

«ЧАРТИСТСКИЙ» ПОДХОД К ПРОГНОЗИРОВАНИЮ СВОБОДНОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА НА СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ КОММЕРЧЕСКОГО БАНКА ПРИ ЕГО ОЦЕНКЕ ДОХОДНЫМ ПОДХОДОМ

*«Предсказывать очень сложно, особенно будущее»
Нильс Бор (Niels Bohr)*

«Наихудшая проблема в том, что, ... чем тщательней наши ученые-экономисты продумывают и усложняют свои модели, тем все более очевидно, что такие модели никогда не смогут предсказать долгосрочное развитие вообще».

Ларс Твид (Lars Tvede)¹

Введение

Прогнозирование свободных денежных потоков на собственный капитал любой компании является ключевым этапом оценки бизнеса доходным подходом.

Как правило, выполняя конкретные действия по этому этапу, оценщик должен «провести анализ бизнеса компании на основе исторических данных финансово – хозяйственной деятельности предприятия (бизнеса) за не менее, чем трёхлетний период», на основании которого, «построить прогноз денежного потока для оцениваемой компании» (см., например, /1/).

На это же указывает п. 9 в) федерального стандарта оценки «Оценка бизнеса (ФСО N 8)²: «на основе анализа информации о деятельности организации, ведущей бизнес, которая велась ранее в течение репрезентативного периода, ... провести прогнозирование денежных потоков или иных прогнозных финансовых показателей деятельности такой организации, используемых в расчете согласно выбранному методу проведения оценки объекта оценки ...».

Между тем, по нашему мнению, практически повсеместно в отчётах об оценке процесс «перетекания» ретроспективной информации в прогнозную либо прямо замалчивается, либо описывается размыто и слабо доступно для понимания. В результате чего, два важнейших аспекта деятельности оцениваемого предприятия – прошлая и будущая деятельность – оказываются как бы (или конкретно фактически) оторванными друг от друга.

Ещё одной особенностью существующей практики прогнозирования денежного потока является прогнозирование его составляющих разных уровней с последующим их предварительным и окончательным суммированием. По всей видимости, это призвано показать глубину и солидность проведённого анализа.

Не вдаваясь в критику такого подхода, выскажем своё мнение на этот счёт, которое заключается в том, что углубление и детализация анализа делает его практически недоступным для восприятия потребителя, но при этом вполне может снизить, как фактическую достоверность итогового результата, так и уровень субъективного доверия потребителя к нему.

¹ Ларс Твид (2002), Психология финансов — М.: «ИК «Аналитика», <http://www.vixri.ru/?p=34>

² Утвержден приказом Минэкономразвития России от 1 июня 2015 г. N 326

Особенно ярко это видно на примере оценки коммерческих банков, очевидно представляющих из себя сложнейшие экономические и финансовые системы, детальный анализ деятельности которых (что не менее очевидно) под силу только узкому кругу специально подготовленных опытных узкоспециализированных экспертов, к числу которых оценщики явно не относятся. В этих условиях, попытки прогнозирования оценщиками финансовых результатов банков на основе «углублённого анализа» их ретроспективной деятельности, скорее всего, не могут вызвать ничего, кроме улыбки.

Кроме этого, существенно, что в силу высокой трудоёмкости «углублённого анализа» в условиях ограниченности временных и финансовых ресурсов резко снижаются возможности для рассмотрения нескольких прогнозных сценариев с их сравнительным анализом, чем, как правило, в оценке просто пренебрегается.

В результате, по нашему мнению, процесс прогнозирования денежных потоков любого бизнеса в обязательном порядке должен:

1. быть основан на ретроспективной информации;
2. логично и обоснованно отражать «перетекание» соответствующих ретроспективных характеристик оцениваемой компании в прогнозные;
3. предусматривать не один вариант прогноза, каждый из которых должен быть логически и экономически обоснованным;
4. быть по возможности проще и нагляднее для потребителя, что значительно повышает уровень его доверия к итоговому результату оценки.

Далее мы представляем своё видение вопроса практического прогнозирования денежных потоков оцениваемой компании на основе подхода, который мы именуем «чартистским».

Как будет показано ниже, такой подход имеет довольно простые фундаментальные основания и вовсе не является чем-то примитивным, находящимся на уровне обыденного сознания. Однако, при этом, предлагаемый подход в силу своей простоты не может не быть интуитивно понятным потребителю. В тоже самое время, в силу своей гибкости и широты охвата сценарных вариантов предлагаемый подход приводит к результатам оценки доходным подходом, хорошо согласующимся с результатами имущественного (затратного) и/или сравнительного подходов. При этом, трудоёмкость выполнения сценарных вариантов не выходит за абсолютно разумные рамки.

Мы описываем применение своего подхода применительно к оценке коммерческих банков. Тем не менее, подход в большей своей части применим и к оценке любых иных компаний.

В качестве свободного денежного потока на собственный капитал мы рассматриваем чистую прибыль банка ³.

Типы ожиданий и их использование в прогнозировании свободных денежных потоков

³ Обоснование использования чистой прибыли в качестве свободного денежного потока на собственный капитал банка или любой иной компании заслуживает отдельного внимательного рассмотрения и выходит за рамки данной статьи.

Научная основа предлагаемого нами подхода к прогнозированию денежного потока (прибыли) основана на двух достаточно хорошо проработанных и изученных концепциях ожиданий в экономике.

«Ожидания - события, которые, по мнению людей, должны произойти»⁴.

В экономике — это предположения или мнения относительно будущих значений экономических переменных. Вследствие неопределенности будущей ситуации участники рынка формируют ожидания экономической конъюнктуры в той перспективе, которая им необходима для экономической деятельности /3/.

В основном, выделяют следующие концепции (типы) ожиданий /2/, /3/:

1. рациональные;
2. адаптивные;
3. регрессивные (равновесные);
4. экстраполятивные.

Не вдаваясь в детальный анализ, укажем, что первый тип ожиданий представляет собой более общую, нежели требуется, концепцию, слабо относящуюся к рассматриваемой здесь теме, а концепция второго типа ожиданий не получила к настоящему времени достаточно широкого распространения на практике.

Между тем, по нашему мнению, две последние концепции ожиданий прямо применимы к решению поставленной здесь задачи.

Их краткая характеристика и пути применения в оценке стоимости бизнеса доходным подходом даны в Табл. 1.

Таблица 1. Краткая характеристика регрессивных и экстраполятивных ожиданий и пути применения в оценке стоимости бизнеса доходным подходом

Тип ожиданий	Комментарии	Применение в оценке
Регрессивные равновесные ожидания	или Происходит неизбежный регресс, возвращение значения экономической переменной к своему равновесному уровню. С течением времени значение переменной может отклоняться в любую сторону от равновесия, но рано или поздно оно к нему возвращается.	Метод капитализации с использованием среднего (стабильного, равновесного) ретроспективного значения прибыли компании в качестве её свободного денежного потока на собственный капитал
Экстраполятивные ожидания	Предполагают, что экономические субъекты оценивают будущее на основании прошлого опыта. Экономическая переменная изменяется в будущем в соответствии с тенденциями, заложенными в прошлом ⁵ .	Метод дисконтирования денежных потоков , в котором прогнозные значения прибыли компании, используемые в качестве её свободных денежных потоков на собственный капитал, определяются на основе ретроспективных трендов

⁴ Экономика. Толковый словарь, М.: "ИНФРА-М", Издательство "Весь Мир". Дж. Блэк. Общая редакция: д.э.н. Осадчая И.М.. 2000, https://dic.academic.ru/dic.nsf/econ_dict/21693

⁵ Если для экстраполяции прошлых тенденций в будущее мы используем линейный тренд, то, в соответствии с классификацией Frankel и Froot /2/, такие экстраполятивные ожидания именуется «статическими».

Необходимо отметить, что регрессивные и экстраполятивные ожидания можно рассматривать, как частные случаи друг друга.

Так, например, если прошлые тенденции свидетельствуют о наличии равновесного значения некоторой экономической переменной, то экстраполяция этого прошлого опыта в рамках модели экстраполятивных ожиданий приведёт к тому, что они становятся регрессивными.

Напротив, если с течением времени равновесное значение некоторой экономической переменной изменяется (например, возрастает) в соответствии с некоторыми тенденциями, то регрессионные ожидания становятся экстраполятивными.

