принципа на противоположните движения. От това можем да направим извода, че тези дружества са с необосновано високи фактически коефициенти “цена-доход” и следователно са силно надценени. Същото най-вероятно се отнася и за “Балканкар-Рекорд” АД, “Дружба” АД и ЗММ - Сливен АД, но това може да се потвърди едва след като изследваме необходимата информация за предходните периоди.

При останалите 3 дружества – “Монбат”, ХЕС АД и ЗЕМ АД, ситуацията изглежда коренно различна. И при трите коефициентът ROE е по-висок от изискваната норма r . При “Монбат” това е довело до фундаментален P/E от 19.25, който почти достига фактическия P/E от 22.8. Получените фундаментални P/E на ХЕС АД и ЗЕМ АД са отрицателни (съответно -3.28 и -4.16), което първоначално предизвиква известна конфузия. Това се дължи на някои дефицити на модела на теоретичните коефициенти. Отрицателните стойности в случая означават, че вътрешният темп на нарастване g е по-висок от изискваната норма на възвръщаемост r . Така от много високи стойности фундаменталните P/E изведнъж преминават в отрицателни. Това най-често се получава при ниски коефициенти на изплащане, т.е. при високи коефициенти на задържане. Такъв е и този случай. Причината е, че едно малко превишение на ROE над r е достатъчно да доведе до g по-голямо от r .

Подобни отрицателни теоретични P/E трябва да третираме като еквивалентни на високите теоретични P/E. С други думи, в тези два случая се намираме в зоната на свръхвисоките и отрицателните коефициенти. Например, ако в този модел за изчисляване на фундаменталните P/E увеличим коефициента на задържане на 0.45 (т.е. намалим коефициента на задържане на 0.55), получените стойности за двете дружества стават положителни, а именно: фундаментален P/E на ХЕС АД = 46.39; фундаментален P/E на ЗЕМ АД = 109.70

Полученият теоретичен P/E за ХЕС АД от 46.39 напълно потвърждава обосноваването на относително високия фактически P/E от 31.4. А ако имаме основание да очакваме и запазване на високия ROE за по-продължителен период, трябва да ги разглеждаме акциите на компанията като подценени. Теоретичният P/E за ЗЕМ АД от 109.70 е много по-висок от фактическия P/E, който е само 11.8. След продължителен период на преобладаващо отрицателни финансови резултати дружеството за две поредни години (2005 и 2006) реализира впечатляваща възвръщаемост на собствения капитал съответно

Фактически и фундаментални коефициенти "цена-доход" на българския капиталов пазар

от 20 и 24.9%. Ако са налице предпоставките за запазване на тази тенденция, може да определим дружеството по-скоро като силно подценено.

Насоки за по-нататъшно изследване

Има два важни аспекта, в които това изследване има нужда да бъде продължено. От една страна, то трябва да бъде разширено за всички компании на БФБ, чиито акции са по-активно включени в търговията, като същевременно бъде обхванат по-дълъг исторически период. Подходящи за тази цел са извадките от дружества, включени в пазарните индекси, в т.ч. SOFIX, BG 40 и евентуално Дневник 20 (макар и последният да е с твърде кратка история). От друга страна, можем да придобием много по-добра представа за цялостната картина ако вземем под внимание и други ключови коефициенти като "цена-счетоводна печалба" (P/BV), "цена-продажби" (P/S) и др. Очакванията са това да осигури нова гледна точка при анализа на коефициентите за оценка на собствен капитал и да ни помогне да обясним по-задълбочено наблюдаваните несъответствия между фактически коефициенти и фундаментални променливи.

