

# ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ КОМПАНИЙ: ПРАКТИЧЕСКАЯ ПРОВЕРКА ТЕОРЕТИЧЕСКИХ ПОДХОДОВ В ДОЛГОСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ

Чистяков Александр Евгеньевич

кандидат экономических наук, доцент,  
ФГБОУ ВО ЯрГУ им. П.Г. Демидова,  
кафедра «Информационных и сетевых технологий»,  
г. Ярославль, Российская Федерация.  
E-mail: alex-ch7@mail.ru

Савичева Анна Николаевна

кандидат экономических наук, доцент,  
ФГБОУ ВО Ярославского государственного технического университета,  
кафедра «Экономики и управления»,  
г. Ярославль, Российская Федерация.  
E-mail: savicheva\_ygtu@mail.ru

Антипова Наталья Андреевна

магистрант,  
ФГБОУ ВО ЯрГУ им. П.Г. Демидова,  
кафедра «Информационных и сетевых технологий»,  
г. Ярославль, Российская Федерация.

Уланова Анжелика Владимировна

магистрант,  
Академия МУБиНТ,  
кафедра «Финансовой экономики»,  
г. Ярославль, Российская Федерация.

**Аннотация:** В статье рассматриваются проблемы и особенности капитализации российских компаний (на примере электроэнергетики). Поднимаются теоретические вопросы, связанные с оценкой основных показателей, участвующих в оценке стоимости компании на фондовом рынке. Показываются особенности российской экономики. Анализируется специфика и интерпретация коэффициента Q Тобина. Выявляются, основные факторы, влияющие на капитализацию российских компаний.

**Ключевые слова:** капитализация, мультипликаторы, сравнительный анализ, оценка стоимости, электроэнергетика.

JEL: G13;

FUNDAMENTAL PROBLEMS OF COMPANIES ESTIMATION: PRACTICAL VERIFICATION OF THEORETICAL APPROACHES IN THE LONG TERM

Chistyakov A.E.  
assistant professor, Candidate of Economic Sciences  
P.G. Demidov Yaroslavl State University  
Yaroslavl, Russia

Savicheva A.N.  
assistant professor, Candidate of Economic Sciences  
Yaroslavl State Technical University  
Yaroslavl, Russia

Antipova N.A.  
Master student of Science in Information Technology  
P.G. Demidov Yaroslavl State University  
Yaroslavl, Russia

Ulanova A.V.  
Master student of Economic Sciences  
International Academy for Business and New Technology  
Yaroslavl, Russia

**Abstract:** The article examines the problems and peculiarities of capitalization of Russian companies (using the example of electric power industry). Theoretical issues related to the assessment of fixed assets involved in the estimating in the stock market have been raised. Features of the Russian economy are shown. The specifics and interpretation of the Tobin's q-coefficient are analyzed. The main factors influencing the capitalization of Russian companies are revealed.

**Keywords:** capitalization, multipliers, comparative analysis, valuation, electric power.

Проблемы капитализации компаний на фондовом рынке всегда были краеугольным камнем, как с точки зрения практики, так и с точки зрения теории. Проанализируем практическую значимость отдельных теоретических предпосылок на примере компаний электроэнергетики за 8 лет (с 2009 по 2016 гг.). Данный период можно считать долгосрочным с точки зрения экономической теории, так как за период в 8 лет в электроэнергетике, в принципе, можно увеличить все задействованные факторы. В частности, реализовать программы по строительству электростанций. К тому же с 2009 года энергокомпании проводили инвестиционную программу, связанную с разделом РАО ЕЭС, приватизацией ее активов и соответствующими инвестиционными обязательствами, взятыми при покупке активов. Для исследования возьмем выборку из 8 генерирующих компаний (Мосэнерго, ТГК-1, ТГК-2, Квадра (ТГК-4), ОГК-2, Юнипро (ОГК-5), Энел Россия (ОГК-5)).

Многие показатели, используемые на фондовом рынке, на практике зачастую не соответствуют их изначальному теоретическому смыслу, и соответственно не могут объяснить многих казусов, с точки зрения теории.