Применительно к оценке методом капитализации использование регрессивных ожиданий заключается в использовании для капитализации именно усреднённого, стабильного, «фундаментального» значения прибыли компании (банка) за ряд лет. При этом, естественным образом прогнозируется, что на протяжении обозримого будущего в оцениваемом бизнесе в среднем будет воспроизводиться некая усреднённая ситуация, которая имела место на протяжении обозримого прошлого. Подчеркнём, что принятие в расчёте методом капитализации усреднённой постоянной величины прибыли является актом не абстрактно – математическим, а актом именно прогнозирования развития ситуации в будущем. Именно в таком ракурсе метод капитализации рассматривается нами ниже⁶.

Применение в оценке методом дисконтирования денежных потоков экстраполятивных ожиданий имеет в своей основе постулаты и элементы так называемого «технического анализа».

Прогнозирование свободных денежных потоков и технический анализ

Здесь необходимо отметить, что «внедряя» экстраполятивные ожидания в практику оценки, мы не совершаем никакой революции. В частности, концепции ожиданий давно и успешно используется в прогнозировании экономических переменных на фондовых и валютных рынках с помощью так называемого «технического анализе».

В данной статье мы осуществляем только адаптацию общих принципов технического анализа, как широко применяемого инструмента прогнозирования, к потребностям прогнозирования свободных денежных потоков компаний.

В соответствии с материалом Википедии, «Технический анализ - совокупность инструментов прогнозирования вероятного изменения цен на основе закономерностей изменений цен в прошлом в аналогичных обстоятельствах. Базовой основой является анализ графиков цен — «чартов» (от англ. chart — график, диаграмма)⁷ ... Теоретически, технический анализ применим на любом рынке»⁸.

⁶ Это помимо того, что с формально математической точки зрения метод капитализации является просто одним из частных случаев метода дисконтирования денежных потоков, что часто выпускается из виду.

⁷ На основании этого сторонников технического анализа называют «чартистами».

⁸ Технический анализ. Материал из Википедии — свободной энциклопедии

Базовых постулатов технического анализа всего три:

- 1 движения цен на рынке учитывают всю информацию;
- 2 движение цен подчинено тенденциям;
- 3 история повторяется.

Таким образом, технический анализ является ярким примером практического применения экстраполятивных (в основном) и регрессивных (в меньшей степени) ожиданий.

На основании указанных постулатов технического анализа можно сформулировать три основных предположения, на которых будет базироваться наш «чартистский» подход к прогнозированию прибыли оцениваемого банка (или компании). Эти предположения приведены и прокомментированы в Табл. 2.

***Таблица 2. Предположения, на которых базируется «чартистский»
подход к прогнозированию прибыли оцениваемой компании***

Предположение	Комментарии
1 Изменения прибыли оцениваемого банка учитывают всю информацию о ней и о рынке, на котором он действует	Вся информация, влияющая на прибыль компании, уже учтена в самой прибыли и нет необходимости отдельно изучать зависимость прибыли от каких бы то ни было факторов. Достаточно сосредоточиться на изучении динамики прибыли и получить направление наиболее вероятного развития компании.
2 Изменение прибыли оцениваемой компании подчинено тенденциям	Каждое отдельное изменение прибыли компании может казаться случайным, но совокупность изменений прибыли компании за некоторый ретроспективный промежуток времени может формировать некоторые тренды (тенденции). Тенденции не бывают бесконечными. Однако, в некоторых пределах достоверности можно предположить, что при наличии тенденции изменения прибыли вероятность её продолжения выше, чем вероятность её изменения. Хотя, на определённом этапе тренд может смениться противоположным движением, но предполагается, что на протяжении прогнозного периода этого не произойдёт.
3 История бизнеса компании повторяется	Оцениваемая компания в схожих рыночных обстоятельствах ведёт себя одинаково, формируя похожую динамику изменения своей прибыли. Это позволяет применять графические модели изменения прибыли, выявленные на основе анализа исторических данных.

Принципиально то, что мы не рассматриваем причины того, почему изменение прибыли изменяло своё направление (например, вследствие снижения / роста доходности бизнеса, колебаний ставок или изменения иных условий), но учитываем лишь тот факт, что прибыль движется в определённом направлении, или определённым образом, например, находясь в пределах какого-то интервала в течение некоторого времени.

К этому стоит добавить, что мы предполагаем, что вероятный факт продажи банка (или компании), который может привести к существенным изменениям внутренних и внешних условий функционирования его бизнеса, нами игнорируется

– даже смена собственника (или собственников) банка не изменит ничего такого, что может изменить существующий тренд прибыли.

Длительность прогнозного и ретроспективного периодов

При выборе длительности прогнозного периода на практике мы исходим из двух следующих соображений.

1. Длительность прогнозного периода должна быть разумно мала, поскольку вероятность достоверности прогноза очевидно резко падает с ростом срока прогнозирования. В соответствии с рекомендациями, данными в /4/, рекомендуемая длительность прогнозного периода в условиях стабильной экономики должна составлять 5 – 10 лет, в нестабильной экономике – может быть сокращена до 3 лет. Таким образом, по нашему мнению, в условиях современной экономической ситуации в России длительность прогнозного периода вряд ли должна превышать 5 лет.
2. Длительность прогнозного периода должна быть разумно велика для снижения доли стоимости реверсии (возврата капитала) в величине рыночной стоимости. Для того, чтобы доля стоимости реверсии при фактически используемых ставках дисконтирования была менее 50%, длительность прогнозного периода должна быть более 5 лет.

В итоге, компромиссной длительностью прогнозного периода нам представляется величина в 5 лет после текущего года (года, в котором производится оценка). Однако, поскольку, как правило, оценка производится не начале, а в течение текущего года, к пятилетней длительности прогнозного периода добавляется ещё 1 год – текущий.

Соответственно, для того, чтобы иметь адекватный прогноз на пяти – шестилетний период в будущем, по нашему мнению, надо производить анализ ретроспективных данных за срок, не менее пяти – шести лет.

«Чартистские» методы прогнозирования прибыли банка

Наш практический опыт оценки банков позволил выделить три основных «чартистских» метода прогнозирования прибыли банка на основании ретроспективной информации (см. Табл. 3).

Таблица 3. Методы прогнозирования прибыли банка на основании ретроспективной информации

Метод	Описание	Комментарии
Усреднения ретроспективной прибыли	На основании ретроспективных значений прибыли банка определяется их среднее значение, которое и служит прогнозом прибыли банка.	Имеет своё обоснование в виде концепции регрессивных ожиданий и постулатах технического анализа. Не требует особых обоснований в применении, поскольку соответствует методу капитализации. Применим для любых компаний (не только для банков).
По тренду прибыли	На основании ретроспективных значений прибыли банка	Имеет своё обоснование в виде концепции экстраполятивных

**«Чартистский» подход к прогнозированию свободного денежного потока
коммерческого банка при его оценке доходным подходом**

По тренду капитала банка и среднему ретроспективному ROE	определяется его тренд на прогнозный период. В результате получают прогнозные значения прибыли банка.	ожиданий и постулатах технического анализа. При наличии тренда прибыли применим всегда и для любых компаний (не только для банков).
	На основании ретроспективных значений капитала банка определяется его тренд на прогнозный период. Затем прогнозные значения капитала банка в каждом году умножаются на среднее значение ROE, которое имело место в ретроспективный период. В результате получают прогнозные значения прибыли банка.	Имеет обоснования, аналогичные с предыдущим методом. При этом, практически, у банков наличие тренда капитала более вероятно, чем наличие тренда прибыли. При наличии тренда капитала (собственных средств) применим всегда, но только для банков и иных участников финансового рынка, имеющих лицензионные требования по величине собственных средств (страховые компании, проф. участники рынка ценных бумаг и пр.).

Поскольку, каждый из этих методов можно считать прогнозным сценарием развития ситуации в прогнозный период, на основании трёх указанных методов прогнозирования можно составлять консенсус – прогнозы, определяя вероятности реализации каждого из сценариев.

Далее, рассмотрим примеры практического применения всех трёх методов. Для удобства восприятия все даты оценки приведены к 01.01.2017.

Случай 1. Удаётся применить все три метода прогнозирования

В Табл. 4 приведены ретроспективные значения капитала и прибыли среднего регионального банка (далее – Банк 1).

***Таблица 4. Ретроспективные значения капитала и прибыли
среднего регионального Банка 1.***

Годы ретроспективного периода	Капитал, тыс. руб.	Прибыль, тыс. руб.	ROE, отн. ед. в год
2011	5 702 154	545 916	0,096
2012	6 636 254	786 725	0,119
2013	6 701 340	1 029 748	0,154
2014	7 704 913	1 342 093	0,174
2015	8 425 298	927 324	0,110
2016	9 320 068	1 228 020	0,132
Среднее значение		976 638	0,131

На Рис. 1 показана ретроспективная динамика прибыли Банка 1 и её прогноз на 6 лет, основанный на среднем ретроспективном значении прибыли.

