

ФИНАНСОВАЯ И БАНКОВСКАЯ ЭКОНОМИКА

УДК 336.645

МЕТОДИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К МОНИТОРИНГУ ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТОИМОСТИ ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ

Абрамишвили Нелли Руслановна

Санкт-Петербургский государственный университет

Abramishvili Neli, Saint Petersburg State University,

n.abramishvili@spbu.ru

Аннотация. Статья посвящена анализу возможности применения показателя экономической добавленной стоимости для целей мониторинга инвестиционной стоимости публичных компаний на формирующихся рынках. Рассматривается пример использования данного показателя для компании ПАО «Ростелеком» и делается вывод об обоснованности его применения для указанных целей.

Ключевые слова: инвестиционная стоимость, публичные компании, формирующиеся рынки, экономическая добавленная стоимость, мониторинг стоимости.

Вопросы оценки инвестиционной стоимости компании являются актуальными с точки зрения как теории оценки, так и их практической реализации.

В Российской Федерации Федеральным стандартом оценки 2 «Цель оценки и виды стоимости» [1] инвестиционная стоимость определена как стоимость объекта оценки для конкретного лица или группы лиц при установленных данным лицом (лицами) инвестиционных целях использования объекта оценки. При определении инвестиционной стоимости учет возможности отчуждения по инвестиционной стоимости на открытом рынке не обязателен. Также указывается, что инвестиционная стоимость может использоваться для измерения эффективности инвестиций.

Кроме того, имеется отдельный стандарт по определению инвестиционной стоимости [2] согласно которому, при определении инвестиционной стоимости объекта оценки применяется методология доходного подхода с учетом положений, содержащихся в федеральных стандартах оценки.

Таким образом, если говорить, о методологии оценки инвестиционной стоимости компаний, то необходимо обратиться к ФСО 8 «Оценка бизнеса» [3], согласно которому рамках доходного подхода оценщик определяет стоимость объекта оценки на основе ожидаемых будущих денежных потоков или иных прогнозных финансовых показателей деятельности организации, ведущей бизнес (в частности, прибыли).

Таким образом, согласно концепции, изложенной в российском законодательстве, основным подходом, применяемым для оценки инвестиционной стоимости компаний, является доходный подход.

Однако, зачастую, особенно в рамках реализации концепции управления стоимостью компании, возникает необходимость мониторинга инвестиционной стоимости компании, а не просто определения ее величины на один конкретный момент времени. Использование инструментария доходного подхода на основе дисконтирования и капитализации денежных потоков компании является достаточно трудоемким для целей мониторинга стоимости компании. Многими авторами как в периодической литературе [например, 4], так и в учебниках и монографиях [5, с.178] отмечается что оптимальным для целей мониторинга стоимости является метод экономической добавленной стоимости – EVA.

При этом, в большинстве источников данный метод указывается как метод мониторинга и определения рыночной стоимости компании (V) через следующие формулы [5, с.179, с.181]:

$$EVA = (ROIC - WACC) * IC \quad (1)$$

или

$$EVA = NOPLAT - WACC * IC \quad (2)$$

где

ROIC – рентабельность инвестированного капитала;

WACC – средневзвешенная стоимость капитала;

IC – инвестированный капитал;

NOPLAT – чистая операционная прибыль за минусом скорректированного налога на прибыль.

$$V = IC + \sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1 + WACC)^i} + \frac{EVA_{n+1}}{WACC - g} * \frac{1}{(1 + WACC)^n} \quad (3)$$

где

g – темп роста для показателя EVA;

n – длительность прогнозного периода.

В рамках данного исследования обосновывается тезис, согласно которому использование модели EVA в большей степени соответствует стандарту инвестиционной стоимости компании, а не рыночной. Кроме того, данный показатель в значительной степени предназначен для мониторинга инвестиционной стоимости публичной компании, в то время как мониторинг ее рыночной стоимости может осуществляться посредством анализа динамики рыночной капитализации компании (МС).

Для апробации описанной методики была выбрана российская телекоммуникационная компания ПАО «Ростелеком». Компания предоставляет

телекоммуникационные услуги в России и Европе. Общество также управляет государственными программами, включая электронное правительство, услуги унифицированных коммуникаций и др. Также предлагаются решения в области облачных вычислений, здравоохранения, образования, безопасности и жилищно-коммунальных услуг. Кроме того, компания производит оборудование связи и предоставляет услуги по ремонту и техническому обслуживанию, проектированию, рекреации, ИТ-консалтингу и хранению данных. Она обслуживает около 13 миллионов абонентов широкополосного доступа; и приблизительно 10,1 миллиона абонентов платного телевидения и является крупнейшей телекоммуникационной компанией России. Обыкновенные и привилегированные акции компании находятся в листинге на Московской бирже.

На основании данных бухгалтерской отчетности компании был рассчитан показатель EVA. Для его определения были вычислены все составляющие формулы 2. Чистая операционная прибыль за минусом скорректированного налога на прибыль определялась как сумма прибыли до налогообложения и процентов к уплате исходя из допущения, что все прочие доходы и расходы носят операционный характер. Далее полученный показатель корректировался на величину налога на прибыль.

Средневзвешенная стоимость капитала рассчитывалась исходя из фактического соотношения рыночной стоимости собственного капитала (рыночной капитализации) и долгосрочных займов. При этом стоимость собственных источников финансирования определялась с применением модели CAPM, а стоимость заемных источников финансирования исходя из соотношения фактической величины процентов к уплате и займов, отраженных на балансе предприятия.