Одним из таких ключевых показателей оценки компаний является коэффициент Q Тобина. Смысл данного коэффициента заключается в следующем: “равновесная” или “правильная цена” рыночная цена компании должна равняться сумме всех активов за вычетом обязательств, с поправкой на инфляцию. Если совокупная рыночная стоимость оказывается меньше “стоимости замещения” (которую можно интерпретировать как восстановительную стоимость), то компании лучше расформироваться, распродать капитал, прекратить инвестиции или сократить производство [1, с. 136].

Коэффициент Q Тобина является наиболее реалистичным и практичным, что подтверждается его применением для анализа рейдерских захватов. Например, в 90-е годы в России после приватизации (как впрочем, и сейчас имеют место прецеденты) многие предприятия закрываются, а здания и земля продаются и используются по другому назначению. Т.е. рынок оценивает этот актив в качестве альтернативы как более прибыльный. Однако кажущаяся простота коэффициента Q Тобина упирается в некоторые методологические особенности, особенно применительно к российской экономике.

Первый момент, который надо учитывать – это, то, что использовать балансовую стоимость

не очень уместно. Например, в компании Юнипро стоимость внеоборотных активов, приходящихся на 1 ГВт мощности, примерно в 2,5 раза ниже, чем в компании Fortum (ТГК-10). Относительно низкую стоимость внеоборотных активов одной из самых эффективных Юнипро, которая раньше всех закончила инвестиционную программу, объяснить сложно. Даже в убыточной ТГК-4 (Квадра) с устаревшими активами, стоимость внеоборотных активов приходящихся на 1 ГВт значительно выше, чем Юнипро. Балансовая оценка зачастую сильно отличается от реальной рыночной цены.

Поэтому в качестве оценки цены замещения, можно принять стоимость строительства новых электростанций с учетом износа.

При этом необходимо при анализе инфраструктурных отраслей учитывать фактор мобильности активов, т.е. возможность альтернативного использования, что является необходимым условием. Например, в торговой компании имеется сеть из 100 магазинов; при анализе было выявлено, что рентабельность 20 магазинов низкая или отрицательная; соответственно это ухудшало общие показатели, как следствие, руководство может продать эти 20 магазинов или перепрофилировать их. В отношении инфраструктурных компаний такой подход неприемлем. Например, если сетевая электроэнергетическая компания какого-либо района является убыточной, в силу низкой плотности потребителей, то она все равно будет существовать. Или, например, ТЭЦ-12 Мосэнерго находится на набережной в центре Москвы. С участка земли, который он занимает, можно было бы извлекать большую выгоду, если построить на этом месте торговый центр, но этот фактор не играет какой-либо роли. В данном случае стоимость земли должна переноситься на стоимость продукции (т.е. тарифы на электроэнергию и тепло), что не приемлемо в данной отрасли. Следует заметить, что стоимость земельных участков в отчетности энергокомпаний, как правило, чисто символическая, т.е. не учитывается. Соответственно, зачастую рассчитывать такие показатели, как рентабельность всех активов для инфраструктурных компаний, то же самое, что рассчитать рентабельность активов МГУ им. М.В. Ломоносова. Такие же проблемы могут быть при использовании показателей собственного капитала, который привязан к стоимости активов. В связи с вышесказанным можно сделать вывод о том, что методология анализа инфраструктурных отраслей нуждается в дальнейшем совершенствовании.