**«Чартистский» подход к прогнозированию свободного денежного потока
коммерческого банка при его оценке доходным подходом**



Рисунок 1. Ретроспективная динамика прибыли Банка 1 и её прогноз, основанный на среднем ретроспективном значении прибыли.

Из Рис. 1 отчётливо видно, что такой прогноз является достаточно консервативным.

На Рис. 2 показана ретроспективная динамика прибыли Банка 1 и её прогноз на 6 лет, основанный на линейном тренде прибыли.

Как следует из уравнения тренда, в среднем прибыль Банка 1 на протяжении ретроспективного периода росла на 118 000 тыс. руб. в год, что позволяет просто определить прогнозные значения прибыли.

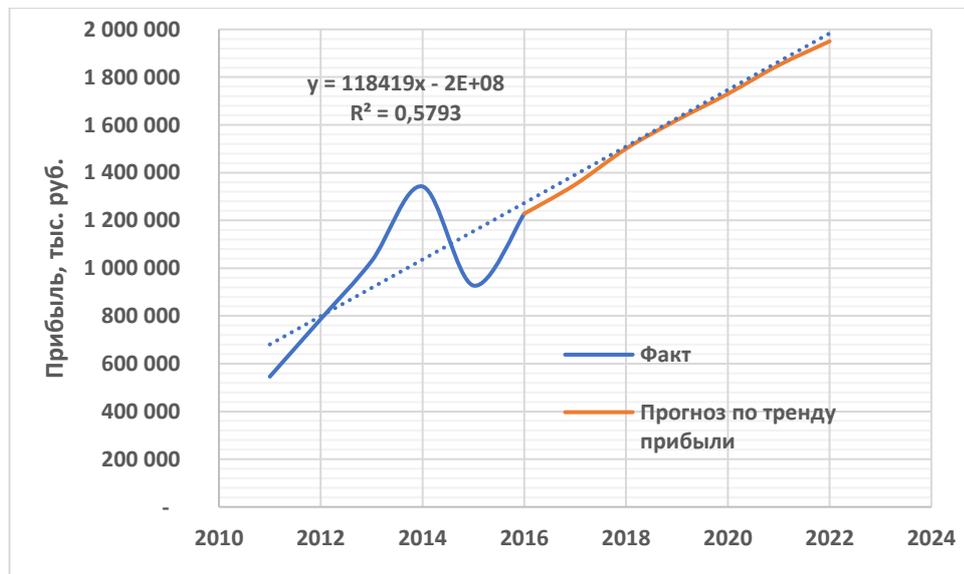


Рисунок 2. Ретроспективная динамика прибыли Банка 1 и её прогноз, основанный на линейном тренде прибыли.

Из Рис. 2 отчётливо видно, что такой прогноз является существенно более оптимистическим, чем прогноз по среднему ретроспективному значению прибыли.

Третий метод требует предварительного выявления ретроспективного тренда капитала банка.

На Рис. 3 показана ретроспективная динамика капитала Банка 1 и его прогноз на 6 лет, основанный на линейном тренде. Прогноз основан на том, что в соответствии с уравнением тренда капитал Банка 1 в ретроспективе возрастал примерно на 700 000 тыс. руб. в год.

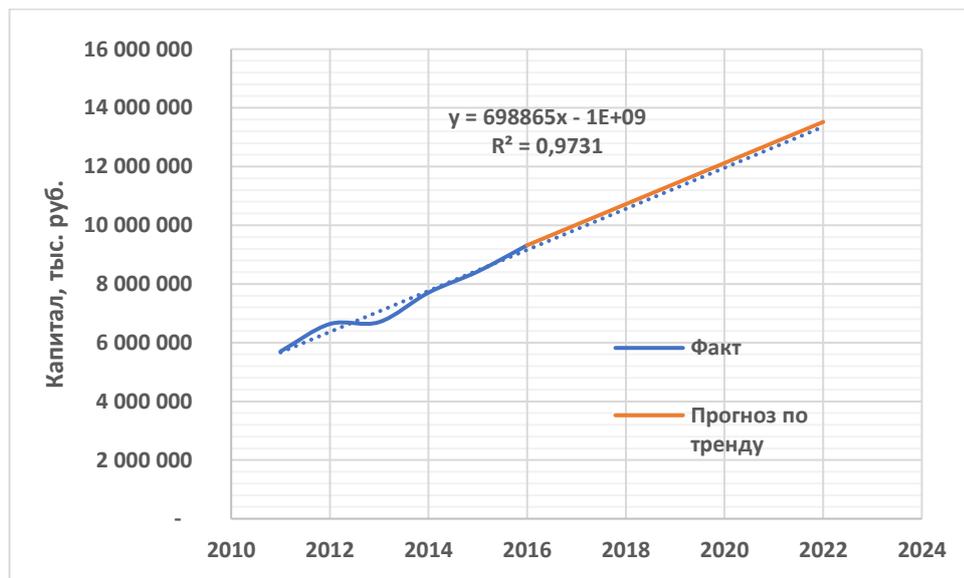


Рисунок 3. Ретроспективная динамика капитала Банка 1 и его прогноз, основанный на линейном тренде.

Знание прогнозных значений капитала и среднего значения ROE Банка 1 позволяют рассчитать соответствующие прогнозные значения прибыли.

На Рис. 4 показана ретроспективная динамика прибыли Банка 1 и её прогноз на 6 лет, основанный на линейном тренде капитала и среднем ретроспективном значении ROE.



Рисунок 4. Ретроспективная динамика прибыли Банка 1 и её прогноз, основанный на линейном тренде капитала и среднем ретроспективном значении ROE.

Как видно из Рис. 4, последний вариант прогноза является промежуточным по оптимизму между первыми двумя.

Этот факт наглядно продемонстрирован на Рис. 5, где показаны ретроспективная динамика прибыли Банка 1 и три варианта её прогноза на 6 лет всеми тремя описанными выше вариантами.

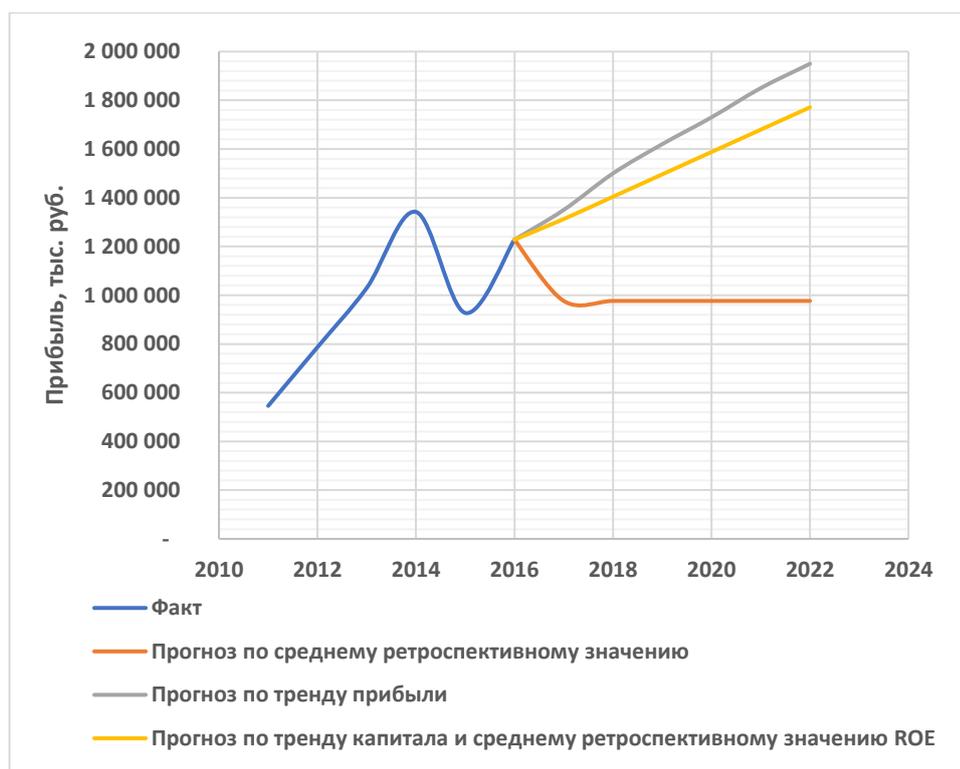


Рисунок 5. Ретроспективная динамика прибыли Банка 1 и три варианта её прогноза всеми тремя описанными выше вариантами.

