

Министерство образования и науки Российской Федерации
Ярославский государственный университет им. П. Г. Демидова

А. Е. Чистяков

**Влияние
финансово-экономических показателей
на капитализацию компаний
электроэнергетики**

Монография

Ярославль
ЯрГУ
2018

УДК УДК 338.45:621.311
ББК У9(2)305.7
Ч68

Рекомендовано
Редакционно-издательским советом университета
в качестве научного издания. План 2018 года

Рецензенты:

В. М. Мелиховский, доктор экономических наук, профессор;
кафедра экономики и управления
Ярославского государственного технического университета

Чистяков, Александр Евгеньевич.

Ч68

Влияние финансово-экономических показателей на капитализацию компаний электроэнергетики : монография / А. Е. Чистяков ; Яросл. гос. ун-т им. П. Г. Демидова. — Ярославль : ЯрГУ, 2018. — 112 с.

ISBN 978-5-8397-1165-5

В монографии 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. Выявляются основные факторы, влияющие на капитализацию российских компаний. Автор делает попытку найти критерии оценки капитализации.

УДК УДК 338.45:621.311
ББК У9(2)305.7

ISBN 978-5-8397-1165-5

© ЯрГУ, 2018

Введение

С момента реструктуризации РАО ЕЭС прошло около 10 лет. Срок довольно большой. За этот период было введено в строй значительное количество мощностей как в генерации, так и в сетевом комплексе. Претерпели некоторые изменения структуры компаний, произошла частичная смена собственников. Возникли также определенные изменения в экономике страны. В частности, можно отметить прохождение двух периодов спада в 2008 и в 2014 годах. Фондовый рынок и показатели компаний электроэнергетики в чем-то вели себя схоже в обоих кризисах, а в чем-то различались.

Капитализация компаний зависит от множества факторов, действующих напрямую или опосредованно. И крайне сложно установить степень влияния того или иного фактора. Стоимость компании может меняться как по причине изменения общей конъюнктуры, так и по причине изменения экономических показателей самой фирмы.

В данной работе было использовано две группы компаний – генерирующие и сетевые. При этом в каждой группе также необходимо учитывать особенности, которые сильно влияют на финансово-экономические показатели. Поэтому простое усреднение без некоторых комментариев может исказить картину.

При анализе тех или иных процессов следует выбрать соответствующую методику, а также сформировать систему достоверных показателей для использования в ней. Последнее определяет саму методику. Несоответствие данных финансовой отчетности реальным показателям делает невозможным применение моделей, где используют эти показатели. Система МСФО не решает эту проблему. Большая разница между МСФО и РСБУ наблюдается при оценке холдинговых структур, так как принципы консолидации сильно отличаются. Параметры отчетности, даже такие, как выручка, могут различаться в разы.

В данной работе автор пытается использовать систему мультипликаторов с учетом специфики отрасли, а также применить

методику, связанную с применением приведенного дохода и затрат за ограниченный период времени.

Задача данного анализа состоит не в том, чтобы дать окончательный ответ, какой актив принесет выгоду, а какой нет: это слишком сложная задача, над решением которой финансовая наука работает многие годы, а в том, чтобы акцентировать внимание на отдельных аспектах анализа. При этом нет ни одной методики, которая удовлетворяла бы всех на всем временном периоде, для разных отраслей, в разных странах. В данной работе всего лишь обращается внимание на совпадение ряда параметров, которые могли бы помочь в принятии решения о покупке актива. Акцент делается на относительные показатели между компаниями. В данной монографии ставится вопрос: какая компания предпочтительнее в условиях, когда ни одна из них не способна окупиться или значения капитализации по данным фондового рынка не соответствует реальной стоимости?

1. Теоретические и методологические проблемы анализа инфраструктурных компаний

1.1. Методологические проблемы при анализе финансовых показателей компаний электроэнергетики

При анализе инфраструктурных отраслей можно выделить определенную специфику, несмотря на то что компании являются коммерческими и могут полностью или частично находиться в частной собственности. Для комплексного анализа компаний стороннему пользователю необходимо наличие отчетности не только финансовых, но и производственных показателей. В этом плане можно отметить компанию ОГК-2, которая в своем отчете дает основные производственные и экономические показатели по каждой электростанции. Можно также отметить проблему, когда в случае слияния компаний происходит слияние отчетности. В результате теряется преемственность отчетности и возникает проблема анализа компании за определенный временной период. Для целей экономического анализа компаний электроэнергетики возьмем отдельные показатели.

Особое место при анализе генерирующих компаний следует уделить оценке внеоборотных активов, поскольку от этого зависит общий баланс и, соответственно, возможность рассчитать собственный капитал. На рис. 1.1 отражена стоимость внеоборотных активов, приходящаяся на 1 ГВт мощности в генерирующих компаниях. Данный показатель не учитывает того, что в состав внеоборотных активов входят мощности по производству тепла, не связанные с производством электроэнергии. Однако доля таких активов во многих компаниях относительно небольшая: доли от продажи тепла в ТГК могут составлять 10–30 % (исключение ТГК-14). Анализируя данную диаграмму, можно увидеть довольно значительную дифференциацию в стоимости 1 ГВт. Если в случае Fortum (ТГК-10) высокую стоимость можно объяснить более новыми мощностями, то относительно низкую стоимость внеоборотных активов самой эффективной Юнипро

(ОГК-4) (1 ГВт мощности примерно в 2,5 раза ниже, чем в компании Fortum (ТГК-10)), которая раньше всех закончила инвестиционную программу, объяснить сложно.

Даже низкорентабельная, а зачастую убыточная ТГК-4 (Квадра) с устаревшими активами имеет стоимость внеоборотных активов, приходящихся на 1 ГВт, значительно больше, чем Юнипро (рис. 1.1.1).

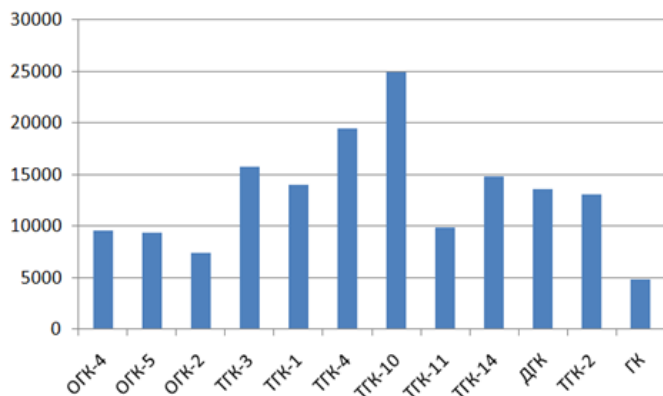


Рис. 1.1.1. Стоимость внеоборотных активов, приходящаяся на 1 ГВт мощности в генерирующих компаниях, млн руб.¹

Если рассмотреть показатель фондоотдачи (отношение выручки к внеоборотным активам), то заметна значительная дифференциация (рис. 1.1.2). Отчасти это можно объяснить различной загрузкой генерирующих мощностей, но при этом ТГК-10, имея почти такой же КИУМ, как и ОГК-4 (60 и 65 % соответственно), плюс доходы от продажи тепла, имеет фондоотдачу почти в 3 раза ниже, чем Юнипро.

Если рассмотреть другие генерирующие компании, то там ситуация аналогичная. Еще меньшую стоимость 1 ГВт установленной мощности имеет Красноярская ГЭС. Общая стоимость

¹ Чистяков А. Е. Проблемы интеграции и построения оптимальных производственных структур в условиях нестабильной рыночной конъюнктуры. Ярославль: ЯрГУ, 2017. 200 с.

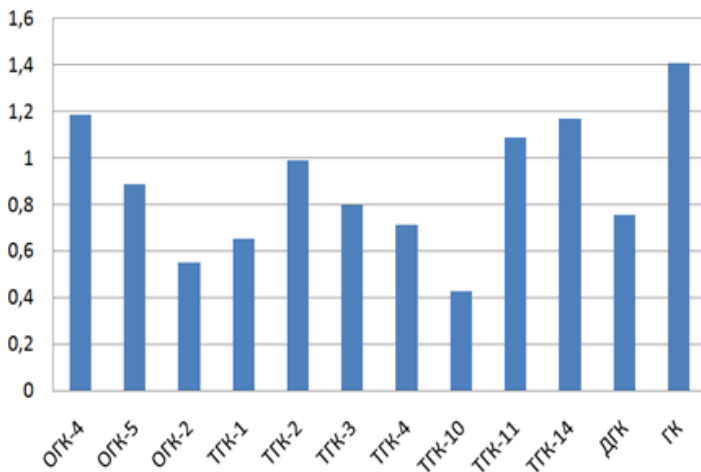


Рис. 1.1.2. Фондоотдача генерирующих компаний
(выручка/внеоборотные активы)

внеоборотных активов ОАО «Красноярская ГЭС», включающая одну из крупнейших ГЭС в мире мощностью 6000 МВт, составляет 25,5 млрд руб., из них 18,1 млрд руб. – основные средства. При этом первоначальная стоимость основных средств составляет 30 млрд руб. Для строительства новой ГЭС такой мощности (восстановительная стоимость) необходимо порядка 10–20 млрд долл.

Не меньше вопросов вызывает оценка основных средств сетевых компаний МРСК. Рассмотрим компании Ленэнерго и МРСК Северо-Запада. Как видно из таблицы, отпуск электроэнергии и выручка находятся примерно на одинаковом уровне. Зона обслуживания МРСК Северо-Запада примерно в 18 раз больше, чем у Ленэнерго, при одинаковой численности населения, то есть при прочих равных условиях стоимость основных средств МРСК Северо-Запада должна быть больше, однако по отчетности остаточная стоимость основных средств в 3 с лишним раза меньше, чем в Ленэнерго. Первоначальная же стоимость ОС примерно в 4,5 раз больше в Ленэнерго. При этом первоначальная стоимость линий электропередач в 6,5! раз больше, чем в МРСК

Северо-Запада, остаточная стоимость линий электропередач в 4 раза больше. Первоначальная и остаточная стоимость машин и оборудования в Ленэнерго также больше в 4 раза. Стоимость земельных участков в обеих компаниях по отчетности занимает в общей стоимости основных средств доли процента. Все это подтверждает довод о том, что балансовая оценка стоимости основных средств многих компаний для целей экономического анализа малопригодна.

Таблица

Показатели Ленэнерго и МРСК Северо-Запада за 2015 год²

<i>Показатели</i>	<i>Лен- энерго</i>	<i>МРСК Северо- Запада</i>
Отпуск электроэнергии в сеть, млрд кВт/ч.	29317	36995
Выручка, млн руб.	43765	39623
Остаточная стоимость основных средств, млн руб. ²	127631	38428
Первоначальная стоимость основных средств, млн руб.	275294	58087
Линии электропередачи и устройства к ним, млн руб.	74575	18831
Машины и оборудование по производству электроэнергии, подстанции, оборудование для преобразования электроэнергии, млн руб.	40326	10887
Первоначальная стоимость машин и оборудование по производству электроэнергии, подстанции, оборудование для преобразования электроэнергии, млн руб.	68132	16786
Первоначальная стоимость линий электропередач и устройства к ним, млн руб.	180567	27527
Земельные участки, млн руб.	107	9,8

² Бухгалтерская и годовая отчетности Ленэнерго и МРСК Северо-Запада за 2015 год.

К стоимости основных средств привязаны амортизационные отчисления. Как видно из диаграммы (рис. 1.1.3), между компаниями имеется существенная разница в объеме амортизации, приходящейся на 1 ГВт.

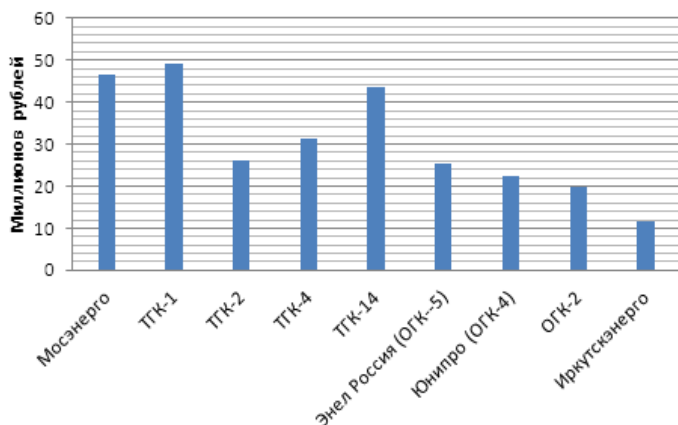


Рис. 1.1.3. Объем амортизации за условные 40 лет, приходящийся на 1 ГВт мощности электростанций (амортизация взята за 2017 г. и умножена на 40)

Однако даже высокие показатели Мосэнерго и ТГК-1 не обеспечивают соответствующей восстановительной стоимости. Например, Юнипро (ОГК-4) в 2008–2011 гг. реализовало проект строительства энергоблоков ПГУ общей мощностью 800 МВт. Проект обошелся в 32 млрд руб., т. е. амортизационный фонд Юнипро, накопленный за 40 лет, на уровне амортизации 2017 года обеспечил бы восстановительную стоимость примерно 0,5 ГВт установленной мощности (в 2017 году стоимость 1 ГВт могла увеличиться). Амортизационные отчисления ОГК-2 вообще не обеспечивают сколько-нибудь значимого восстановления стоимости. В то же время необходимо отметить стабильный уровень амортизационных отчислений.