Рассмотрим другую компоненту  $Q$  Тобина: капитализацию. Здесь надо понимать, что капитализация, отражаемая на фондовых биржах (рассчитываемая на основе сделок отдельных небольших пакетов акций), и стоимость покупки крупных пакетов могут сильно отличаться, однако данные покупки совершаются относительно редко и цена фондового рынка оказывает значительное влияние и на крупные сделки. Применительно к  $Q$  Тобина: главная проблема, в том, что у большинства компаний электроэнергетики капитализация значительно ниже стоимости замещения, даже при адекватной оценке активов. Например, компания ОГК-2 имела капитализацию около 37 млрд рублей (в 2016г.), на эти средства нельзя построить даже 1 ГВт мощностей (стоимость строительства 1 ГВт мощностей тепловой электроэнергетики порядка 60-150 млрд рублей), в то время как компания имеет более 18 ГВт мощности. Списывать на износ нельзя, так как за последние 8 лет компания вложила в строительство новых мощностей гораздо большую сумму. Т.е. с точки зрения здравого смысла компания выбрасывала деньги. Вкладываешь в компанию 10 рублей, а она продолжает стоить 1 рубль, и так у большинства генерирующих компаний. Даже без тщательной балансовой оценки активов и восстановительной стоимости, очевидно, что с точки зрения коэффициента  $Q$  Тобина смысла в дальнейшем существовании этих компаний нет. Однако они существуют: вытеснение с рынка конкурентами им не грозит (инфраструктурные компании), многие приносят прибыль и чистый денежный поток, а также котируются на фондовом рынке. Однако инвесторы не торопятся покупать недооцененные активы по бросовой цене.

Рассмотрим ситуацию без использования показателей, связанных с оценкой имущества. В частности, проанализируем динамику мультипликаторов: капитализация/выручка и капитализация/

денежный поток. Под денежным потоком, в целях упрощения, будем понимать чистую прибыль плюс амортизация. Поскольку компании одной отрасли, то уровень амортизации в долгосрочной перспективе не должен сильно отличаться. Выручка в отличие от прибыли не является целью инвесторов, но она несет в себе потенциал получения прибыли, к тому же в отличие от прибыли и денежного потока она более стабильна, поэтому капитализация/выручка более стабильный показатель без “выбросов”.

Проанализируем динамику капитализации исследуемых компаний. Здесь надо учитывать два аспекта. Первое – это анализ предприятий в общеэкономическом контексте (поведение всей отрасли), и второе – это соотнесение компаний друг с другом.



Рисунок 1 – Динамика акций Юнипро (ОГК-4), МосЭнерго и ММВБ энергетика за период с 2007 по 2018 гг.

На рис. 1 можем наблюдать картину корреляции МосЭнерго и индекса ММВБ энергетика. Компания Юнипро с 2010 года показывает стабильную динамику, не коррелируя с ММВБ энергетика, который с 2009 по 2015 год падал, а в последние 3 года можно отметить определенный рост. Динамика курса акций остальных компаний, входящих в нашу выборку, примерно совпадает динамикой курса индекса ММВБ энергетика.

Рассмотрим более подробно причины данных расхождений, а так же попытаемся найти показатели, объясняющие причины расхождений.

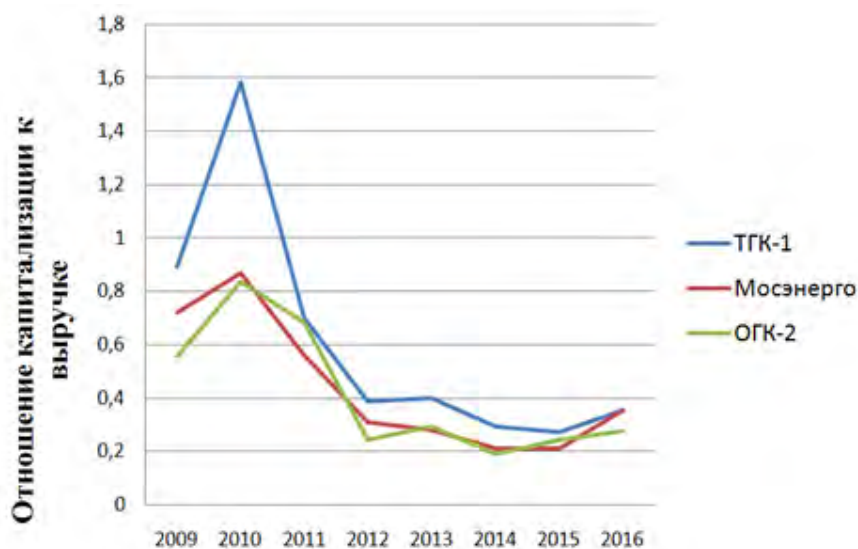


Рисунок 2 – Отношение капитализации к выручке ОГК-2, МосЭнерго, ТГК-1

Рассмотрим значение показателя капитализация/выручка для трех генерирующих компаний, входящих в Газпром энергохолдинг, т.е. принадлежащих одному собственнику. На графике видна некоторая закономерность. В 2009 году имелся значительный разброс показателя, но в дальнейшем

он сблизился и пошел вниз у всех трех компаний, но это объясняется падением фондового рынка в целом. Нас больше интересует разброс показателя.