Рис. 5 даёт пользователю отчёта об оценке наглядное и единое представление

- о ретроспективном развитии ситуации в бизнесе Банка 1,
- об её перетекании в варианты прогноза развития ситуации,
- об относительном уровне оптимизма, закладываемого в каждый вариант прогноза.

При этом, обоснования каждого из вариантов прогноза имеют интуитивно легко понятные обоснования.

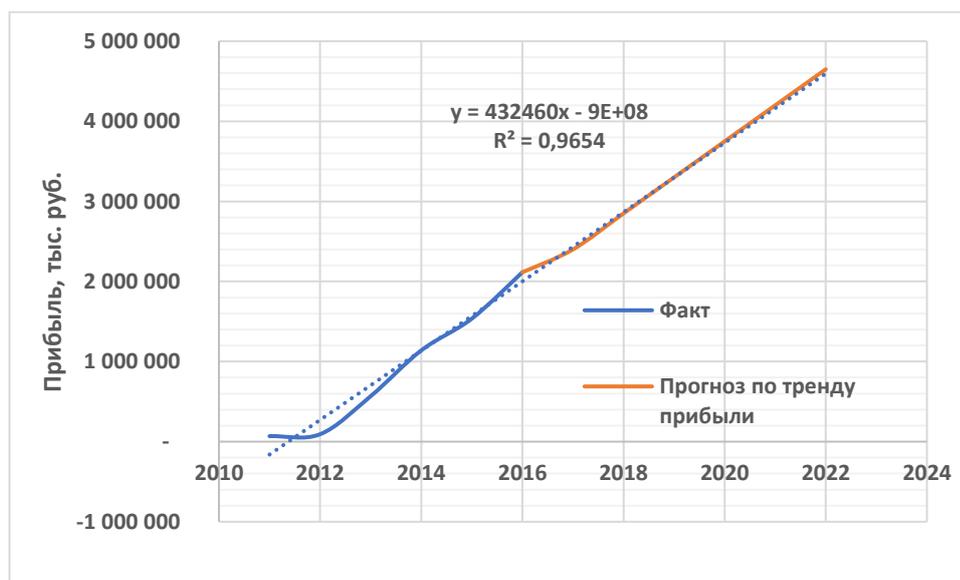
Необходимо отметить, что относительные уровни оптимизма, закладываемого в каждый вариант прогноза, могут резко отличаться для разных банков в зависимости от фактически наблюдаемых ретроспективных тенденций прибыли и капитала банков.

Покажем это на примере ещё одного среднего регионального банка (далее – Банк 2), ретроспективные значения капитала и прибыли которого приведены в Табл. 5

***Таблица 5. Ретроспективные значения капитала и прибыли
среднего регионального Банка 2.***

Годы ретроспективного периода	Капитал, тыс. руб.	Прибыль, тыс. руб.	ROE, отн. ед. в год
2011	776 530	68 534	0,088
2012	4 000 000	92 568	0,023
2013	17 172 771	567 617	0,033
2014	17 495 262	1 139 250	0,065
2015	18 934 882	1 535 890	0,081
2016	20 982 482	2 115 436	0,101
Среднее значение		919 883	0,065

На Рис. 6 и 7 показаны ретроспективные тренды прибыли и капитала Банка 2 и соответствующие прогнозные значения.



***Рисунок 6. Ретроспективная динамика прибыли Банка 2 и её
прогноз, основанный на линейном тренде прибыли.***

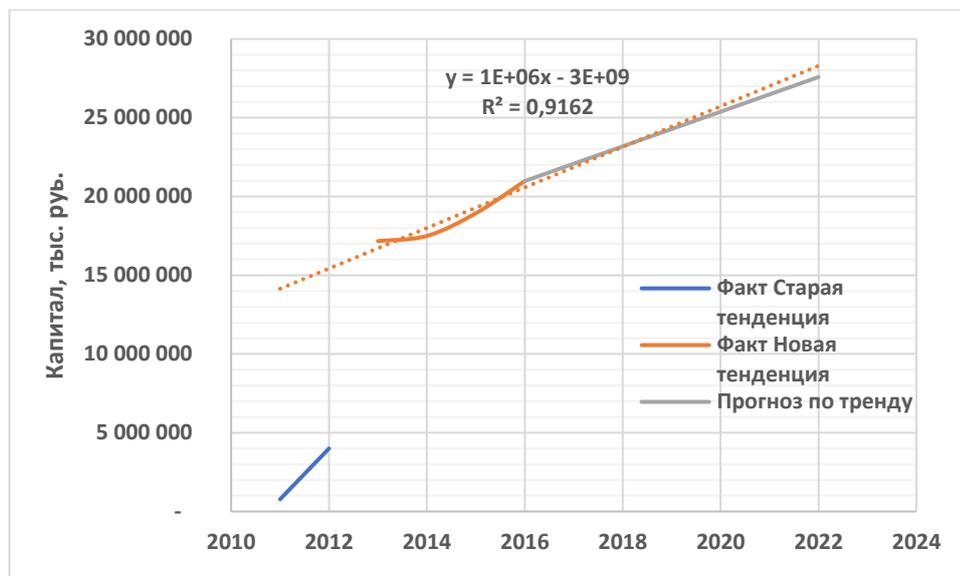


Рисунок 7. Ретроспективная динамика капитала Банка 2 и его прогноз, основанный на линейном тренде.

Как видно из Рис. 6, тренд прибыли Банка 2 детерминирован ещё выше, чем у Банка 1, а ретроспективная динамика капитала имеет существенную особенность – он включает в себя две тенденции – «старую» (2011 – 2012 г.г.), связанную с бывшими владельцами и «новую» (2013 – 2016 г.г.), связанную с текущими владельцами, в течение 2013 года резко нарастившими капитал Банка 2 путём увеличения уставного капитала.

В соответствии с очевидными соображениями старая тенденция капитала в расчёт не принимается. Примечательно, что резкий рост капитала Банка 2 не привёл к изменению ретроспективной тенденции прибыли (см. Рис. 6).

На Рис. 8 показаны ретроспективная динамика прибыли среднего регионального Банка 2 и три варианта её прогноза на 6 лет всеми тремя описанными выше вариантами.

**«Чартистский» подход к прогнозированию свободного денежного потока
коммерческого банка при его оценке доходным подходом**

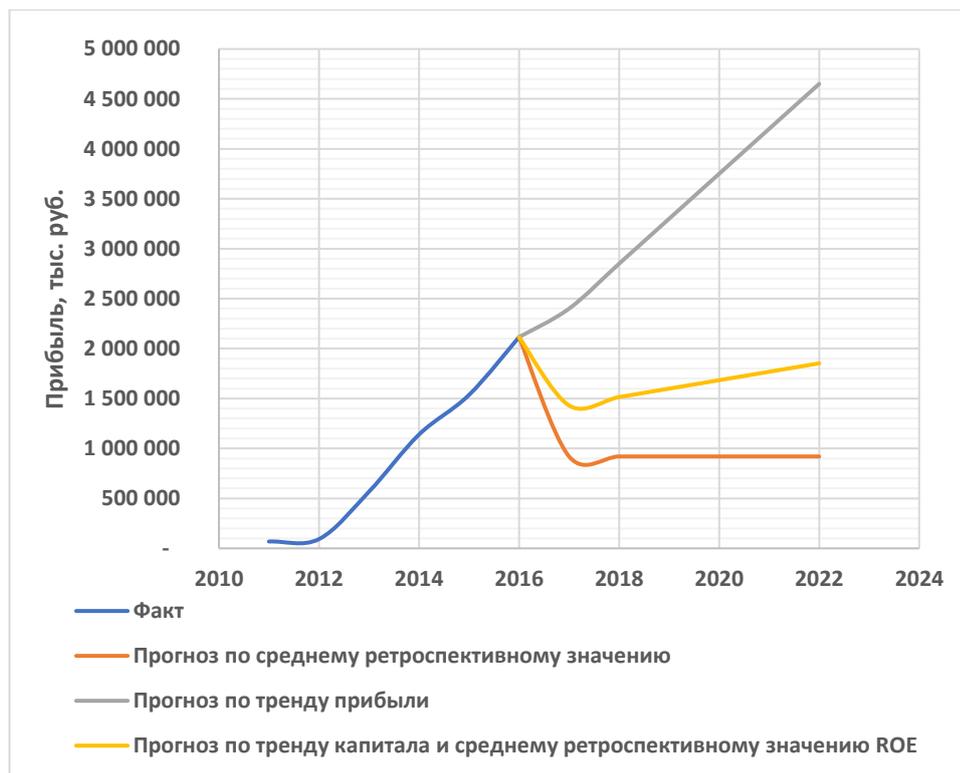


Рисунок 8. Ретроспективная динамика прибыли Банка 2 и три варианта её прогноза всеми тремя описанными выше вариантами.