Перейдем к показателям прибыли и денежного потока. Рассмотрим их виды. Размер прибыли от продаж и чистой прибыли зависит от размера амортизационных отчислений, которые,

как показано выше, не обеспечивают ни информационной функции, ни функции восстановления.

В данной работе под показателем EBITDA будет пониматься прибыль от продаж плюс амортизационные отчисления (по РСБУ), под денежным потоком – чистая прибыль плюс амортизация. Если рассмотреть категорию амортизации как часть показателя EBITDA, то здесь возникает несколько доводов в пользу того, чтобы присоединять амортизационные платежи к прибыли. Для расчета амортизации необходима адекватная оценка основных средств, а это, как видно, не всегда соответствует действительности. К тому же компании нужна восстановительная стоимость, а ее рассчитать крайне затруднительно, если основные средства (электростанции) будут использоваться десятки лет. Более того, данный вид объекта может быть вообще будет неактуален для данной компании через 20–40 лет. Например, угольная электростанция будет заменена на газовую или на ВИЭ по окончании срока своего использования либо компания вообще уйдет из данного бизнеса. На практике денежный поток, включающий чистую прибыль и амортизационные отчисления, является источником финансирования капитального строительства.

Здесь мы обратим внимание на разный характер амортизационных отчислений в формировании денежного потока. Для сравнения возьмем две компании с различной динамикой формирования амортизационных отчислений – Юнипро и Энел (рис. 1.1.4–1.1.5).

Как видно из графиков, роль амортизационных отчислений в формировании денежного потока различна. Во-первых, доля амортизационных отчислений в денежном потоке в Энел – около 50 %, в ОГК-4 – от 13 до 27 % (2016 год не характерен, т. к. там произошла авария на Березовской ГРЭС). В случае убытка от продаж (в 2015 г. в Энел) отчисления компенсируют убыток и формируют положительную EBITDA и денежный поток. Во-вторых, амортизационные платежи носят стабильный характер и, как правило, не коррелируют с прибылью от продаж. Таким образом, амортизационные отчисления играют большую

роль для таких компаний, как Энел, увеличивая и стабилизируя EBITDA и денежный поток.

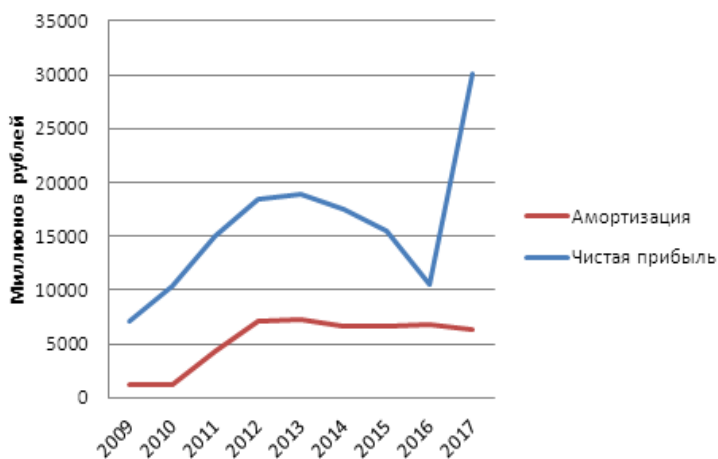


Рис. 1.1.4. Роль амортизационных отчислений в формировании денежного потока компании Юнипро за 2009–2017 гг.

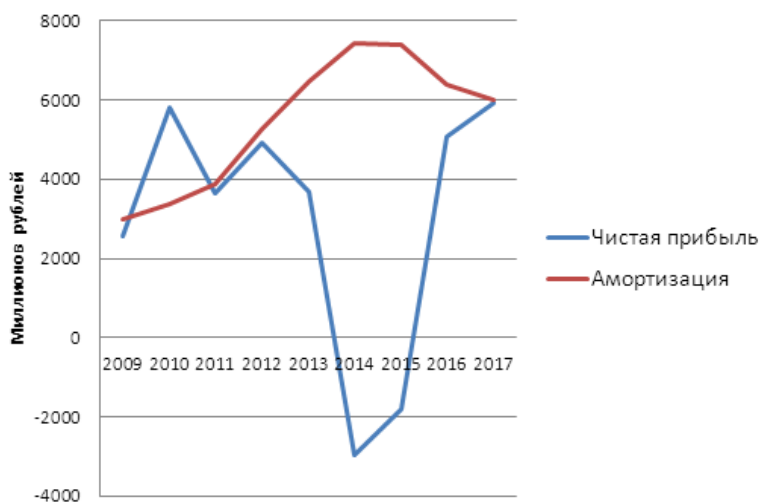


Рис. 1.1.5. Роль амортизационных отчислений в формировании денежного потока компании Энел за 2009–2017 гг.

Рассмотрим ситуацию с 9 генерирующими компаниями, которые будут задействованы в нашем исследовании (рис. 1.1.6–1.1.7).

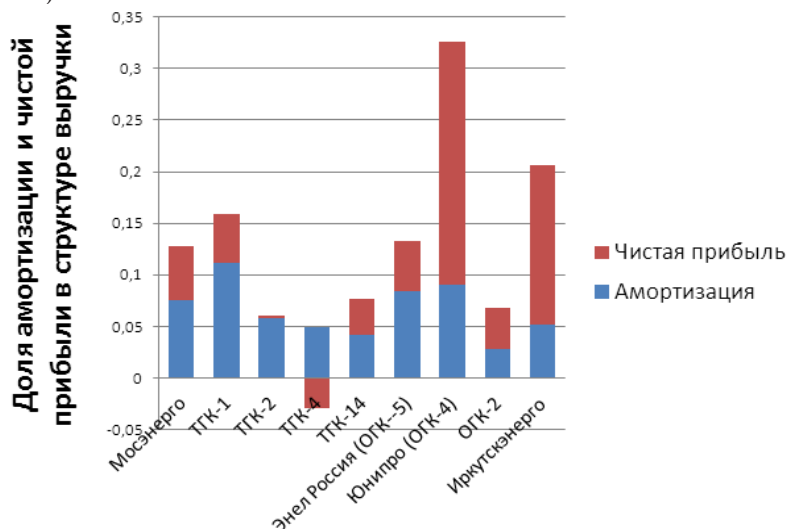


Рис. 1.1.6. Доля амортизационных отчислений и чистой выручки для 9 генерирующих компаний в 2013 г.

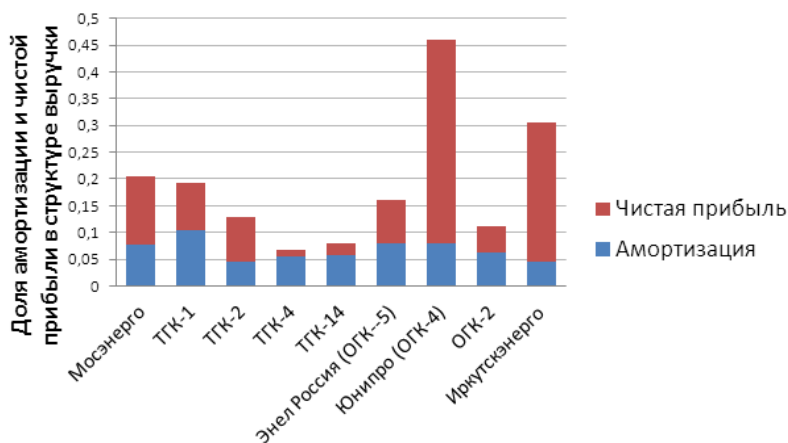


Рис. 1.1.7. Доля амортизационных отчислений и чистой выручки для 9 генерирующих компаний в 2017 г.

Анализируя графики можно подметить интересную особенность: самые низкие значения амортизационных отчислений у компании Иркутскэнерго, а самые высокие – у ТГК-1. У первой доля гидрогенерации составляет $\frac{3}{4}$, у второй – половину, т. е. схожие по профилю компании имеют крайние значения по выборке. В целом также можно констатировать стабилизирующее значение амортизации, хотя в определенных ситуациях она не компенсирует убыток и компании приходится использовать накопленные ресурсы либо занимать.

Если смоделировать ситуацию, когда амортизация рассчитана на основе единой нормы, то при небольших значениях рентабельности, изменения амортизационных отчислений будут играть заметную роль в изменении рентабельности.

При рассмотрении компаний сетевого комплекса необходимо учесть фактор большой доли амортизации и оплаты труда (особенно в компаниях с высокой оплатой труда) в себестоимости и выручке компаний, в отличие от генерирующих компаний. Это, в свою очередь, более гибкий инструмент по управлению себестоимостью в отличие от топлива, себестоимость которого составляет порядка 60 % от себестоимости в генерирующих компаниях.

Особо стоит отметить проблему выбора при использовании системы РСБУ и МСФО. В данной монографии использованы значения РСБУ, хотя для целей оценки капитализации традиционно принято использовать МСФО. Причин несколько. Данное исследование является продолжением исследования автора монографии «Проблемы интеграции и построения оптимальных производственных структур в условиях нестабильной рыночной конъюнктуры». В монографии были использованы значения РСБУ, поэтому в целях соблюдения преемственности здесь также использованы именно эти значения. Причиной использования российской системы учета в первой монографии является то, что в отчетности РСБУ отражается бизнес материнской компании, без дочерних. И если для целей анализа необходимо проанализировать деятельность именно материнской компании, то для этого подойдет РСБУ. В контексте данной монографии

использование РСБУ несильно искажает картину, так как компании являются операционными холдингами и дочерние предприятия, в силу небольших размеров, не оказывают значительного влияния на консолидированную отчетность. В связи с этим, например, показатели выручки отчетности МСФ и РСБУ не намного отличаются. Значительные отличия могут быть в показателях чистой прибыли, так как небольшое изменение себестоимости и прочих расходов может сильно повлиять на данный вид прибыли. Однако зачастую отклонения могут быть связаны с переносом тех или иных значений на другой срок, а учитывая, что исследуемый период составляет 9 лет, этот фактор по итогу при расчете некоторых значений нивелируется. При этом даже разница по чистой прибыли и амортизации крайне небольшая. Различия по РСБУ и МСФО затрагиваются также по ходу работы. В данной работе разница между системами отчетности не носит принципиального значения, тем более что речь идет об анализе отрасли за 9 лет, а не об анализе отдельного предприятия за один год. Например, компания Юнипро будет лидером отрасли по всем системам отчетности.

1.2. Теоретические подходы к оценке компаний и проблемы их применения к инфраструктурным отраслям

В теории и практике оценочной деятельности существует довольно значительное количество теорий, описанных и проанализированных в большом количестве зарубежной и отечественной литературы. В контексте этой монографии данные теории можно разделить на две основные группы: теории и методы, где задействованы значения показателей баланса, таких как внеоборотные активы (основу внеоборотных активов составляют основные средства) и собственный капитал. Последний рассчитывается на основе значений внеоборотных активов (внеоборотные активы + оборотный капитал – долгосрочные и краткосрочные обязательства). Проблемы оценки данных по-

казателей были рассмотрены в предыдущем параграфе. Однако если балансовые значения внеоборотных активов не устраивают, то тогда можно использовать значения восстановительной стоимости. Данный подход связан с трудностью оценки восстановительной стоимости. Ниже автор пытается, используя определенные допущения, рассчитать восстановительную стоимость генерирующих компаний. К теории, в которых задействованы значения собственного капитала, можно отнести теории EVA-экономической добавленной стоимости. К другой группе теорий можно отнести теории и методы, связанные с текущими значениями прибыли и денежного потока, в частности дисконтированной стоимости.

Проблемы капитализации компаний на фондовом рынке всегда были краеугольным камнем как в практике, так и в теории. Проанализируем практическую значимость отдельных теоретических предпосылок на примере компаний электроэнергетики за 9 лет (с 2009 по 2017 г.). Данный период можно считать долгосрочным с точки зрения экономической теории, так как за период в 9 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 9 генерирующих компаний: Мосэнерго, ТГК-1, ТГК-2, Квадра (ТГК-4), ТГК-14, ОГК-2, Юнипро (ОГК-5), Энел Россия (ОГК-5), Иркутскэнерго, а также сетевые компании МОЭСК, МРСК Центра, Центра и Приволжья, Волги, Урала, Сибири, Северо-Запада.