*

Анализът на средните P/E коефициенти на българския капиталов пазар показва, че техните стойности могат лесно да бъдат изкривявани и манипулирани. Това се дължи на малкия брой на компаниите в извадките, от които се извеждат средните P/E. Броят на дружествата с P/E коефициенти, които имат икономически смисъл, е много малък, защото половината от компаниите на борсата не се търгуват в действителност, а около 40% от останалите са с отрицателен финансов резултат. Подобни извадки правят изчисляваните средни силно чувствителни към един или два нетипично високи или ниски коефициенти. Това важи в особено висока степен за средните аритметични и изсква внимателен анализ и адекватно предварително обработване на извадките.

Резултатите от изследването сочат, че преобладаващата част от високите P/E не са подкрепени от фундаменталните променливи. Предполаганите от тези променливи теоретични P/E коефициенти като правило са много по-ниски. В редица случаи са налице достатъчно основания да обясним това с принципа на противоположните движения. Все пак в повечето случаи се оказва, че не можем да намерим нищо разумно, което да обяснява един или друг висок фактически P/E коефициент. Очакваният темп на нарастване на доходите като правило е значително по-висок от фактическия исторически темп, както и от вътрешния (фундаменталния) темп на нарастване g . Това може да означава, че инвеститорите са вярвали в потенциала за значителен растеж на представените на БФБ дружества. Възможно е също в началния период цените на акциите да са били прекалено ниски за потенциала за генериране на доход на компаниите.

На този етап можем да обобщим, че списъкът на възможните обяснения за един твърде висок P/E коефициент включва: ниска текуща печалба - под потенциала за генериране на доход и необходимост от компенсиращо висок P/E;

наличие на видими предпоставки (потенциал) за висок растеж на бъдещите доходи от дейността; ниска стартова пазарна цена на акциите (подценена компания); необосновано оптимистични очаквания за растеж; очакване в недалечно бъдеще да излязат наяве скрити източници на стойност за компанията, в т.ч. и такива, които не са свързани с нейната дейност.

Използвана литература:

Йорданов, М. Седем изгубени години за американските и европейските акции, Investor.bg, <http://www.investor.bg>

Ненков, Д. Оценка на инвестициите в реални активи. С.: УИ "Стопанство", 2005.

Стоянов, Н. Небезопасни връзки. - Капитал, 9 март 2007, бр. 3.

Block, E. F. A Study of the Price to Book Relationship. - Financial Analysts Journal, January/February, 1995.

Brigham, E. F., L. Gapenski. Financial Management – Theory and Practice. The Dryden Press, 1994.

Copeland, T., T. Koller, J. Murrin. Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies. New York: John Wiley & Sons, 2000.

Damodaran, A. Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. New York: John Wiley & Sons, 2002.

Damodaran, A. Damodaran on Valuation, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/vall.htm

Fishman, P., G. Wilson, G. Meltzer. Guide to Business Valuations. 1996, p. 510-514.

Koller, T., M. Goedhart, D. Wessels. Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies (McKinsey & Company). New York: John Wiley & Sons, 2005.

Kothari, S. P., J. Shanken, R., G. Sloan. Another Look at the Cross Section of Expected Stock Returns. - Journal of Finance 50, March 1995, N 2.

Malkiel, B. G. A Random Walk Down Wall Street. New York: W.W.Norton Company, 1990.

Malkiel, B. G. Don't Sell Out", 26 September, 2001, WSJ.com – Commentary http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/vall.htm

Massasuke I. Corporate Profitability and Stock Valuation in Japan. - Financial Analysts Journal, March/April, 1996.

McTaggart, J. M., P. W. Kontes, M. C. Mankins. The Value Imperative – Managing for Superior Shareholder Returns, 1994.

Molodovsky, N. A Theory of Price-Earnings Ratios. - Financial Analysts Journal, January/February 1995 (Reprinted from "The Analyst Journal", November 1953).

O'Shaughnessy, J. P. What Works on Wall Street. McGraw Hill, 2005, p. 112.

Reilly, F. K., K. C. Brown. Investment Analysis – Portfolio Management. USA, Thomson Learning, 2003.

Stickney, C. P. Financial Reporting and Statement Analysis. 1996.

3.IX.2007 г.