Как отчётливо видно из Рис. 6, для Банка 2

- прогноз по среднему ретроспективному значению прибыли по-прежнему остаётся самым консервативным;
- прогноз по тренду прибыли – самым оптимистическим, но существенно более оптимистическим относительно самого консервативного по сравнению с Банком 1;
- прогноз по тренду капитала и среднему ретроспективному значению ROE – промежуточным, но существенно менее оптимистическим относительно самого оптимистического по сравнению с Банком 1.

Рассмотрим ещё один пример прогнозирования прибыли для оценки рыночной стоимости московской небанковской кредитной организации (далее – РНКО). Этот пример, в том числе, призван показать, что оценка НКО, в принципе, ничем не отличается от оценки «полноценного» коммерческого банка.

В Табл. 6 приведены ретроспективные значения капитала и прибыли РНКО.

Таблица 6. Ретроспективные значения капитала и прибыли РНКО.

Годы ретроспективного периода	Капитал, тыс. руб.	Прибыль, тыс. руб.	ROE, отн. ед. в год
2011	11 071	- 2 347	- 0,21
2012	11 255	12	0,00
2013	13 063	965	0,07
2014	13 842	844	0,06

**«Чартистский» подход к прогнозированию свободного денежного потока
коммерческого банка при его оценке доходным подходом**

2015	13 625	769	0,06
2016	15 691	1 897	0,12
Среднее значение		357	0,017

На Рис. 9 и 10 показаны ретроспективные тренды прибыли и капитала РНКО и соответствующие прогнозные значения.

Из Рис. 9, в частности, следует, что наличие убытков в начале ретроспективного периода в данном случае ничего не меняет в общем подходе к прогнозированию.

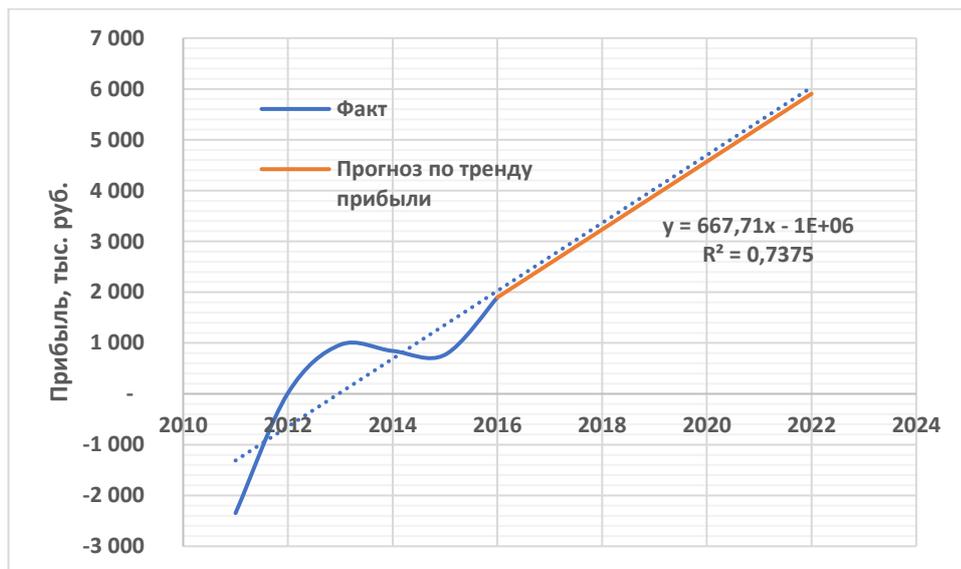


Рисунок 9. Ретроспективная динамика прибыли РНКО и её прогноз, основанный на линейном тренде прибыли.

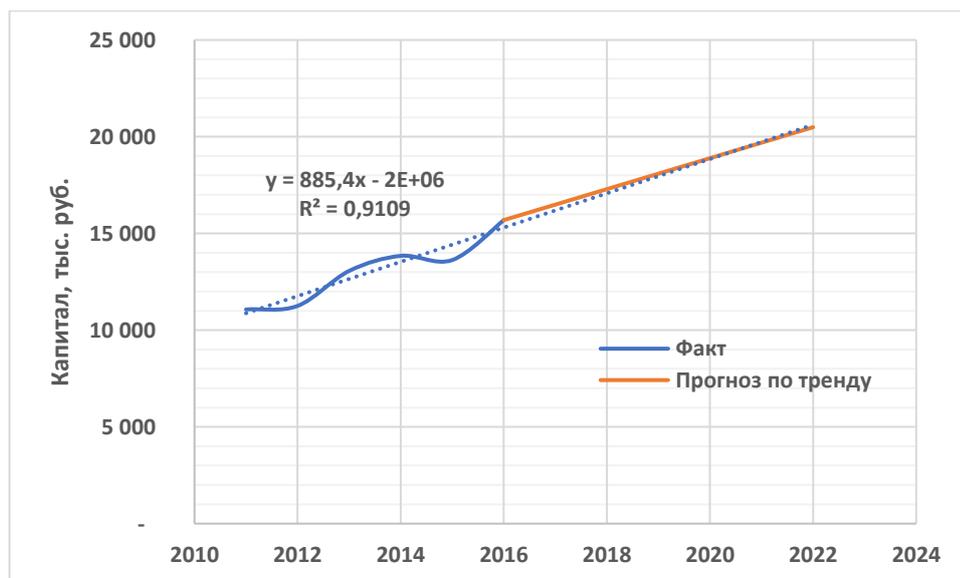


Рисунок 10. Ретроспективная динамика капитала РНКО и его прогноз, основанный на линейном тренде.

На Рис. 11 показаны ретроспективная динамика прибыли РНКО и варианты её прогноза на 6 лет всеми тремя описанными выше вариантами.



Рисунок 11. Ретроспективная динамика прибыли РНКО и три варианта её прогноза всеми тремя описанными выше вариантами.

Как видно из Рис. 11 в данном случае прогнозы по среднему ретроспективному значению прибыли РНКО и тренду капитала и среднему ретроспективному значению ROE очень близки. При этом, в отличие от двух предыдущих случаев, прогноз по тренду капитала и среднему ретроспективному значению ROE является даже самым консервативным. Прогноз же по тренду прибыли, как обычно, самый оптимистичный.

Необходимо отметить, что на основе имеющегося опыта можно заключить, что прогноз по тренду прибыли является самым оптимистичным всегда, когда имеет место тренд прибыли. В связи с этим, к его практическому применению надо относиться с большой осторожностью. Тем не менее, его показ потребителю реально демонстрирует пределы оптимизма в прогнозировании и то обстоятельство, что оценщик на них не вышел, в реальной оценке используя прогнозы по среднему ретроспективному значению прибыли РНКО и тренду капитала и среднему ретроспективному значению ROE. Как видно из показанных выше (и ниже) графиков, эти методы прогнозирования никогда не «поражают оптимизмом» на фоне фактических ретроспективных тенденций.

Помимо прочего, результаты прогнозов именно этими методами в дальнейшем дают результаты оценки доходным подходом, приближенные к результатам оценки имущественным (затратным) и, если это возможно, сравнительным подходами. Этот эффект мы рассмотрим ниже.

Случай 2. Удаётся применить два метода прогнозирования по причине отсутствия тренда прибыли

В Табл. 7 приведены ретроспективные значения капитала и прибыли малого московского банка (далее – Банк 3).

Таблица 7. Ретроспективные значения капитала и прибыли малого московского Банка 3.

Годы ретроспективного периода	Капитал, тыс. руб.	Прибыль, тыс. руб.	ROE, отн. ед. в год
2011	889 999	36 325	4,1%
2012	925 818	39 743	4,3%
2013	1 023 298	26 191	2,6%
2014	1 020 992	20 432	2,0%
2015	1 131 696	115 686	10,2%
2016	1 161 305	17 735	1,5%
Среднее значение		42 665	4,1%

На Рис. 12 показана ретроспективная динамика прибыли Банка 3.

Как видно, никакого тренда в ретроспективной динамике прибыли Банка 3 не просматривается даже при большом желании. Соответственно, вариант прогнозирования прибыли Банка 3 по её ретроспективному тренду не возможен.

Тем не менее, как и ранее, имеется возможность определения среднего ретроспективного значения прибыли.