Акции этих компаний котируются на бирже и соответственно имеют значения капитализации, причем эти компании не подвергались докапитализации (как, например, Ленэнерго), что нарушило бы преемственность показателей и логику исследования.

Многие теории и методы, используемые на фондовом рынке, на практике зачастую не соответствуют их изначальному теоретическому смыслу и не могут объяснить многих казусов.

Одним из таких ключевых показателей оценки компаний является коэффициент Q Тобина³. Смысл данного коэффициента заключается в следующем: «равновесная», или «правильная, 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.⁴

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 применительно к российской экономике.

Первый момент, который надо учитывать и о котором уже говорилось выше, – это то, что использовать балансовую стоимость не очень уместно. Балансовая оценка зачастую сильно отличается от реальной рыночной цены. Так, если рассчитать Q Тобина на основе балансовой стоимости собственного капитала и капитализации фондового рынка, то получим следующую картину.

Как видно из графика (рис. 1.2.1), почти у всех компаний стоимость собственного капитала значительно выше капитализации. Исключение составляет только Юнипро, но нужно помнить, что у Юнипро балансовая стоимость активов значительно занижена даже относительно других компаний. Как уже говорилось выше, к стоимости внеоборотных активов привязана стоимость собственного капитала. Поэтому в качестве цены замещения, в

³ Дж. Тобин – американский экономист, Лауреат премии по экономике в память А. Нобеля (1981 г.).

⁴ Сигел Дж. Долгосрочные инвестиции в акции. Стратегии с высоким доходом и надежностью. СПб., 2010. С.136.

модели Тобина, можно принять стоимость строительства новых электростанций с учетом износа (восстановительную стоимость).

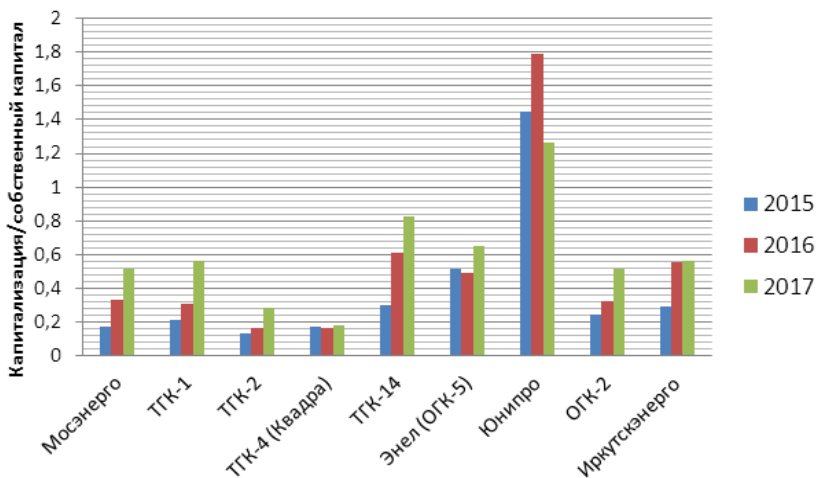


Рис. 1.2.1. Отношение капитализации к собственному капиталу 9 генерирующих компаний за 2015–2017 гг.

Последнюю оценим следующим образом: умножим показатель мощности компании на стоимость строительства нового ГВт, который оценим условно в 100 млрд. руб. (приблизительно исходим из стоимости строительства аналогов за последние 9 лет). Затем из полученной суммы вычтем 40 % (условная амортизация). Из полученной суммы вычтем долгосрочные и краткосрочные обязательства. На основании данного показателя рассчитаем коэффициент Тобина (рис.1.2.2.).

Как видно из графика, у всех компаний капитализация не достигает даже трети стоимости собственного капитала.

Рассмотрим другую компоненту Q Тобина – капитализацию. Здесь надо понимать, что капитализация, отражаемая на фондовых биржах (рассчитываемая на основе сделок отдельных акций и небольших пакетов акций), и стоимость покупки крупных пакетов могут сильно отличаться, однако данные покупки совершаются относительно редко и цена фондового рынка оказывает

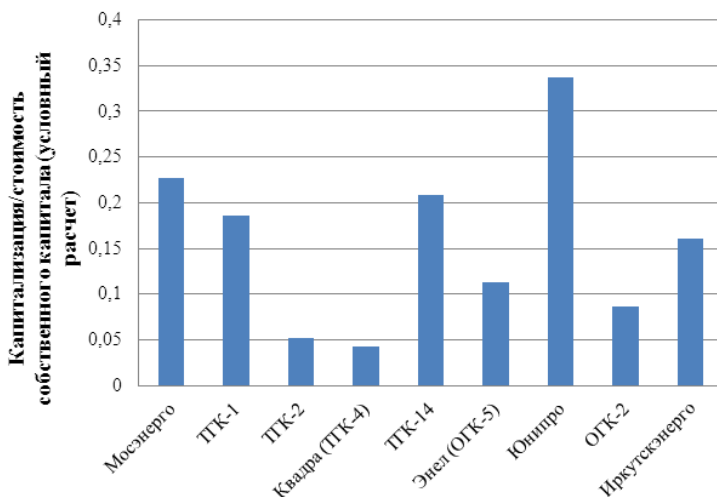


Рис. 1.2.2. Отношение капитализации к стоимости собственного капитала (условный расчет автора, восстановительная стоимость)

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 руб. (в 2016 г.), на эти средства нельзя построить даже 1 ГВт мощности (стоимость строительства 1 ГВт мощностей тепловой электроэнергетики составляет порядка 60–150 млрд руб.), в то время как компания имеет более 18 ГВт мощности. Списать низкую стоимость 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 руб., а она продолжает стоить 1 руб., и так у большинства генерирующих компаний.) Даже без тщательной балансовой оценки активов и восстановительной стоимости очевидно, по коэффициенту 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.

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, находящаяся на набережной в центре Москвы. С участка земли, который она 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 неприемлемо 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.

Как уже говорилось выше, кроме показателя капитализации фондового рынка и балансовой стоимости, необходимо рассмотреть вопрос оценки стоимости при продаже крупных пакетов акций. Собственно, это и есть реальная стоимость компании. Все предыдущие показатели являются предпосылкой для ее определения. Проблема заключается в том, что количество таких сде-

лок крайне ограничено. В отношении электроэнергетики после реструктуризации РАО ЕЭС это буквально единичные сделки.

Возьмем для примера планировавшуюся сделку по продаже пакета акций Иркутскэнерго. Размер сделки по приобретению 40 % «Иркутскэнерго» у «Интер РАО» должен был составить 69,5 млрд руб. в 2016 году⁵. Исходя из данной информации можно предположить, что 100 % акций должны были стоить 173 млрд руб. На основе этих данных составим таблицу различных видов стоимости и соответствующих мультипликаторов (таблица).

Как видим, показатели стоимости значительно разнятся. Но наиболее приемлемый мультипликатор у стоимости предполагаемой сделки. Надо также учитывать, что 40 % акций – это все таки не контрольный пакет, за который цена при прочих равных условиях должна быть выше.

В связи с вышесказанным можно сделать вывод, что методология анализа инфраструктурных отраслей нуждается в дальнейшем совершенствовании.

⁵ URL: <https://www.kommersant.ru/doc/2988426>

Таблица

Виды стоимости

<i>Показатель</i>	<i>Оценка всей компании, исходя из цены 40 % пакета акций предполагаемой сделки в 2016 году</i>	<i>Капитализация в 2016 году</i>	<i>Балансовая стоимость собственного капитала (капитал и резервы)</i>	<i>Восстановительная стоимость</i>
Виды стоимости	173750 млн	68928,04 млн	123815 млн	Около 1 трлн руб.; с учетом 50 % износа 500 млрд
Коэффициенты	Цена компании/денежный поток	Капитализация / денежный поток	Капитал и резервы (собственный капитал) / денежный поток	Восстановительная стоимость минус 50 % износа / денежный поток
Значение	8,4599279	3,356122	6,028581	24,3
Показатель	Цена компании / чистая прибыль	Капитализация / чистая прибыль	Капитал и резервы (собственный капитал) / Чистая прибыль	Восстановительная стоимость минус 50 % износа/ чистая прибыль
Значение	10,23926	4,061998	7,296541	29,4
Денежный поток (чистая прибыль + амортизация)	20538 млн руб.			
Чистая прибыль	16969 млн руб.			

2. Особенности капитализации российских энергетических компаний

2.1. Отраслевые особенности на российском фондовом рынке

Ситуация на фондовых рынках за последнее десятилетие не отличалась особой стабильностью. При этом необходимо отметить асинхронность на рынках разных стран. В данном параграфе рассмотрим взаимосвязь динамики отраслевых фондовых индексов России и США. В частности, сравним индексы фондового рынка США (S&P 500), России (индекс Московской биржи) и Китая (Shanghai Composite) (рис. 2.1.1).



Рис. 2.1.1. Динамика биржевых индексов S&P 500, индекса Московской биржи и Shanghai Composite за 2008–2018 гг.

На графике можно наблюдать ситуацию последовательного роста американского индекса на фоне стагнации индексов России и Китая. В то же время необходимо отметить рост российского индекса и прохождения им отметки перед падением 2008 года, в то время как Китайский индекс по-прежнему находится на кризисных уровнях.

Рассмотрим ситуацию по отраслям (отраслевым биржевым индексам) в США и России.



Рис. 2.1.2. Динамика биржевых индексов США: S&P 500, нефти и газа, коммунального сектора за 2008–2018 гг.

В США общий индекс опережает нефтяной и коммунальный сектора. Нефтяной сектор шел вровень с общим, но в 2014 опустился вниз. Коммунальный сектор продолжает стабильный рост в том же направлении, что и общий сектор, но с меньшими темпами роста. При этом можно отметить, что с 2015 до 2018 года отмечается зеркально разнонаправленная динамика нефтяного и коммунального индекса, что может иметь логичное объяснение: доход одного сектора (сырьевого) является расходом другого (коммунального).



Рис. 2.1.3. Динамика биржевых индексов Московской биржи, ММВБ нефть и газ, ММВБ электроэнергетика за 2008–2018 гг.

Как видно из графика, динамика сырьевого индекса стабильно опережает и определяет индекс Московской биржи. ММВБ

электроэнергетика продолжает оставаться на докризисных уровнях, значительно уступая первым двум. При этом асинхронности не наблюдается, в отличие от американского рынка, потому что фактор снижения или роста общего индекса тянет все остальное.

Если рассмотреть энергетику, общий индекс и цену на нефть (рис. 2.1.4.), то можно заметить, что после 2011 года цена на нефть не оказывает столь сильного воздействия на биржевые индексы России, как ранее. Однако ее влияние продолжает оставаться значительным.



Рис. 2.1.4. Динамика биржевых индексов Московской биржи, ММВБ электроэнергетика и цена нефти за 2008–2018 гг.

На американском рынке влияние цены нефти значительно меньше, но оно присутствует (рис.2.1.5)



Рис. 2.1.5. Динамика биржевых индексов S&P 500, коммунальный сектор и цены на нефть за 2008–2018 гг.

В целом можно отметить, что российские отраслевые индексы имеют более синхронный характер в силу зависимости от цен на нефть и весомой доли нефтегазового сектора. В американском секторе также учитываются межотраслевые взаимодействия (например, нефтегазовый и коммунальный секторы).

2.2. Анализ капитализации генерирующих компаний

Начнем рассмотрение взаимосвязей экономических показателей и их влияние на капитализацию генерирующих компаний с анализа влияния динамики выручки на капитализацию (рис. 2.2.1). Показатель роста выручки используется довольно часто и, хотя сам по себе рост не означает высоких прибылей и дивидендов, служит определенным потенциалом. В большей степени это применимо к акциям высокотехнологичных растущих компаний, в меньшей – к инфраструктурным отраслям.

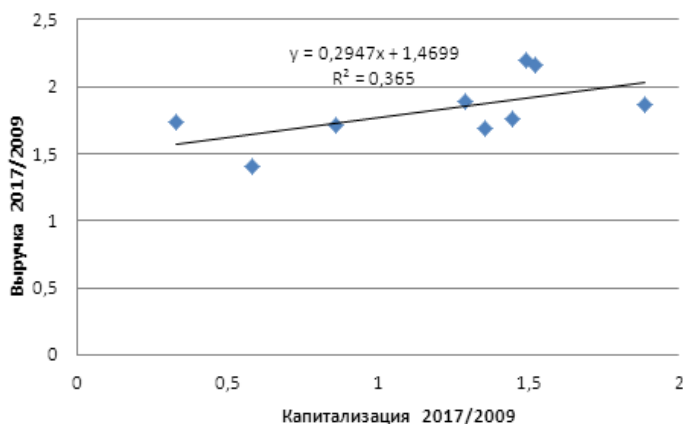


Рис. 2.2.1. Взаимосвязь роста выручки и капитализации с 2009 по 2017 г.