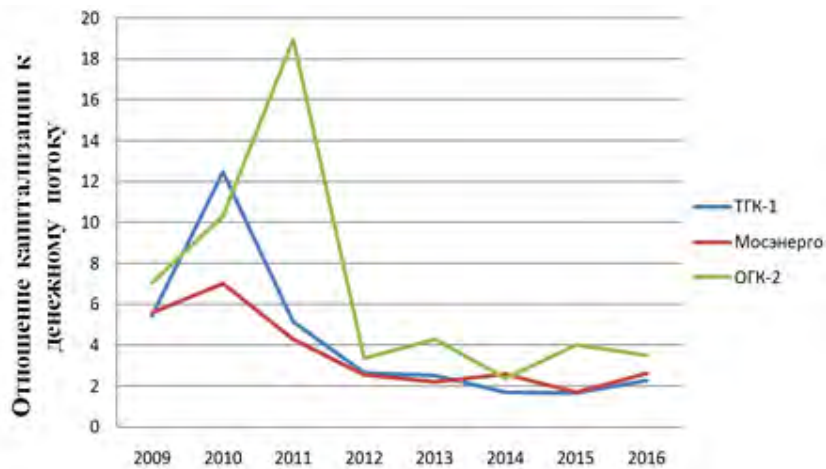


Рисунок 3 – Отношение капитализации к денежному потоку ОГК-2, Мосэнерго, ТГК-1

На графике отношения капитализации к денежному потоку у трех компаний имеет место примерно тот же разброс, что и по выручке. Объяснением может быть тот факт, что вначале инвесторы более оптимистично оценивали инвестиционные перспективы у ОГК-2 и соответственно дальнейший рост прибыли и денежного потока.

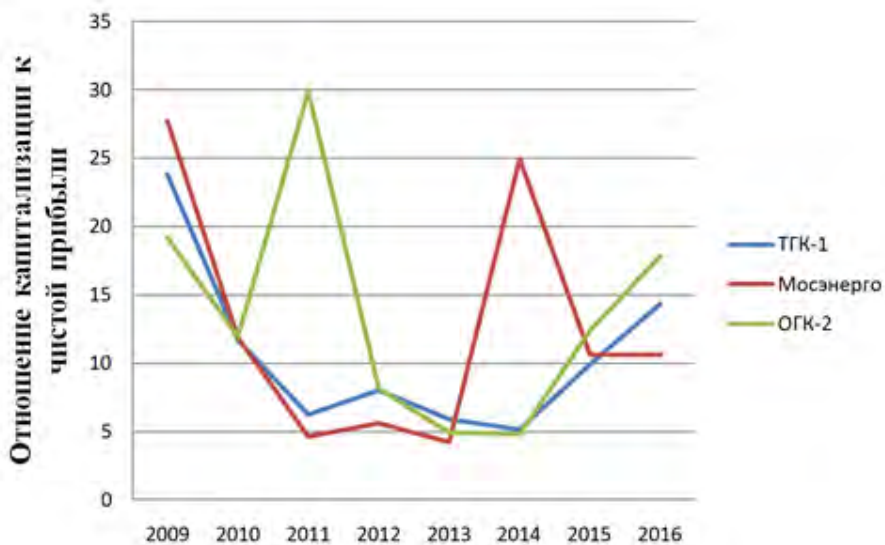


Рисунок 4 – Отношение капитализации к чистой прибыли ОГК-2, Мосэнерго, ТГК-1

На графике отношения капитализации к чистой прибыли можно наблюдать, что также существует тенденция к движению в общем тренде. Два выброса (у ОГК-2 в 2011 г. и у Мосэнерго в 2014 г. вызвано падением прибыли, которая в таких случаях, как правило, не оказывает большого влияния на капитализацию в краткосрочной перспективе, в силу своей волатильности).