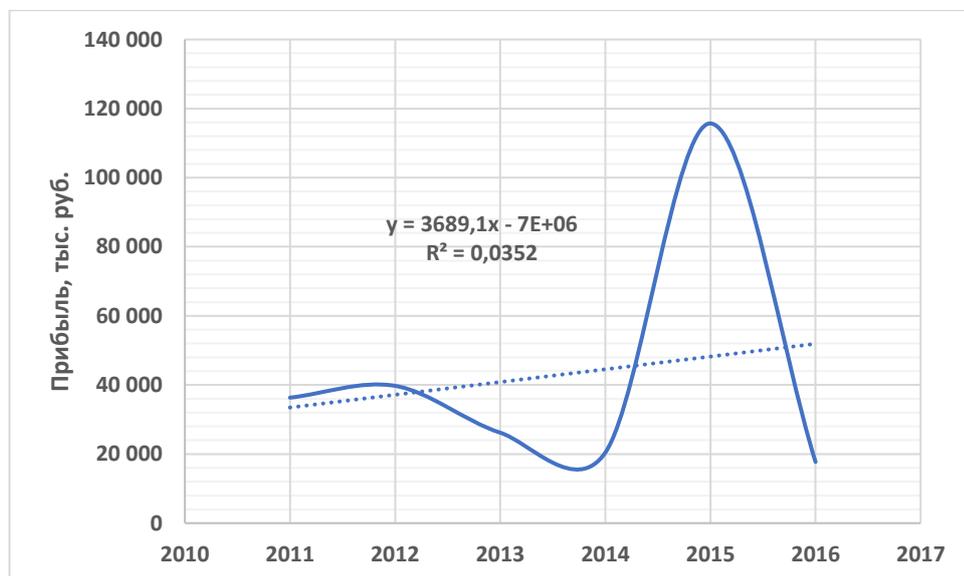


Рисунок 12. Ретроспективная динамика прибыли Банка 3

Тем не менее, в случае Банка 3 имеет место явный ретроспективный тренд капитала (см. Рис. 13), что позволяет осуществить прогнозирование динамики капитала и на основании среднего ретроспективного значения ROE осуществить прогнозирование прибыли.

«Чартистский» подход к прогнозированию свободного денежного потока коммерческого банка при его оценке доходным подходом

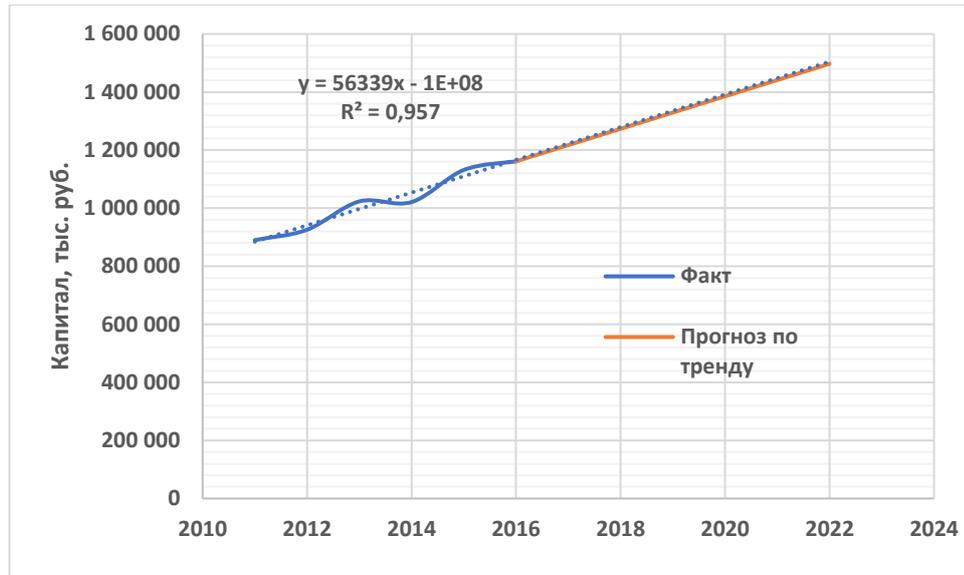


Рисунок 13. Ретроспективная динамика капитала Банка 3 и его прогноз, основанный на линейном тренде.

На Рис. 14 показаны ретроспективная динамика прибыли Банка 3 и два возможных варианта её прогноза на 6 лет.



Рисунок 14. Ретроспективная динамика прибыли Банка 3 и варианты её прогноза двумя описанными выше вариантами.

Как видно из Рис. 14, на фоне ретроспективной динамики прибыли Банка 3 оба варианта прогноза не представляются чрезмерно оптимистическими. При этом,

**«Чартистский» подход к прогнозированию свободного денежного потока
коммерческого банка при его оценке доходным подходом**

вариант прогноза по среднему ретроспективному значению прибыли является более консервативным.

Приблизительно такая же картина наблюдается и в случае малого регионального Банка 4 (далее – Банк 4).

Все ретроспективные данные и результаты прогнозирования показаны в Табл. 8 и на Рис. 15 – 17.

***Таблица 8. Ретроспективные значения капитала и прибыли малого
регионального Банка 4.***

Годы ретроспективного периода	Капитал, тыс. руб.	Прибыль, тыс. руб.	ROE, отн. ед. в год
2011	899 964	19 048	0,021
2012	1 191 232	109 051	0,092
2013	1 475 861	320 180	0,217
2014	1 334 177	57 917	0,043
2015	1 316 154	11 787	0,009
2016	1 338 175	32 552	0,024
Среднее значение		91 756	0,068

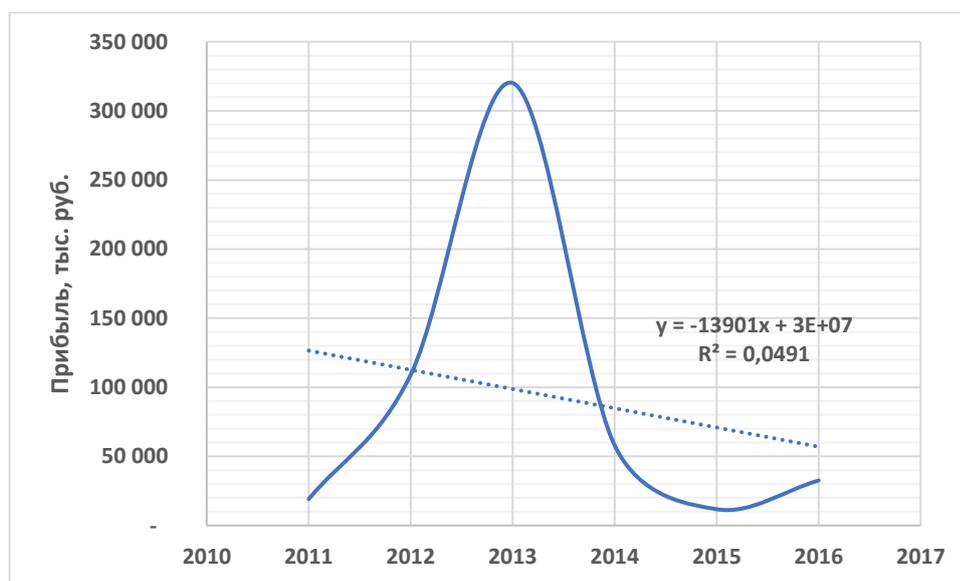


Рисунок 15. Ретроспективная динамика прибыли Банка 4

«Чартистский» подход к прогнозированию свободного денежного потока коммерческого банка при его оценке доходным подходом

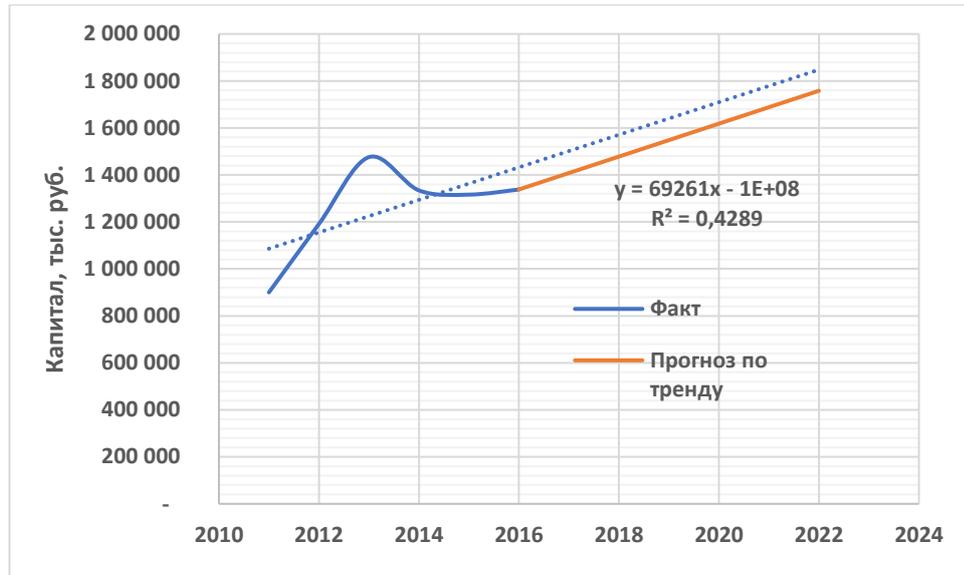


Рисунок 16. Ретроспективная динамика капитала Банка 4 и его прогноз, основанный на линейном тренде.