Возьмем сравнение показателей выручки и капитализации 2017 и 2009 годов. Можно отметить, что прослеживается

незначительный тренд, но все же нельзя сделать вывод о наличии сильной взаимосвязи.

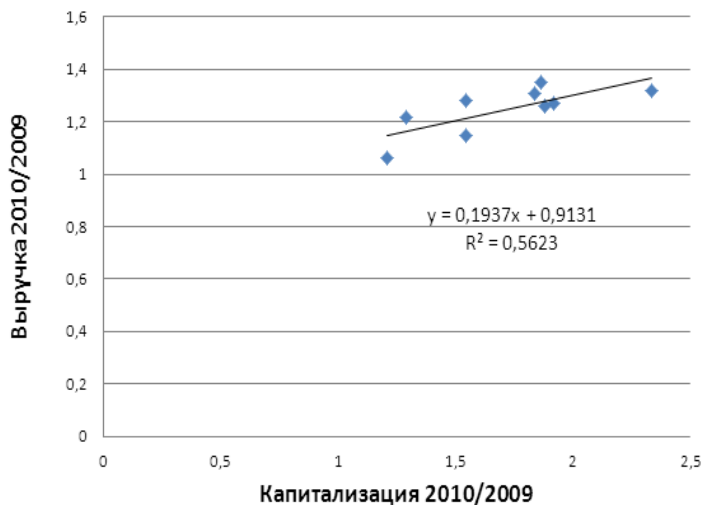


Рис. 2.2.2. Взаимосвязь роста выручки и капитализации с 2009 по 2010 г.

Рассмотрим ситуацию роста капитализации и выручки с 2009 по 2010 г. В 2010 году компании показали наибольшие значения капитализации. Экономика восстанавливалась после кризиса, и фондовые рынки стремительно росли, как и фундаментальные показатели компаний. На рис. 2.2.2 можно видеть определенную взаимосвязь (R^2 довольно значительный). Росли выручка генерирующих компаний, загрузка мощностей.

В 2014 году капитализация компаний достигла минимальных значений за исследуемый период. После этого начался рост, однако производственные значения показателей в энергетике в основном стагнировали. В результате рост капитализации не сопровождался значительным ростом выручки и значительной корреляции не прослеживается (рис. 2.2.3).

Таким образом, по итогам рассмотрения трех диаграмм можно сделать вывод, что рост выручки не является определяющим фактором роста капитализации. Даже в относительно успешные

периоды роста некоторые компании показывали более высокие показатели роста капитализации, чем роста выручки относительно других. Но главным все же является увеличение качественных показателей, так как для инфраструктурных компаний рост выручки значительно ограничен, а в России имеется значительный задел для совершенствования эффективности при отсутствии роста выручки и производственных показателей. И такие компании, как Юнипро, это демонстрируют.

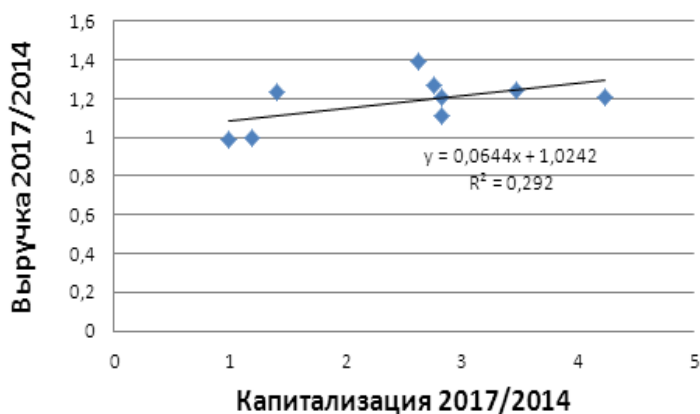


Рис. 2.2.3. Взаимосвязь роста выручки и капитализации с 2014 по 2017 г.

Перейдем к рассмотрению показателей (мультипликаторов) капитализация/денежный поток и денежный поток/выручка. Поскольку это компании одной отрасли, то уровень амортизации в долгосрочной перспективе не должен сильно отличаться. Выручка, в отличие от прибыли, не является целью инвесторов, но несет в себе потенциал получения прибыли. К тому же, в отличие от прибыли и денежного потока, она более стабильна, поэтому показатель капитализация/выручка более стабильный, без «выбросов».

Рассмотрим сочетание показателей генерирующих компаний на точечной диаграмме за данный год. Проанализируем соотношение рентабельности и капитализации для 9 генерирующих

компаний. По итогам 9 лет только в 2013 и 2017 годах денежный поток у всех компаний был положительный (рис. 2.2.4.).

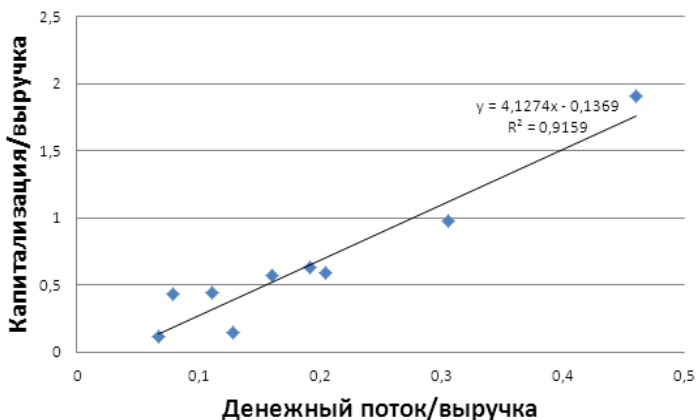


Рис. 2.2.4. Зависимость уровня показателя капитализация/выручка от показателя денежный поток/выручка для 9 генерирующих компаний в 2017 г.

Как видно из графиков, имеется четкое наличие тренда при высоком коэффициенте достоверности аппроксимации (далее К.Д.А., или R^2). При этом чем выше коэффициент эластичности (в нашем случае 4,12), тем выше растет значение капитализация/выручка при повышении рентабельности. Изменение коэффициента эластичности по годам может иметь несколько объяснений. Высокий коэффициент означает, что инвесторы высоко оценивают рентабельные компании с высоким запасом прочности, что актуально в нестабильной конъюнктуре. Низкорентабельные компании, кроме небольшого денежного потока, могут иметь массу сопутствующих проблем. Поэтому высокий коэффициент эластичности может говорить о нестабильности отрасли и экономики. С точки зрения статистического анализа при небольшой выборке поведение одной или двух компаний может значительно влиять на показатели тренда (в частности, показатель К.Д.А. и коэффициент эластичности), поэтому значение коэффициентов весьма условны.

В таблице отображено значение R2 и коэффициент эластичности для зависимости, указанной на рис. 2.2.4, для 9 генерирующих компаний за 9 лет.

Таблица

***Коэффициент
эластичности и достоверности аппроксимации
для 9 генерирующих компаний за 9 лет***

<i>Коэффици- циенты</i>	<i>Годы</i>								
	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>
Показатели для 9 компаний									
Коэффициент эластичности	4,6	8,6	5,7	2,9	5,6	4,25	4,6	5	4,12
Коэффициент достоверности аппроксимации	0,52	0,79	0,78	0,62	0,83	0,64	0,56	0,42	0,95
Показатели для 6 компаний, показавших положительный денежный поток по итогам 9 лет									
Коэффициент эластичности	10,1	11,2	6,2	7,7	6,5	5,5	7	8	4,2
Коэффициент достоверности аппроксимации	0,65	0,73	0,76	0,91	0,83	0,64	0,62	0,36	0,95

Сложность также заключается в том, что по исследуемой выборке только у 6 компаний из 9 в течение 9 лет денежный поток ни разу не выходил в отрицательную зону. Если построить графики по этим 6 компаниям за девять лет, то можем наблюдать следующую картину изменения коэффициента эластичности и К.Д.А.

Как видно, К.Д.А. имел низкое значение только в 2016 году (таблица и рис. 2.2.5). На графике видно, что компания Юнипро «отошла» от тренда. Связано это с падением рентабельности. Но на оценку инвесторов это не повлияло (падение было связано с пожаром на Березовской ГРЭС), которые, видимо, восприняли это как временный фактор. В 2017 году компания вышла на прежний высокий уровень рентабельности и К.Д.А. стал достигать почти абсолютных значений.

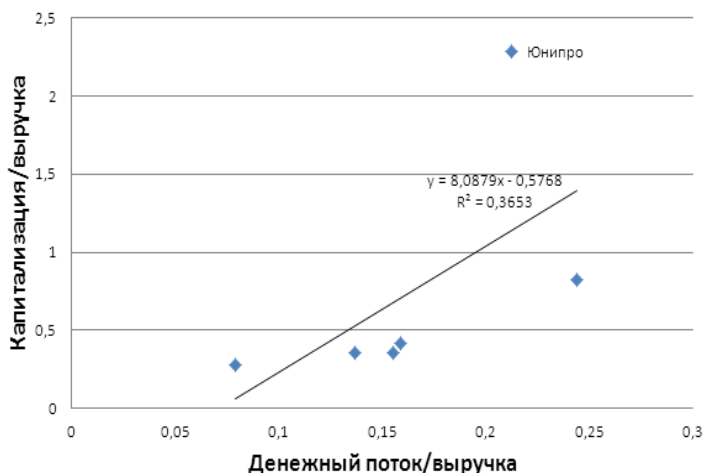


Рис. 2.2.5. Зависимость уровня показателя капитализация/выручка от показателя денежный поток/выручка для 6 генерирующих компаний в 2016 г.

Если рассмотреть соотношение показателей прироста капитализации по итогам 9 лет и рентабельности денежного потока (денежный поток/выручка) за 2017 год, то здесь также прослеживается четкий тренд, что подтверждает общий вывод по данной работе: инвесторы предпочитают рентабельные компании.

Рассмотрим динамику двух показателей для всех 9 компаний суммарно (суммируются (по всем 9 компаниям) показатели выручки, капитализации и денежного потока за соответствующий год). Как видно из графика, с 2015 года наблюдается рост рентабельности при незначительном росте капитализации по показателю капи-

тализация выручка (рис. 2.2.7). Падение капитализации в предыдущие годы было обусловлено падением фондового рынка.

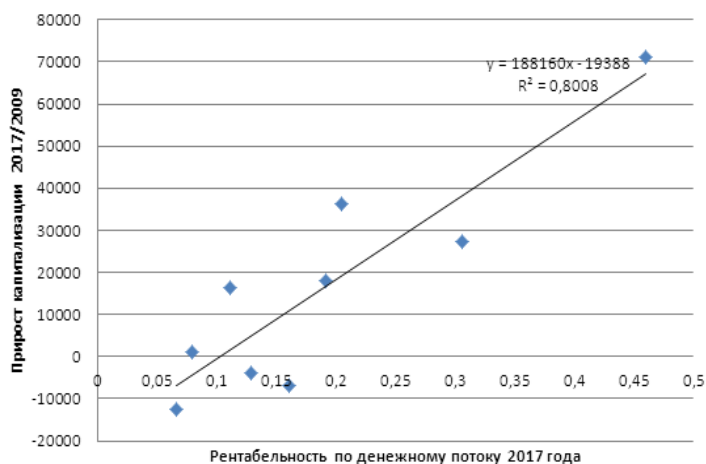


Рис. 2.2.6. Зависимость уровня показателя прирост капитализации от показателя денежный поток/выручка для 9 генерирующих компаний в 2017 г.

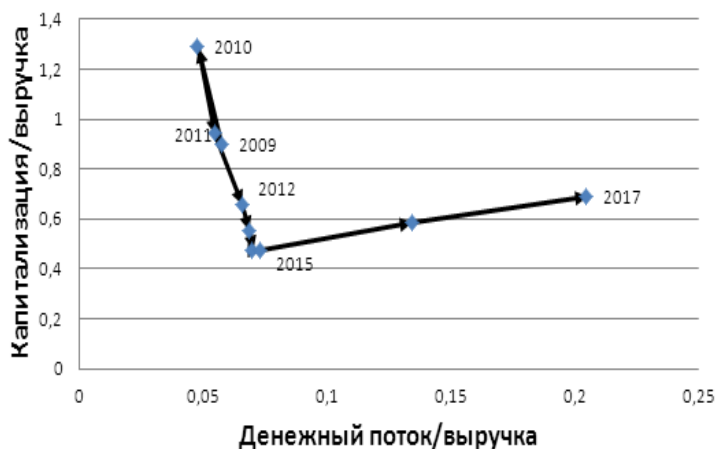


Рис. 2.2.7. Динамика сочетаний показателей капитализация/выручка и показателя денежный поток/выручка для совокупной генерирующей компании за 9 лет

Рассмотрим ситуацию значений капитализации и прочих экономических показателей в перерасчете на 1 ГВт установленной мощности (рис.2.2.8).