Сопоставим график отношения капитализации к выручке за 8 лет трех компаний ОГК (т.е. однотипного профиля). На рис. 1 видно, что по данному показателю расхождение примерно такое же. Т.е. данный показатель не объясняет причину высокой капитализации Юнипро.

На графике отношения капитализации к денежному потоку за 8 лет трех компаний ОГК можно видеть тенденцию в одном тренде. Отклонение у Юнипро в 2016 году можно объяснить уменьшением денежного потока при том же уровне капитализации, что видимо не уменьшило веру инвесторов

в возможность возвращения на прежний уровень. Т.е. данный показатель в наибольшей степени объясняет динамику расхождения в стоимости Юнипро с остальными.

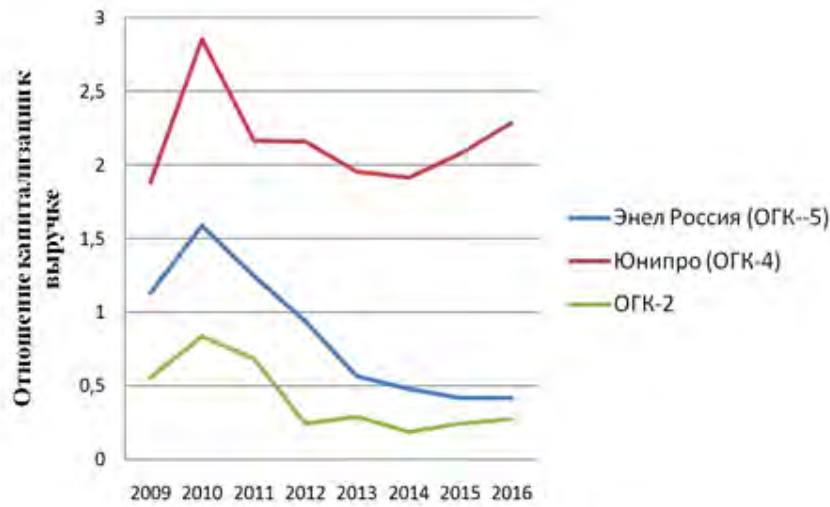


Рисунок 5 – Отношение капитализации к выручке (ОГК-2, Юнипро, Энел Россия)

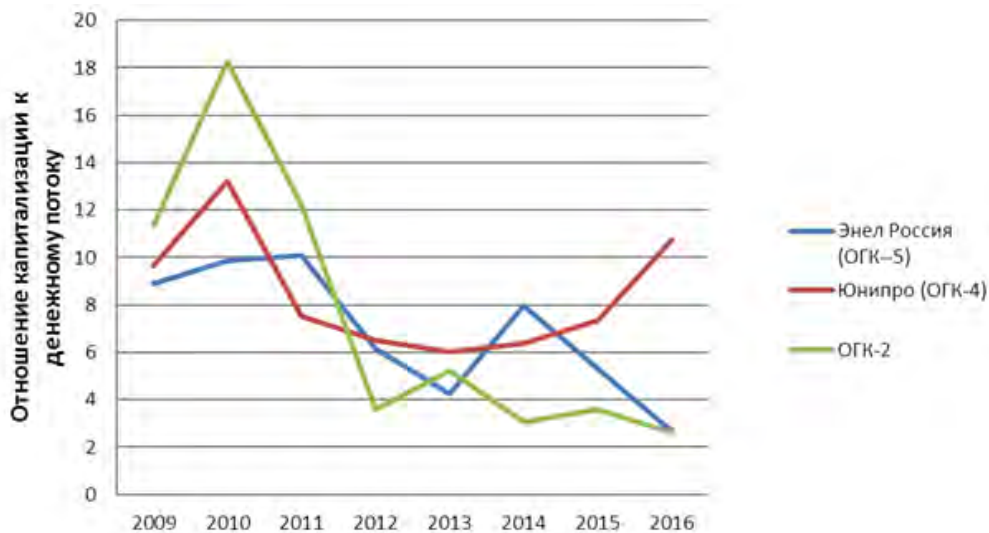


Рисунок 6 – Отношение капитализации к денежному потоку (ОГК-2, Юнипро, Энел Россия)