Рисунок 17. Ретроспективная динамика прибыли Банка 4 и варианты её прогноза двумя описанными выше вариантами.

Как видно из Рис. 17, на фоне ретроспективной динамики прибыли Банка 3 оба варианта прогноза опять не представляются чрезмерно оптимистическими. При этом, вариант прогноза по среднему ретроспективному значению прибыли опять является более консервативным.

Далее рассмотрим практические примеры наиболее сложного случая, когда осуществить прогнозирование прибыли не удаётся либо без введения дополнительных предположений, либо совсем, что может иметь следствием отказ от применения доходного подхода в оценке.

Случай 3. Удаётся применить только один метод прогнозирования по причине убыточности деятельности банка и отсутствия тренда прибыли.

В Табл. 9 приведены ретроспективные значения капитала и прибыли среднего московского Банка 5 (далее – Банк 5).

Таблица 9. Ретроспективные значения капитала и прибыли среднего московского Банка 5.

Годы ретроспективного периода	Капитал, тыс. руб.	Прибыль, тыс. руб.	ROE, отн. ед. в год	
			с учётом 2016г.	без учёта 2016г.
2011	4 889 447	241 561	0,049	0,049
2012	4 985 333	377 396	0,076	0,076
2013	5 106 266	325 855	0,064	0,064
2014	5 373 065	313 298	0,058	0,058
2015	5 639 930	282 264	0,050	0,050
2016	7 204 688	- 1 937 154	- 0,269	
Среднее значение		- 66 130	0,005	0,050

Главной отличительной особенностью Банка 5 является отрицательное среднее ретроспективное значение прибыли, что делает невозможным его использование для прогнозирования (см. так же Рис. 18). Вариант с прогнозированием по тренду прибыли в данном случае естественным образом так же не возможен (как и в двух предыдущих случаях).

При этом, резкий провал прибыли произошёл в течение последнего, 2016 года ретроспективного периода, обусловленный резким ухудшением качества кредитного портфеля и соответствующим резервированием на возможные потери.. Пять лет до этого деятельность Банка 5 была вполне устойчивой.

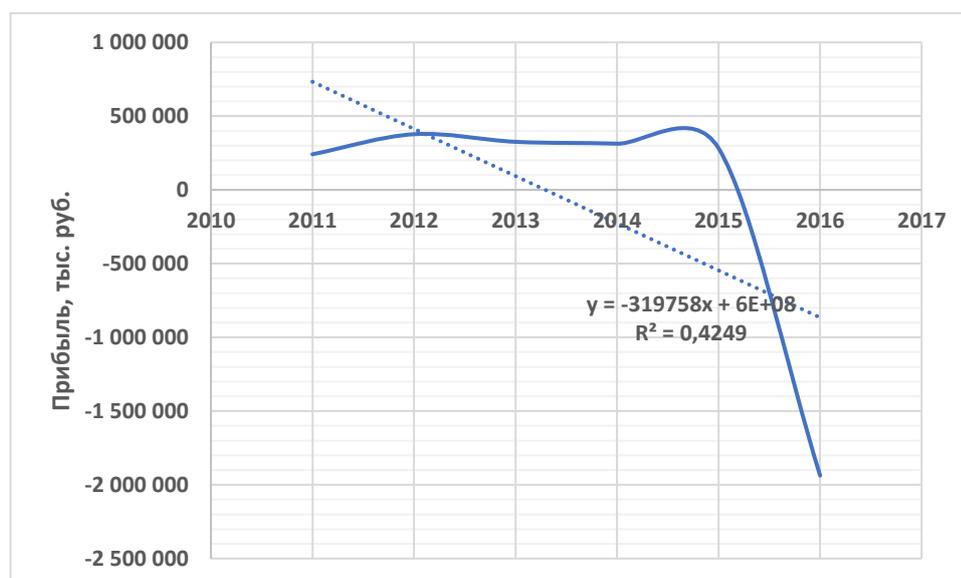


Рисунок 18. Ретроспективная динамика прибыли Банка 5

Тем не менее, и в случае Банка 5 имеет место заметный тренд капитала (см. Рис. 19). Это позволяет рассчитывать на прогнозирование по варианту тренда капитала и среднему ретроспективному значению ROE.

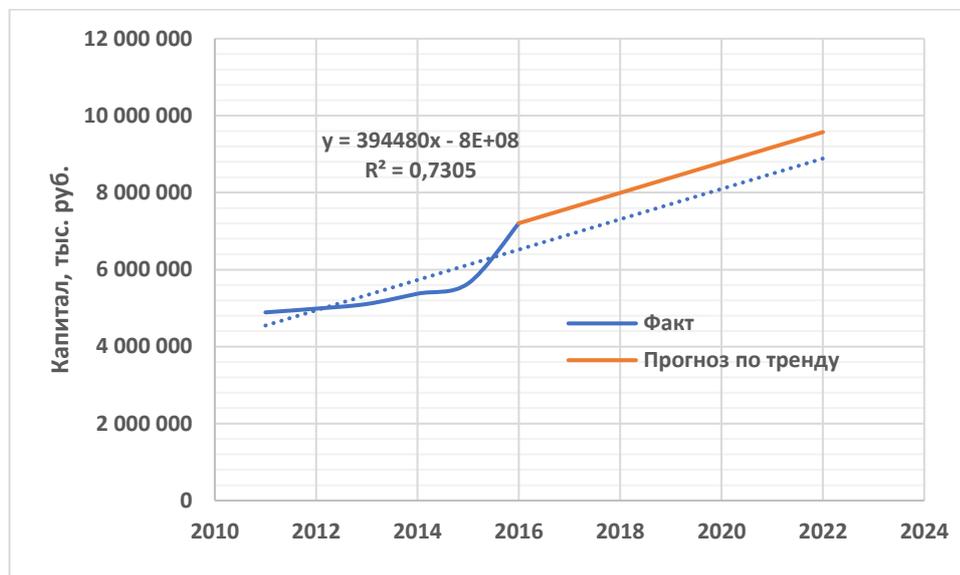


Рисунок 19. Ретроспективная динамика капитала Банка 4 и его прогноз, основанный на линейном тренде.

Однако, чрезвычайно низкое среднее ретроспективное значение ROE - 0,005 (см. Табл. 9) - обусловленное провалом 2016 года, изначально не позволяет рассчитывать на адекватное значение рыночной стоимости (в данном случае – согласующееся с результатом оценки имущественным (затратным) подходом ⁹).

В этой связи, за среднее ретроспективное значение ROE было принято среднее значение ROE без учёта результата 2016 года – 0,050 (см. Табл. 9).

При этом, 2016 год рассматривался как нетипичный, результат которого подлежит исправлению. В реальности, Банк 5 имел намерение исправлять ситуацию с помощью акционеров, которые имели таковую возможность. Ситуация находилась под контролем Банка России.

Вариант прогноза прибыли по тренду капитала и среднему ретроспективному значению ROE = 0,050 с дополнительным условием исправления финансового положения Банка 5 в течение 2017 года показан на Рис. 20.

⁹ Этот вопрос будет специально рассмотрен позднее.



Рисунок 20. Ретроспективная динамика прибыли Банка 5 и её прогноз с учётом исправления ситуации в течение 2017 г.

Как видно из Рис. 20, за исключением 2016 прогноз прибыли хорошо согласуется с ретроспективным трендом.

Между тем, поскольку оценка проводилась в 2017 году, было ясно, что такой вариант прогноза является чрезмерно оптимистическим.

В связи с этим, был разработан второй вариант прогноза, в соответствии с которым в течение 2017 года ситуация будет исправлена только на половину – Банк 5 погасит только половину убытков 2016 года. Оставшаяся половина убытков будет погашена в течение 2018 года, а в 2019 году деятельность Банка 5 начнёт соответствовать ретроспективной тенденции.

Этот вариант прогноза, который и был использован в оценке, показан на Рис. 21.



Рисунок 21. Ретроспективная динамика прибыли Банка 5 и её прогноз с учётом исправления ситуации в течение 2017 - 2018 г.г.