Показатель выручки, приходящийся на 1 ГВт мощности, с одной стороны, свидетельствует об эффективности и загрузке, при прочих равных условиях, с другой – говорит об избыточности мощностей и необходимости их вывода, так как в условиях стагнирующего потребления электроэнергии в России загрузить мощности крайне проблематично. При этом необходимо учитывать, например, что загрузка гидрогенерирующих мощностей, как правило, не имеет возможности к увеличению и ограничена технологическими и природными факторами данной электростанции.

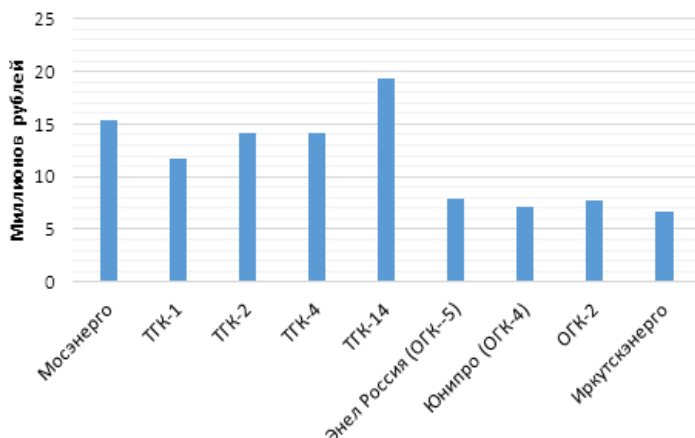


Рис. 2.2.8. Выручка, приходящаяся на 1 ГВт мощности в 2017г.

На рис. 2.2.9 не прослеживается какого-либо тренда, т. е. уровень загрузки не свидетельствует, в глазах инвесторов, о потенциале эффективности и прибыльности.

В то же время показатель денежного потока (рис. 2.2.10) имеет взаимосвязь с капитализацией и прослеживается четкий тренд с $R^2 = 0,67$. Если денежный поток, приходящийся на 1 ГВт, заменить на чистую прибыль, приходящуюся на 1 ГВт, то будет также прослеживаться взаимосвязь капитализации и чистой прибыли с $R^2 = 0,57$.

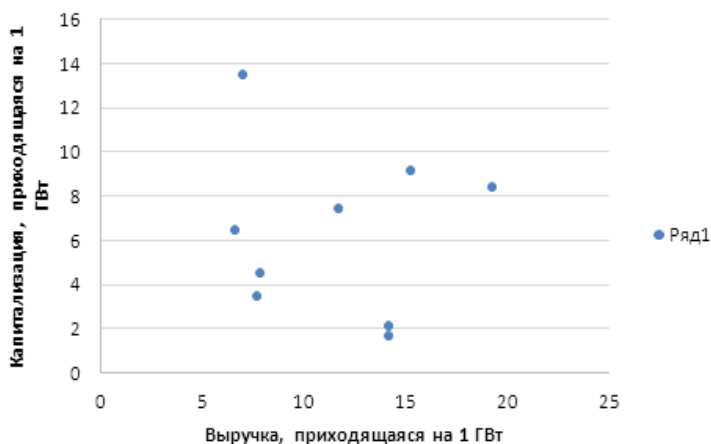


Рис. 2.2.9. Соотношение показателей выручки, приходящейся на 1 ГВт мощности, и капитализации, приходящейся на 1 ГВт, в 2017 г.

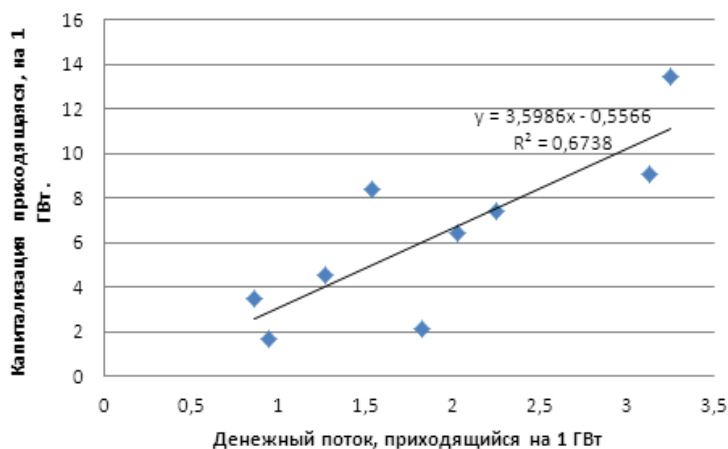


Рис. 2.2.10. Соотношение показателей денежного потока, приходящегося на 1 ГВт мощности, и капитализации, приходящейся на 1 ГВт, в 2017 г.

Соотношение показателей рентабельности по денежному потоку (денежного потока/выручка) и капитализации, приходящейся на 1 ГВт, для 9 генерирующих компаний в 2017 году также дает $R^2 = 0,57$. Денежный поток, приходящийся на 1 ГВт,

позволяет учитывать разную степень амортизационных отчислений в зависимости от мощности. Например, если одна компания имеет такой же денежный поток, как и другая, но при этом имеет-ся большая мощность, значит, из данного потока нужно вычесть больше амортизации и прибыль, таким образом, будет меньше. В перерасчете на 1 ГВт это уже учтено.

Проанализируем динамику капитализации исследуемых компаний, сопоставляя данные только по нескольким отдельным компаниям. Здесь надо учитывать два аспекта: первый – анализ предприятий в общеэкономическом контексте (поведение всей отрасли), второй – соотношение компаний друг с другом.

В нашей выборке сразу можно выделить компанию Юнипро, капитализация и динамика которой находится на высоком уровне, нехарактерном для отрасли.



Рис. 2.2.11. Динамика акций Юнипро (ОГК-4), Мосэнерго и ММБВ энергетика за период с 2007 по 2018 г⁶.

На графике (рис. 2.2.11) можем наблюдать картину корреляции Мосэнерго и индекса ММБВ энергетика. Компания Юнипро с 2010 года показывает стабильную динамику, не коррелируя с индексом ММБВ энергетика, который с 2009 по 2015 год падал, в последние же 3 года можно отметить его определенный рост. Динамика курса акций остальных компаний, входящих в нашу выборку, примерно совпадает с динамикой курса индекса ММБВ энергетика.

⁶ Составлено по данным сайта: <https://www.finam.ru>.

Как видно из графика (рис. 2.2.12.), только компании ТГК-14 и Юнипро смогли достичь значений капитализации 2010 года, также приблизилась к этим значениям Мосэнерго. Значения 2009 года не смогли превзойти ТГК-2, ТГК-4 и Энел.

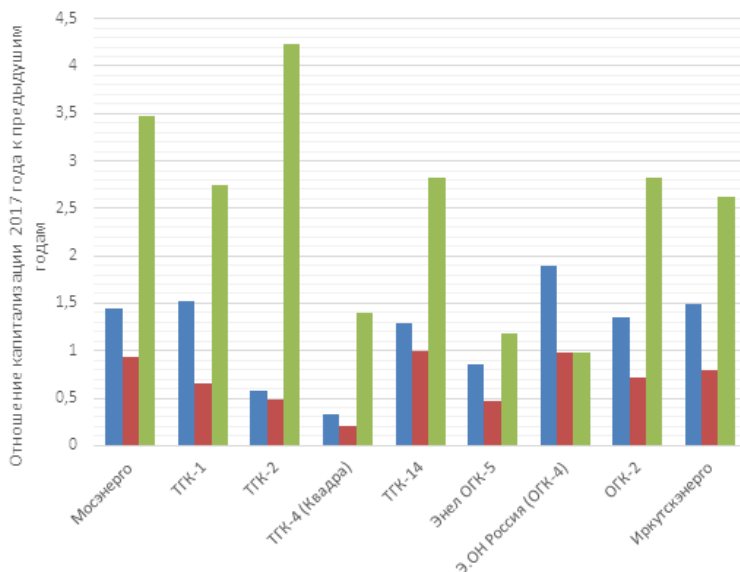


Рис. 2.2.12. Отношение капитализации генерирующих компаний 2017 г. к капитализации 2009, 2010, 2013 гг.

Проанализируем за 9 лет динамику мультипликаторов: капитализацию/выручку и капитализацию/денежный поток, — используя в целях наглядности и удобства несколько компаний на одном графике. Рассмотрим более подробно причины данных расхождений, а также попытаемся найти показатели, объясняющие причины расхождений на диаграммах отражающих динамику показателей за указанный период. Для удобства восприятия информации на одном графике будет указано несколько компаний (рис. 2.2.13).

Рассмотрим значение показателя капитализация/выручка для трех генерирующих компаний, входящих в Газпром энергохол-

динг, т. е. принадлежащих одному собственнику. На графике видна некоторая закономерность. В 2009 году имелся значительный разброс этого 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.

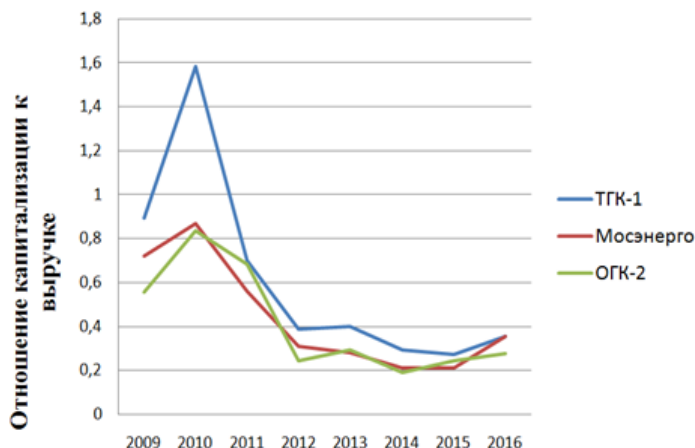


Рис. 2.2.13. Отношение капитализации к выручке (ОГК-2, Мосэнерго, ТГК-1)

На графике (рис. 2.2.14) отношение 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. Так же у ОГК-2 в 2011 году наблюдалось падение денежного потока.

На графике (рис. 2.2.15) 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.

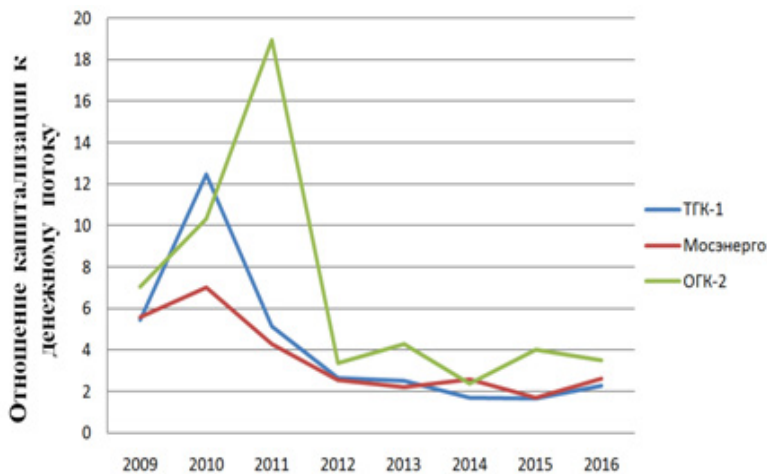


Рис. 2.2.14. Отношение капитализации к денежному потоку (ОГК-2, Мосэнерго, ТГК-1)

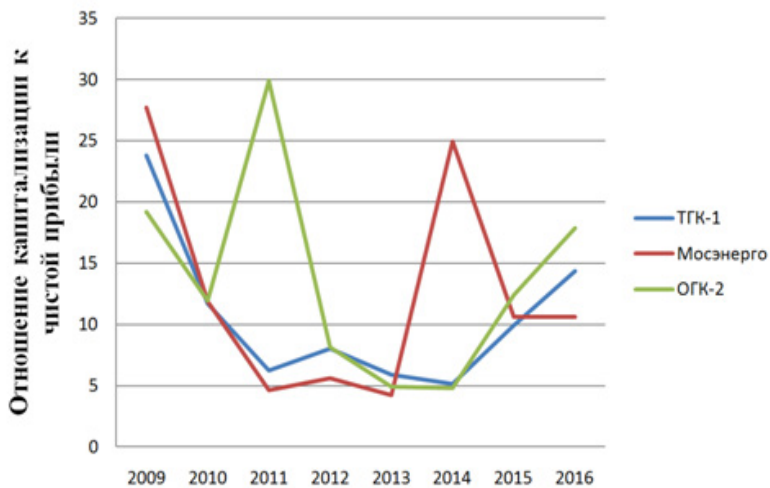


Рис. 2.2.15. Отношение капитализации к чистой прибыли (ОГК-2, Мосэнерго, ТГК-1)

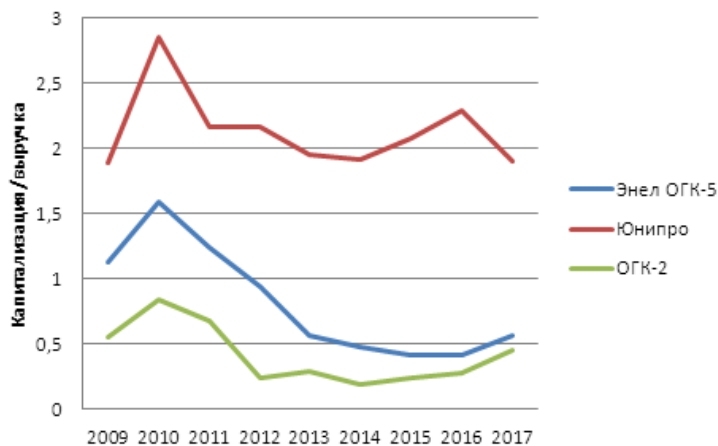


Рис. 2.2.16. Отношение капитализации к выручке (ОГК-2, Юнипро, Энел Россия)

Сопоставим график отношения капитализации к выручке за 9 лет трех компаний ОГК (т. е. однотипного профиля). На рис. 2.2.16 видно, что по данному показателю расхождение стабильно большое, т. е. данный показатель не объясняет причину высокой капитализации Юнипро.