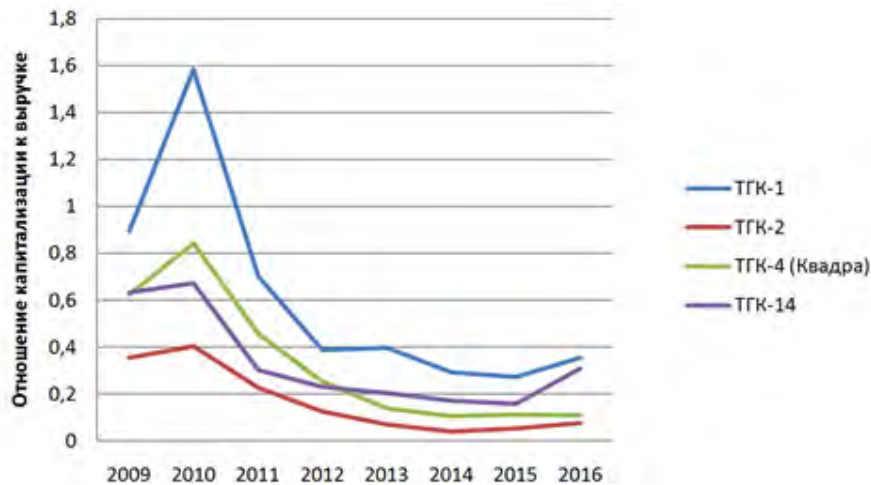


Рисунок 7 – Отношение капитализации к выручке (ТГК-1, ТГК-2, ТГК-4 (Квадра), ТГК-14)

У компаний ТГК представленных на графике также прослеживается тенденция уменьшения мультипликатора: капитализация/выручка, для всех компаний. Если отследить ситуацию по денежному потоку, то все компании ТГК (кроме ТГК-1) периодически демонстрировали отрицательный денежный поток (по этой причине построить график проблематично), т.е. чистый убыток поглощал амортизационные отчисления. Однако у ТГК-14 с 2013 по 2016 годы наблюдается стабильный денежный поток, что позволило по показателю капитализация/выручка приблизиться к ТГК-1.

Рассмотрим ситуацию с влиянием дивидендов на капитализацию. В вопросах дивидендной политики ключевым является вопрос: влияет ли размер дивидендов на стоимость компании. Однозначного ответа на этот вопрос нет: ни с точки зрения теории, ни с точки зрения практики, несмотря на многочисленные исследования. Рассмотрим этот вопрос более подробно на примере нашей выборки компаний.

В рассматриваемой выборке наибольший дивидендный выход у компании Юнипро (практически вся чистая прибыль), или около 10-15% от капитализации, т.е. очень хорошая дивидендная доходность: значительно выше банковского процента. Причем высокий уровень дивидендов выплачивается с 2012 года. При данной дивидендной доходности капитал, вложенный в акции компании, окупится примерно за 7 лет, только за счет дивидендов. Это конечно же поддержало курс акций. Однако по показателю отношения капитализации к денежному потоку Юнипро находится примерно, на том же уровне, что и Энел Россия и ОГК-2, хотя их дивидендная доходность значительно ниже. Стабильный уровень дивидендов демонстрируют только Мосэнерго и ТГК-1, а в последние 3 исследуемые года ОГК-2. При этом размер дивидендов не превышает 5% от размера капитализации, что является довольно неплохим показателем. Если на фондовом рынке будет рост (в 2018 году капитализация Мосэнерго составляет 104 млрд против 68 млрд. в 2016 году), то компаниям придется увеличивать размер дивидендов, чтобы удержать данную доходность. Однако учитывая нестабильный характер дивидендов, их малое влияние на капитализацию, особой потребности в их выплате с целью поддержать курс акций нет. Компания Энел Россия выплачивала дивиденды только в 2013-2014 гг. (см. табл. 1), но по мультипликаторам не уступает, а то и превосходит ОГК-2, которая в 2014-2016 гг. выплачивала дивиденды. Мосэнерго, у которой размер дивидендов по отношению к капитализации значительно выше чем у ОГК-2, по мультипликаторам, также несильно отличается от ОГК-2. Исходя из этого можно сделать вывод, что размер дивидендов не оказывает существенного влияния (по нашей выборке компаний), если уровень дивидендов не является чрезмерно высоким. Например, если капитализация Юнипро снизилась бы в 2 раза, то дивидендная доходность выросла бы до 30%, что является запредельным показателем и рынок в любом случае отреагировал бы ростом курса акций.