В результате, на основании прогноза прибыли Банка 5, показанного на Рис. 21, доходный подход дал результат, приемлемо согласующийся с результатом имущественного (затратного) подхода.

Однако, возможны случаи, когда не возможным является и использованный в случае Банка 5 приём.

Пример 4. Не удаётся применить ни одного метода прогнозирования по причине убыточности деятельности банка и отсутствия трендов прибыли и капитала.

В Табл. 10 приведены ретроспективные значения капитала и прибыли среднего московского Банка 6 (далее – Банк 6).

***Таблица 10. Ретроспективные значения капитала и прибыли
среднего московского Банка 6.***

Годы ретроспективного периода	Капитал, тыс. руб.	Прибыль, тыс. руб.		ROE, отн. ед. в год	
		с учётом 2016г.	без учёта 2016г.	с учётом 2016г.	без учёта 2016г.
2011	27 421 146	254 267	254 267	0,009	0,009
2012	29 760 546	314 476	314 476	0,011	0,011
2013	30 881 856	231 890	231 890	0,008	0,008
2014	33 083 700	74 768	74 768	0,002	0,002
2015	33 306 627	117 007	117 007	0,004	0,004
2016	26 361 571	-2 772 117		- 0,105	
Среднее значение		- 296 618	198 482	- 0,012	0,007

Как видно из Табл. 10 (см. так же Рис. 22), как и в случае Банка 5, в 2016 году в деятельности Банка 6 произошёл резкий обвал, обусловленный резким ухудшением качества кредитного портфеля и соответствующим резервированием на возможные потери.

Однако, имеется три особенности, в сумме резко выделяющие Банк 6 из ряда случаев, рассмотренных выше:

1. Как и в случае Банка 5 имеет место отрицательное среднее ретроспективное значение прибыли, что делает невозможным его использование для прогнозирования (см. так же Рис. 22). Вариант с прогнозированием по тренду прибыли в данном случае естественным образом так же не возможен (как и в трёх предыдущих случаях).
2. Помимо этого, отсутствует тренд капитала – см. Рис. 23, что исключает возможность прогнозирования по тренду капитала и среднему ретроспективному значению ROE.
3. Даже если бы тренд капитала присутствовал, среднее ретроспективное значение ROE даже без учёта результата 2016 года было чрезвычайно мало ¹⁰. Как и в случае Банка 5 это не позволяет рассчитывать на адекватное значение рыночной стоимости (в данном случае –

¹⁰ Такие экстремально низкие значения ROE обусловлены объективно характером деятельности Банка 6.

согласующееся с результатом оценки имущественным (затратным) подходом.

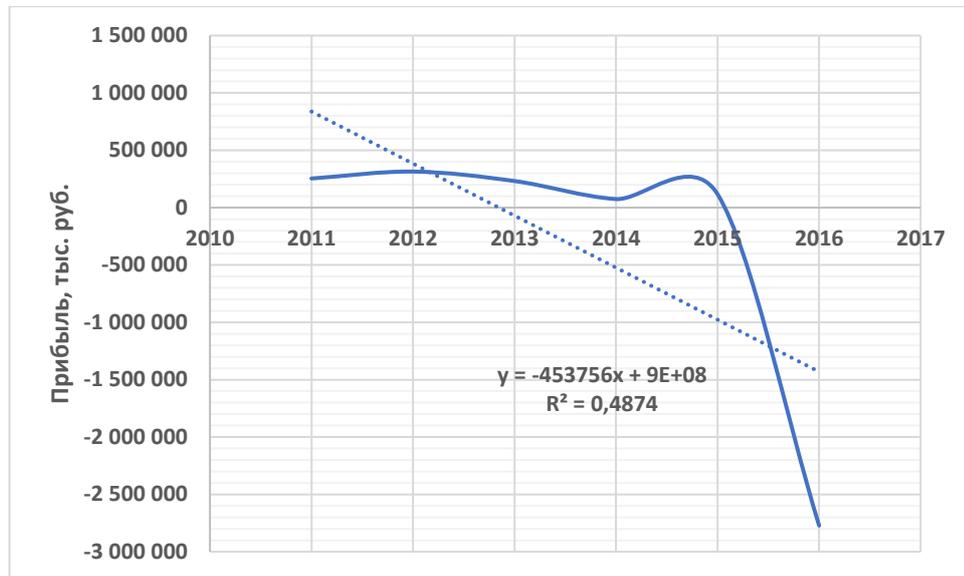


Рисунок 22. Ретроспективная динамика прибыли Банка 6

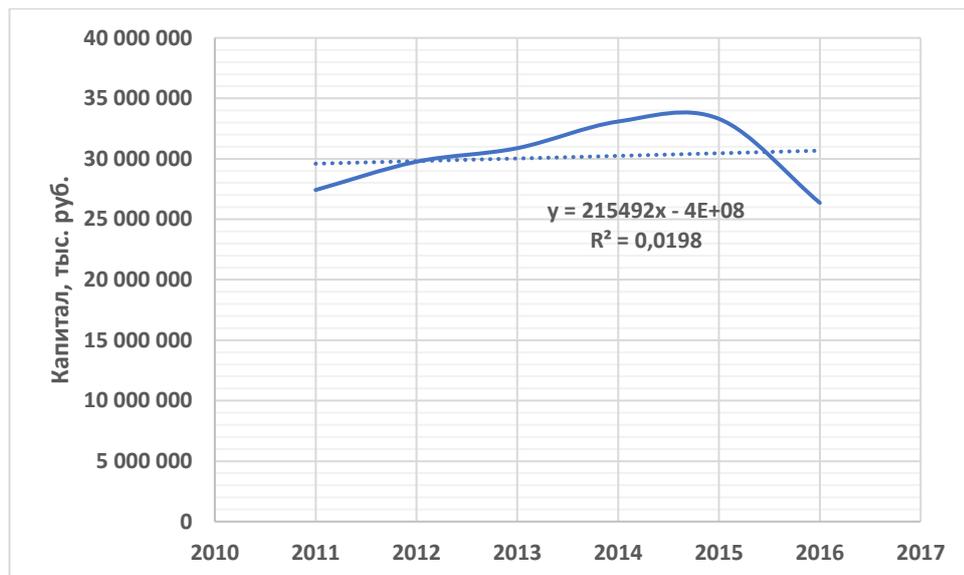


Рисунок 23. Ретроспективная динамика капитала Банка 6

По нашему мнению, с учётом анализа целого ряда типовых ситуаций, приведённого выше, использование доходного подхода в оценке Банка 6 объективно невозможно, поскольку разработать более - менее обоснованный прогноз прибыли в таком случае не реально. При этом, даже если баком представлен некий оптимистический бизнес - план, его нельзя будет признать достоверным источником для оценки.

Заключение

Выше, в данной статье мы

1. сформулировали требования к процессу прогнозирования денежных потоков любого бизнеса, включая коммерческие банки;
2. привели научные основания и принципы, на основании которых прогнозирование прибыли бизнеса может быть осуществлено без его детального анализа, что особенно актуально при анализе бизнеса коммерческих банков, который объективно очень сложен;
3. рассмотрели ряд типовых ситуаций оценки, которые различаются уровнем очевидности и сложности.

Была предложена некоторая общая схема анализа и представления его результатов пользователем оценки, которая, по нашему мнению, является для них легко интуитивно понятной и проверяемой.

Дополнительно необходимо отметить, что использование в оценке доходным подходом предложенных здесь совсем не сложных аналитических алгоритмов приводит к результатам, хорошо согласующихся с результатами оценки коммерческих банков имущественным (затратным) подходом, о чём имеет смысл поговорить позднее особо.

Литература

1. Deloitte & Touche (2005), Методология и руководство по проведению оценки бизнеса и/или активов ОАО ПАО «ЕЭС России» и ДЗО ОАО ПАО «ЕЭС России» (с изменениями от 15.02.2007 г.), <http://www.appraiser.ru/default.aspx?Id=2529&SectionId=188>
2. Frankel J. and Froot K. (1987), Using survey data to test standard propositions regarding exchange rate expectations, American Economic Review, № 77, <http://www.nber.org/papers/w1672>
3. Моисеев С.Р. (2001), Ожидания на валютном рынке: теоретический экскурс и результаты прикладных исследований, Финансы и кредит, №18, <https://studfiles.net/preview/1099141/>
4. Оценка стоимости предприятия (бизнеса)/А.Г. Грязнова, М. А. Федотова, М. А. Эскиндаров, Т. В. Тазихина, Е. Н. Иванова, О. Н. Щербакова. — М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003., <http://www.appraiser.ru/default.aspx?Id=1254&mode=doc&SectionId=188>