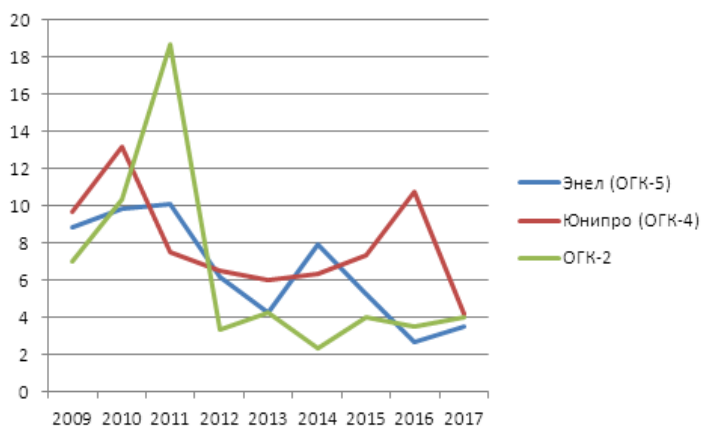


Рис. 2.2.17. Отношение капитализации к денежному потоку (ОГК-2, Юнипро, Энел Россия)

На графике (рис. 2.2.17) 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. Данный показатель в наибольшей степени объясняет динамику расхождения в стоимости Юнипро с остальными. Добавим к этому то, что в 2017 году компании показали высокие значения чистой прибыли и, соответственно, денежного потока.

Сближение в 2017 году показателя капитализация/денежный поток приводит к выводу, что на высоких значениях прибыли его значения сходятся. Тот факт, что у ОГК-2 больше мощностей и, следовательно, большая часть денежного потока должна пойти на инвестирование, можно объяснить тем, что компания имеет больший процент мощностей, требующих вывода, но не требующих замены. В любом случае расхождение по данным показателям уменьшилось.

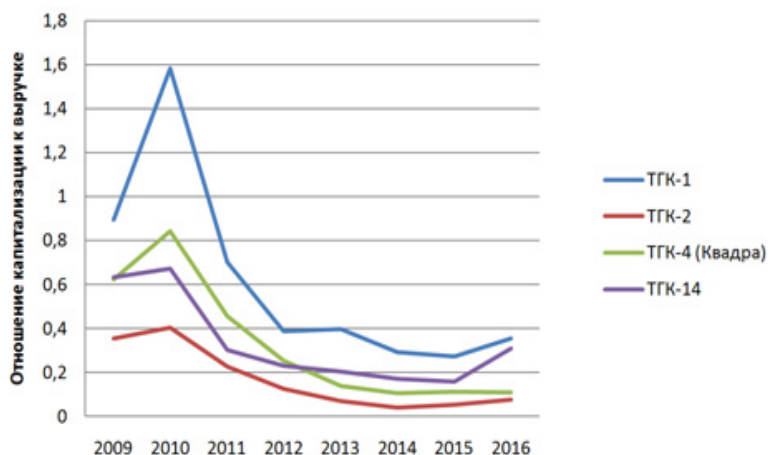


Рис. 2.2.18. Отношение капитализации к выручке (ТГК-1, ТГК-2, ТГК-4 (Квадра), ТГК-14) за 9 лет

У компаний ТГК, представленных на графике (рис. 2.2.18), также прослеживается тенденция уменьшения мультипликатора капитализация/выручка. 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 год наблюдается стабильный денежный поток, что позволило по показателю капитализация/выручка приблизиться к ТГК-1.

Рассмотрим инвестиционный процесс генерирующих компаний (рис. 2.2.19).

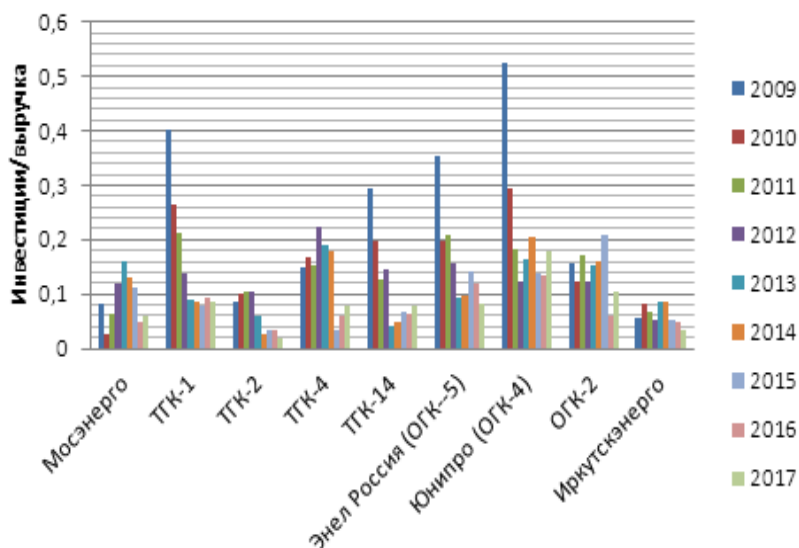


Рис. 2.2.19. Динамика показателя инвестиции/ выручка для 9 генерирующих компаний с 2009 по 2017 г.

С точки зрения уровня инвестиционной активности (по показателю инвестиции/выручка) у многих компаний пик приходится на 2009 год, у некоторых – на середину исследуемого периода, но на последние годы у всех приходится спад. Можно видеть, что у многих компаний разнонаправленная динамика. У компании Юнипро основной инвестиционный процесс завершался к 2012 году (инвестиции до 2009 года не вошли в данное исследование). У Мосэнерго, наоборот, пик приходится на 2013 год.

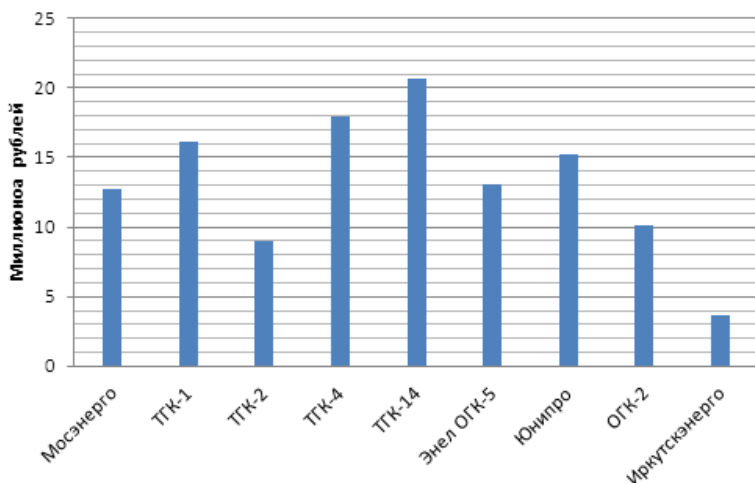


Рис. 2.2.20. Приведенные инвестиции 9 генерирующих компаний, приходящиеся на 1 МВт установленной мощности, за 9 лет

Рассмотрим за 9 лет показатель общего объема инвестиций, приходящихся на 1 МВт установленной мощности, с учетом инфляции, которая условно взята в размере 7 %. Расчет суммарных инвестиций: (инв. 2009)*1,078 + (инв. 2010)*1,077 + + (инв. 2016)*1,07 + (инв. 2017)*1. Как видно из графика (рис. 2.2.20), Юнипро и Мосэнерго далеко не лидеры в этом процессе. Однако надо учитывать, что, например, ТТК-14 имеет значительные мощности в тепловой генерации, поэтому более приемлемый показатель будет отношение совокупных инвестиций к выручке (рис. 2.2.21).

Диаграмма показывает, сколько инвестиций за 9 лет приходится на 1 рубль выручки в 2017 году (инвестиции рассчитаны тем же способом, что и в предыдущем примере).

Здесь картина несколько меняется. Лидерами становятся Юнипро и Энел. Выручка в электроэнергетике является стабильным показателем и может сохраняться по инерции, несмотря на падение эффективности, в силу специфики отрасли и отсутствия должной конкуренции. Можно также отметить большой разрыв инвестиционной активности.

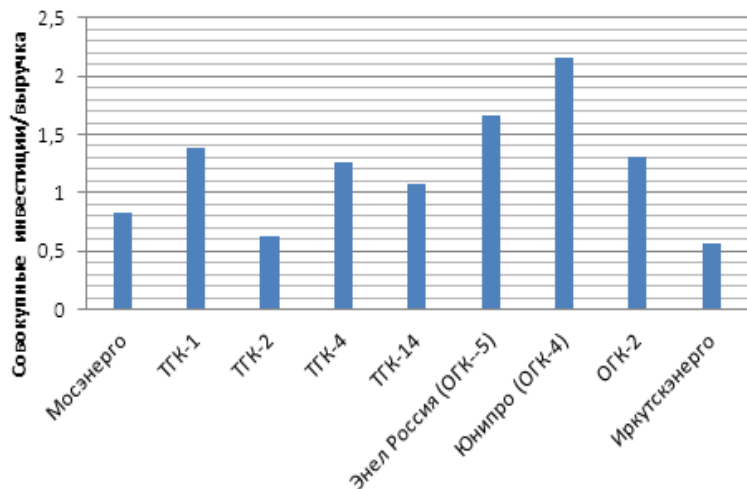


Рис. 2.2.21. Отношение приведенных инвестиций 9 генерирующих компаний к выручке за 2017 год за 9 лет

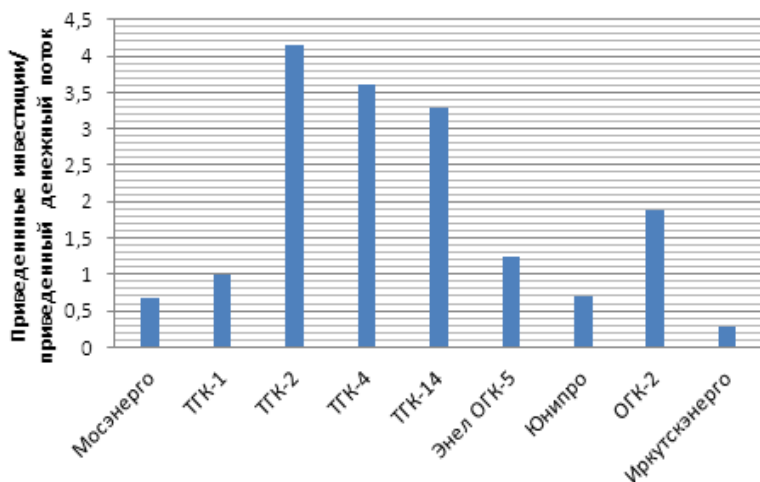


Рис. 2.2.22. Динамика показателя приведенные инвестиции/ приведенный денежный поток (к 2017 г. для 9 генерирующих компаний с 2009 по 2017 г.

На рис. 2.2.22 показатель приведенные инвестиции/приведенный денежный поток (приведенный денежный поток рассчитан таким же способом, что и приведенные инвестиции (рис. 2.2.20)) показывает инвестиционную активность в соответствии с возможностями компании по финансированию из внутренних источников. Как видно, для рентабельных компаний это не было большой проблемой: объем денежного потока больше инвестиций.