Инвестированный капитал определялся как сумма рыночной капитализации компании и долгосрочных займов за минусом денежных средств и их эквивалентов, а также краткосрочных финансовых вложений.

Результаты расчета показателя EVA приводятся в таблице далее. Кроме того, в таблице приводятся данные по рыночной капитализации компании и ее динамике за анализируемый период для возможности сопоставлять изменение рыночной и инвестиционной стоимостей компании.

Приведенные вычисления демонстрируют отрицательные значения показателя EVA на протяжении всего анализируемого периода, что свидетельствует о том, что компания «разрушает» стоимость.

Оценивая факторы, влияющие на формирование отрицательного значения данного показателя, можно отметить, что значение средневзвешенной стоимости капитала находится в допустимых значениях. Например, на сайте Дамодарана для формирующихся рынков значение стоимости капитала для телекоммуникационной отрасли указано в размере 13,45% по состоянию на январь 2019 года. Значения, рассчитанные для ПАО «Ростелеком» находятся в диапазоне от 10,75% до 16,52% за анализируемый период. Среднее значение и медиана стоимости капитала составляют 14,36% и 14,34% соответственно, что лишь на 0,9% отличается от отраслевого значения.

Таблица – Расчет показателя EVA для ПАО «Ростелеком» за период с 2014 по 2019 год.

Период	NOPLAT	WACC	IC	EVA	MC	Изм. MC
1 кв. 2014	12 274	10,75%	292 143	-19 117	153 136	-
2 кв. 2014	9 141	14,38%	399 974	-48 364	245 163	92 027
3 кв. 2014	9 684	15,82%	452 898	-61 955	300 177	55 014
4 кв. 2014	8 930	15,87%	363 059	-48 701	242 032	-58 145
1 кв. 2015	7 324	15,22%	315 222	-40 649	223 000	-19 031
2 кв. 2015	9 926	16,06%	348 255	-46 020	255 789	32 788
3 кв. 2015	9 253	16,44%	331 935	-45 313	242 527	-13 262
4 кв. 2015	6 436	16,52%	366 826	-54 150	249 186	6 659
1 кв. 2016	6 787	14,77%	401 287	-52 489	268 872	19 686
2 кв. 2016	7 214	15,22%	379 384	-50 539	251 489	-17 383
3 кв. 2016	9 853	15,00%	348 570	-42 441	216 056	-35 434
4 кв. 2016	1 303	16,41%	344 996	-55 303	229 015	12 959
1 кв. 2017	4 488	14,27%	321 856	-41 434	209 347	-19 667
2 кв. 2017	7 706	13,89%	323 275	-37 184	195 113	-14 234
3 кв. 2017	7 228	14,30%	324 880	-39 222	189 193	-5 920
4 кв. 2017	3 365	14,29%	333 182	-44 241	175 389	-13 804
1 кв. 2018	2 158	11,85%	355 116	-39 919	187 133	11 743
2 кв. 2018	4 359	12,37%	389 400	-43 829	202 377	15 244
3 кв. 2018	7 905	13,21%	355 457	-39 062	191 292	-11 085
4 кв. 2018	3 742	14,20%	359 739	-47 330	200 591	9 299
1 кв. 2019	4 050	12,21%	361 080	-40 025	199 534	-1 058
2 кв. 2019	6 134	12,88%	405 788	-46 126	221 888	22 354

Таким образом, основной причиной, приводящей к отрицательному значению экономической добавленной стоимости можно назвать низкие значения показателя рентабельности инвестированного капитала. Иными словами, операционная прибыль, генерируемая компанией незначительна относительно вложенных в деятельность компании в виде инвестированного капитала средств. Следствием этого является отрицательная динамика инвестиционной стоимости компании.

При этом, анализируя динамику рыночной капитализации компании, можно отметить, что она была крайне нестабильной и разнонаправленной. Совокупный рост стоимости компании за анализируемый период составил 44,9%, но при этом, совокупная инфляция за этот же период составила 45,26%, что говорит о том, что рост рыночной капитализации носит лишь номинальный характер. Таким образом, ни рыночная, ни инвестиционная стоимость компании не демонстрируют положительной динамики.

Указанные тенденции являются неблагоприятным сигналом с точки зрения инвестиционной привлекательности компании для инвесторов, что подтверждается отсутствием на протяжении последних нескольких лет акций

ПАО «Ростелеком» в составе «голубых фишек» Московской биржи. Это косвенно также подтверждает отсутствие интереса у инвесторов к акциям данной компании, что в полной мере соответствует выводам, полученным на основе предложенной автором методики.

Таким образом, на основании всего выше сказанного можно сделать вывод о том, что показатель EVA может успешно использоваться для мониторинга инвестиционной стоимости публичных компаний на формирующихся рынках.

Исследование выполнено при финансовой поддержке РФФИ в рамках научного проекта № 18-010-00085.

Список использованных источников:

1. Федеральный стандарт оценки «Цель оценки и виды стоимости (ФСО №2)», утвержден приказом Министерства экономического развития от 20 мая 2015 г. N 298.

2. Федеральный стандарт оценки «Определение инвестиционной стоимости (ФСО №13)», утвержден приказом Министерства экономического развития от 17 ноября 2016 г. N 722.

3. Федеральный стандарт оценки «Оценка бизнеса (ФСО №8)», утвержден приказом Министерства экономического развития от 1 июня 2015 г. N 326.

4. Иванова О.Е. Оценка инвестиционной стоимости публичных компаний (на примере металлургической отрасли) // Вестник НГИЭИ. 2019. № 5 (96). С. 136-150.

5. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2005. – 736 с.