Таблица 1 – Дивиденды компаний по годам (млн руб.)

	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.
ОГК-2	0	159,5	56,9	0	0	860,5	600,3	874,1
Юнипро (ОГК-4)	0	0	3649,2	18255,21	23926,51	17504,99	19737,64	14000
Энел(ОГК-5)	0	0	0	0	1976	2857	0	0
Мосэнерго	753	792	1188	1188	1584	396	2243	3359
ТГК-1	168,3	180,3	187,7	469,5	643,6	868,8	936,6	1331
ТГК-2	0	0	0	0	0	0	0	0
ТГК-4	0	0	0	0	0	0	0	0

Вместе с тем многие эксперты отмечают, что одной из причин низкой капитализации компаний электроэнергетики является низкий уровень дивидендов. Например, в развитых странах за последние

30 лет, несмотря на изменения уровня доходов компаний электроэнергетики, уровень дивидендов оставался на стабильном уровне – от 20 до 79% чистой прибыли [10].

В данной статье мы не рассматривали проблему долговой нагрузки, предполагая, что чистая прибыль уже предварительно очищена от расходов по обслуживанию долга. Предбанкротного состояния не наблюдается ни у одной компании. Можно отметить низкий долговой уровень у Юнипро (значительно меньше годовой прибыли от продаж и чистой прибыли), что является дополнительным обоснованием высокой стоимости компании.

Таким образом, подводя итоги исследования по выборке из 8 компаний можно констатировать, что наиболее приемлемым показателем, является показатель отношения капитализации к денежному потоку. Значение этих показателей у разных компаний наиболее приближены друг к другу. Остальные же показатели, связанные с использованием активов и собственного капитала, не являются надежным показателем, что является вызовом не только для практики, но и для теории. Данная проблема лежит на стыке бухучета, финансового менеджмента и институционализма.

### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ:

1. Сигел Дж. Долгосрочные инвестиции в акции. Стратегии с высоким доходом и надежностью / Дж. Сигел. - СПб.: Питер, 2010. - 416 с.
2. Корпоративный сайт ОГК-2 [Электрон. ресурс] – Режим доступа: <http://www.ogk2.ru>
3. Корпоративный сайт ПАО «Юнипро» (ОГК-4) [Электрон. ресурс] – Режим доступа: <http://www.unipro.energy>
4. Корпоративный сайт ПАО «Энел Россия» (ОГК-5) [Электрон. ресурс] – Режим доступа: <https://www.enelrussia.ru>
5. Корпоративный сайт ТГК-1 [Электрон. ресурс] – Режим доступа: <http://www.tgc1.ru>
6. Корпоративный сайт Мосэнерго [Электрон. ресурс] – Режим доступа: <http://www.mosenergo.ru>
7. Корпоративный сайт ТГК-2 [Электрон. ресурс] – Режим доступа: <http://www.tgc-2.ru>
8. Корпоративный сайт «Квадра» (ТГК-4) [Электрон. ресурс] – Режим доступа: <http://www.quadra.ru>
9. Корпоративный сайт ТГК-14 [Электрон. ресурс] – Режим доступа: <http://www.tgk-14.com>
10. Электронное периодическое издание «Ведомости» [Электрон. ресурс] – Режим доступа: [https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2013/04/09/elektroenergeticheskie\\_kompanii\\_privlekat\\_investorov\\_tolko](https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2013/04/09/elektroenergeticheskie_kompanii_privlekat_investorov_tolko)