Например, в Иркутскэнерго с прибылью дела обстояли намного лучше, чем в среднем по выборке (что объясняется спецификой компании: гидрогенерации – высокомаржинальный вид бизнеса в электроэнергетике), притом что инвестиционная активность довольно незначительная.

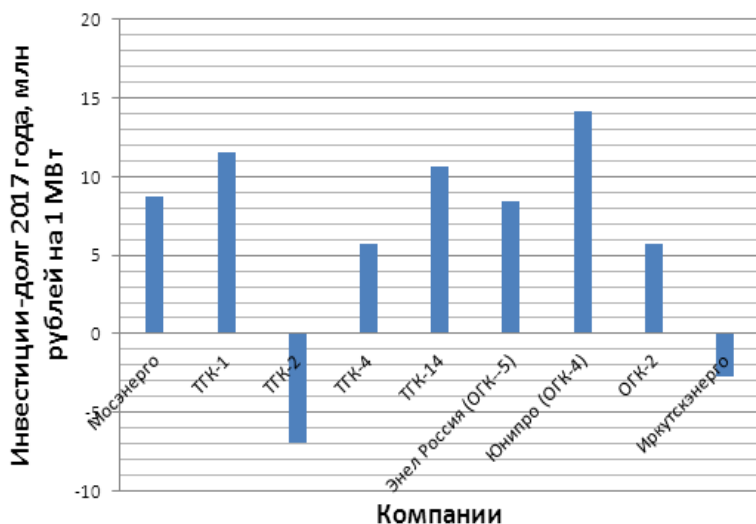


Рис. 2.2.23. Суммарные инвестиции (с учетом 7 % инфляции, приведенные к 2017 г.) за 9 лет минус обязательства 2017 г., приходящиеся на 1 МВт установленной мощности

Рассчитаем суммарные инвестиции, приведенные к 2017 году с учетом долга, на 1 МВт установленной мощности, т. е. стоимость, созданная за 9 лет, минус долг. Как видно из графика

(рис. 2.2.23), у двух компаний инвестированная стоимость за 9 лет меньше стоимости долга. Инвестиционная стоимость – это часть активов, созданная после 2008 года. У Иркутскэнерго объем инвестиций незначительный.

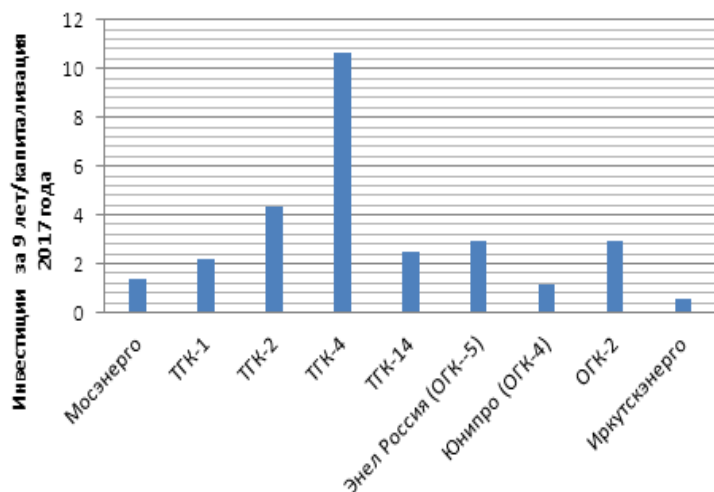


Рис. 2.2.24. Отношение суммарных инвестиций (с учетом 7 % инфляции, приведенные к 2017 г.) за 9 лет к капитализации 2017 г.

На графике (рис. 2.2.24) оценивается отношение стоимости, созданной за 9 лет, к капитализации 2017 года. Здесь можно видеть парадоксальную ситуацию: почти у всех компаний стоимость, созданная только за 9 последних лет, больше всей стоимости компании по оценке фондового рынка, т. е. компании не только не увеличивают свои вложения, но и уменьшают их, не говоря об активах, созданных до 2009 года.

Если уменьшить объем инвестиций на сумму обязательств, то ситуация сохраняет тот же смысл (рис. 2.2.25). К тому же обязательства финансируются за счет EBITDA, поэтому ценность данного графика условна.

Рассмотрим показатель созданной стоимости за 9 лет и соотнесем его с капитализацией (рентабельность капитализации 2009 г.) (рис. 22.26).

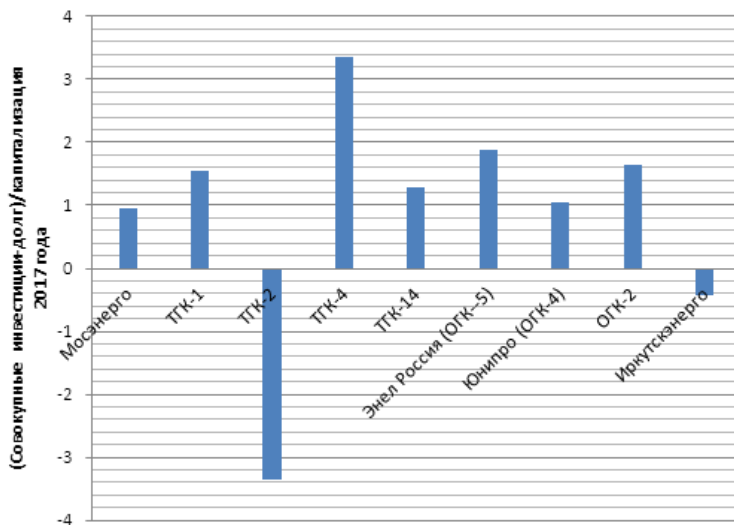


Рис. 2.2.25. Отношение суммарных инвестиций (с учетом 7 % инфляции, приведенные к 2017 г.) за 9 лет минус обязательства 2017 г. к капитализации 2017 г.

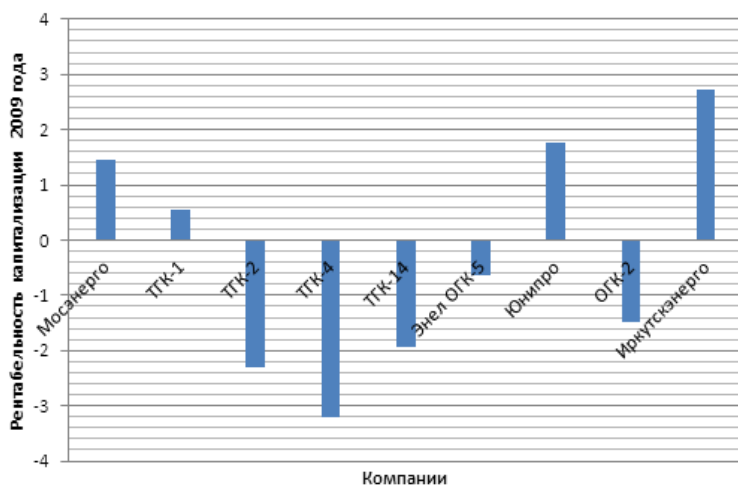


Рис. 2.2.26. Отношение созданной стоимости за 9 лет с 2009 по 2017 г. к капитализации 2009 г.

Коэффициент, представленный на рис. 2.2.26, рассчитывается следующим образом:

Р.К. (рентабельность капитализации) = ((П.К. + Сум. Д. П.) – П.И.) / капитализация 2009 года

П.И. (приведенные инвестиции) = Инвестиции 2009 г.*1,078 + Инв. 2010 г.*1,077 + + Инв. 2016 г.*1,07 + Инв. 2017г.*1

П.К. (Прирост капитализации за 9 лет) = Капитализация 2017 г – кап. 2009г.

Сум. Д. П. = Д.п. 2009 г.*1,078 + Д.п. 2010 г.*1,077 + + Д.п. 2016 г.*1,07 Д.п. 2017 г.*1.

Данный показатель отражает, в какой степени возросла стоимость по итогам 9 лет. Из графика видно, что только четыре компании смогли нарастить стоимость по итогам 9 лет: две государственные и 2 частные. В показатель не вошли активы организации, которые мы посчитали в приросте капитализации.

Если сопоставить данные значения с рентабельностью по денежному потоку, то можно видеть следующую картину (рис. 2.2.27).

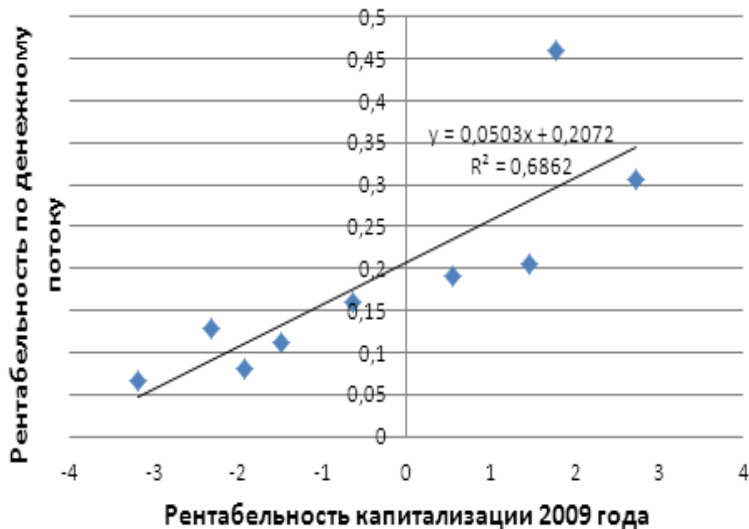


Рис. 2.2.27. Соотношение показателей рентабельности по денежному потоку 2017 г. и рентабельности капитализации 2009 г.

Как видно из графика, прослеживается тренд: компании, нарастившие стоимость, имеют в 2017 году самую высокую рентабельность.

На рис. 2.2.28 видно, что не прослеживается какой-либо четкой тенденции между инвестиционной активностью и капитализацией. Инвестиции – это скорее способ повышения рентабельности, но высокий уровень инвестиционной активности не означает роста рентабельности, и, наоборот, низкий уровень активности (Иркутскэнерго) позволяет иметь высокую капитализацию, т. к. высокий уровень рентабельности обеспечивается без высокой инвестиционной активности (по итогам 9 лет) (см. рис. 2.2.29).

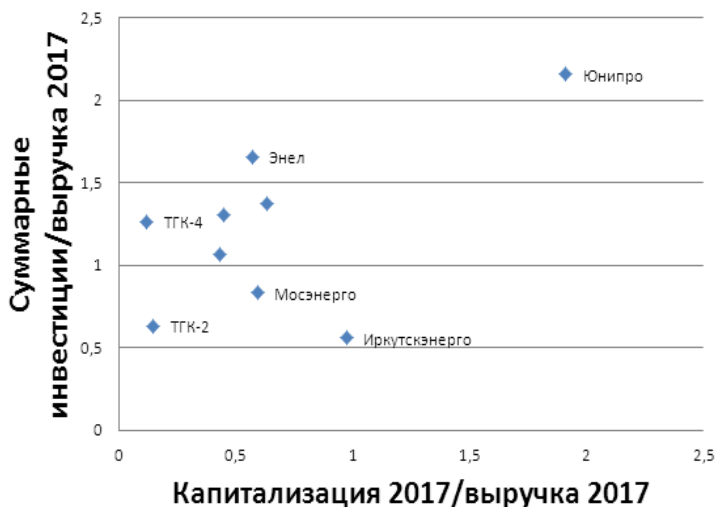


Рис. 2.2.28. Соотношение показателей суммарные инвестиции/выручка 2017 г. и капитализация 2017/выручка 2017.

Как видно, диаграмма зависимости рентабельности и инвестиционной активности во многом повторяет предыдущую диаграмму, т. к. уровень капитализации коррелирует с рентабельностью. Если отбросить Юнипро, то может отчасти наблюдаться обратная зависимость, т. е. компании с низкой рентабельностью требовали больших инвестиций. Однако какой-либо зависимости по 9 компаниям не наблюдается.

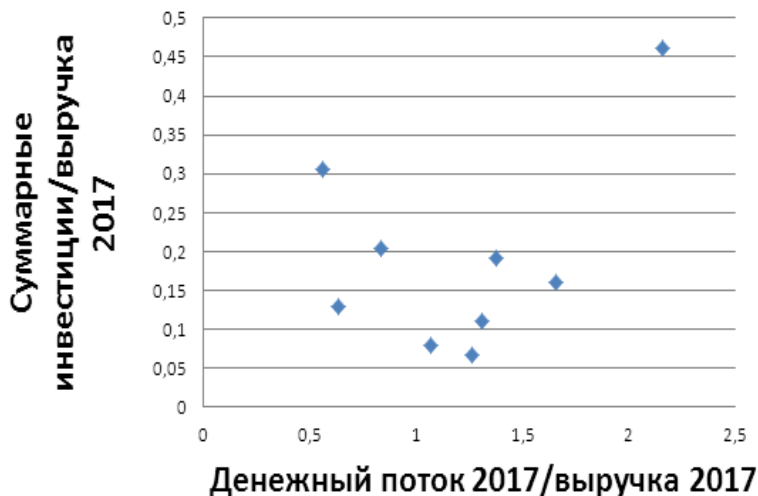


Рис. 2.2.29. Соотношение показателей суммарные инвестиции (за 9 лет, с учетом 7 % инфляции)/выручка 2017 г. и денежный поток 2017/выручка 2017

Среди факторов, не вошедших в наше исследование, но влияющих тем или иным образом на капитализацию, можно отметить уровень тарифов, свидетельствующий об уровне себестоимости и, соответственно, влияющий на эффективность и капитализацию. В исследовании Ю. А Назаровой⁷ на основе данных за 2010 г. выявлена зависимость между уровнем тарифов и капитализацией 6 генерирующих компаний.

Теперь рассмотрим доходность инвесторов при покупке акций генерирующих компаний в 2009 году (аналогичным образом рассмотрена доходность генерирующих компаний на рис. 2.2.30).

⁷ Назарова Ю. А. Конкурентные преимущества оптовых генерирующих компаний // Российский экономический интернет-журнал. 2011. № 3. С. 132.

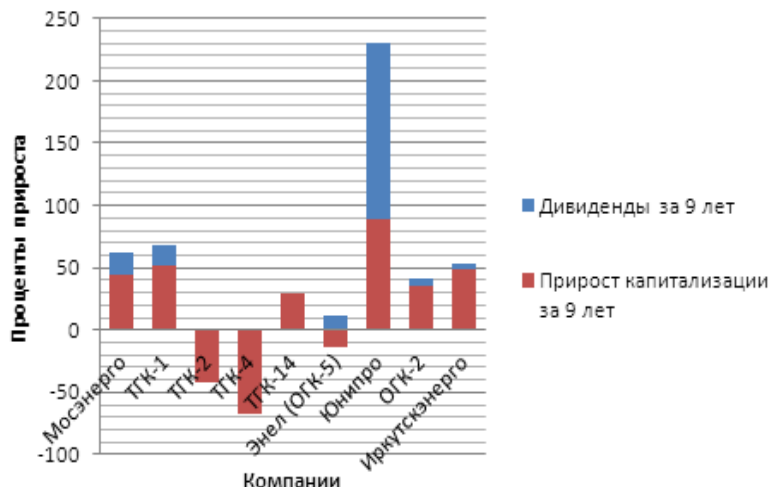


Рис. 2.2.30. Доходность инвесторов
при покупке акций сетевых компаний в 2009 г.

На рис. 2.2.30 рассчитана доходность по акциям генерирующих компаний, купленным в 2009 году и находящимся у инвесторов по 2017 год. Доходность состоит из прироста (или уменьшения) капитализации за 9 лет (капитализация 2017 года – капитализация 2009 года), а также суммы дивидендов с учетом 7 % годовых ставки (сумма дивидендов рассчитана следующим образом: дивиденды по итогам 2009 г. * 1,078 + див. 2010 г. * 1,077 + + див. 2016 г. * 1,07 + див. 2017 г. * 1).

Как видно из графика, прирост капитализации наблюдался у 6 компаний. У компаний Юнипро и Энел роль дивидендов значительная. У последней дивиденды компенсировали падение капитализации. С учетом упущенной выгоды в 7 % годовых значительную доходность показала только Юнипро – 230 % в абсолютном выражении. Мосэнерго, ТГК-1, ОГК-2, Иркутскэнерго в какой-то степени компенсировали упущенную выгоду.

Таким образом, подводя итоги исследования по выборке из 9 компаний, можно констатировать, что наиболее приемлемым является показатель отношения капитализации к денежному потоку и чистой прибыли (особенно при высоких значениях эффектив-

ности). 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.

Теперь перейдем к рассмотрению взаимосвязи показателей долговой нагрузки с капитализацией и эффективностью.

Как видно из графика (рис. 2.2.31), есть некий тренд, из которого выбивается Иркутскэнерго, однако говорить о прямой взаимосвязи не приходится, т. к. обязательства могут коррелировать с другими показателями, влияющими на капитализацию (например, рентабельностью). Стоит также отметить, что показатель обязательства/выручка не является основным показателем, характеризующим долговую нагрузку; наиболее значимым будет показатель обязательства /EBITDA или обязательства/прибыль от продаж.

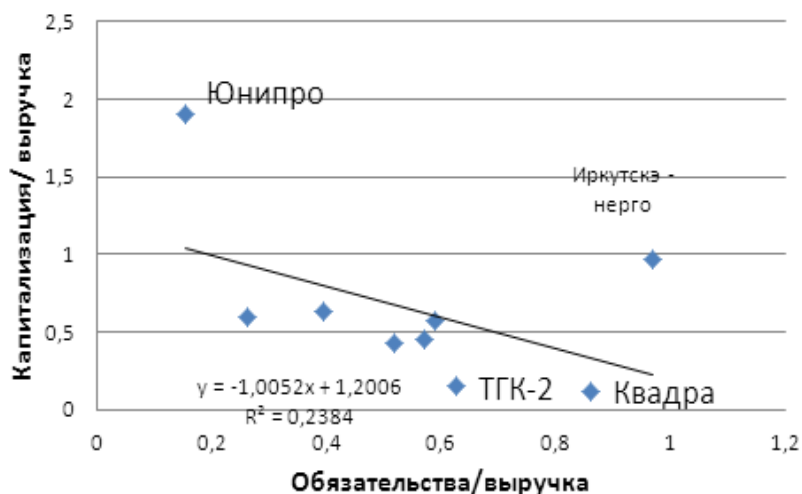


Рис. 2.2.31. Зависимость уровня показателя капитализация/выручка от показателя обязательства/выручка для 9 генерирующих компаний в 2017 г.

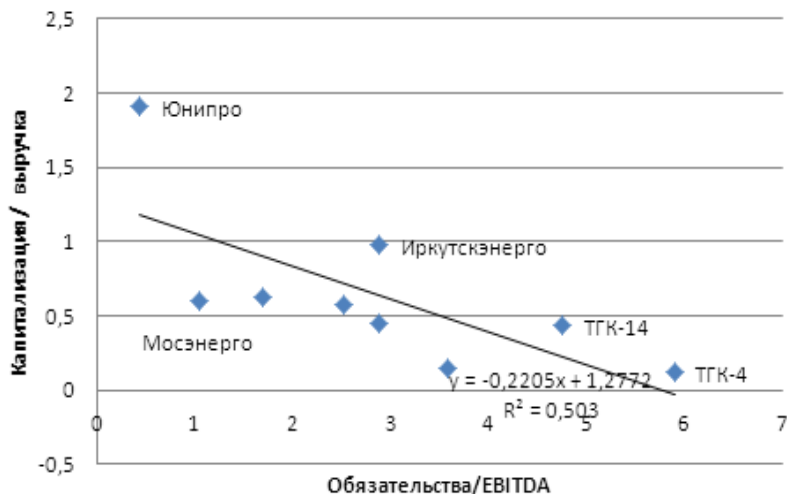


Рис. 2.2.32. Зависимость уровня показателя капитализация/выручка от показателя обязательства/EBITDA для 9 генерирующих компаний в 2017 г.

Как видно из графика (рис. 2.2.32), имеется некая зависимость ($R^2 = 0,503$). Компания Иркутскэнерго имеет хорошие показатели долговой нагрузки по соотношению обязательства/EBITDA в силу высокой рентабельности (можно считать отличительной особенностью компании гидрогенерации; в компании Русгидро рентабельность около 50 % EBITDA и 40 % по прибыли от продаж). При этом необходимо отметить: положение компаний выше линии тренда (Иркутскэнерго, ТГК-14, ТГК-4, Юнипро), что означает возможность иметь более высокий уровень капитализации при наличии высокой долговой нагрузки, по сравнению с другими компаниями.

Однако данная зависимость может быть обусловлена другими зависимостями: капитализация/выручка от показателя денежный поток/выручка (рис. 2.2.33) и обязательства/EBITDA от денежного потока/выручка.

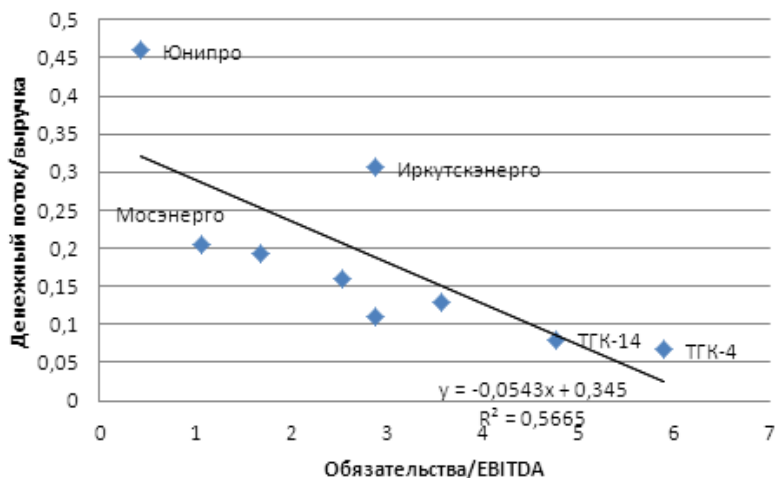


Рис. 2.2.33. Зависимость уровня показателя денежный поток/выручка от показателя обязательства/EBITDA для 9 генерирующих компаний в 2017 г.

Данный график (рис. 2.2.33) практически идентичен предыдущему. Из этого можно сделать вывод-предположение: либо рентабельность влияет на обязательства и, соответственно, на капитализацию, либо высокий уровень обязательств приводит к высокому уровню рентабельности (обязательства как источник инвестиций, которые, в свою очередь, повышают рентабельность).

Таким образом, предбанкротного состояния не наблюдается ни у одной компании, тем более что инфраструктурным компаниям эта проблема грозит в меньшей степени. Можно отметить низкий долговой уровень у Юнипро (значительно меньше годовой прибыли от продаж и чистой прибыли), что является дополнительным обоснованием высокой стоимости компании.

Влияние долговой нагрузки как фактора, напрямую влияющего на капитализацию, не прослеживается, критических значений долговой нагрузки у исследуемых компаний нет. Корреляционный анализ свидетельствует о большей взаимосвязи эффективности и капитализации. Связь обязательства и капитализация устанавливается через связь эффективность – долговая нагрузка

ка. При отсутствии критических значений у инфраструктурных компаний обязательства не играют особой роли и могут служить опосредованно фактором, влияющим на рентабельность (например, связь обязательства как источник инвестиций для повышения эффективности; последняя, в свою очередь, влияет на капитализацию).

Рассмотрим ситуацию с капитализацией государственных и частных компаний. К первым относятся Мосэнерго, ТГК-1, ОГК-2 (все входят в Газпром энергохолдинг) и ТГК-14, остальные – из нашей выборки частные.

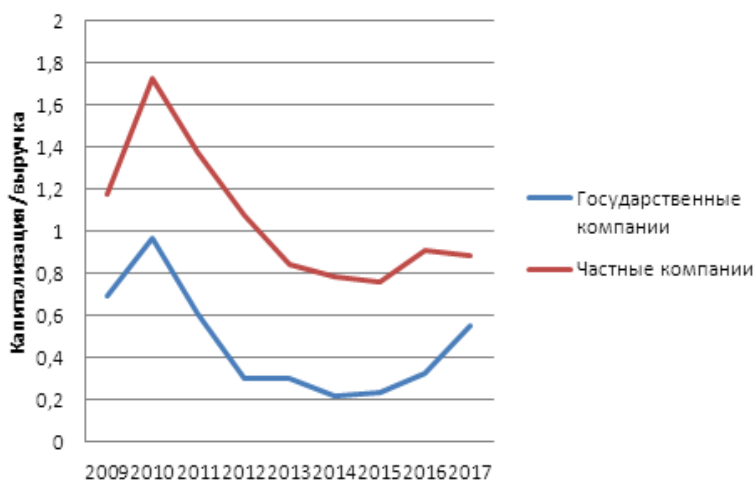


Рис. 2.2.34. Динамика показателя капитализация/выручка для государственных и генерирующих компаний за период 2009–2017 гг.

Оценим компании по основному показателю капитализация/выручка (рис. 2.2.34). Как видно из графика, частные компании значительно опережают по этому показателю государственные, но в последние годы наметилось сокращение разрыва. Капитализация частных компаний носит более стабильный характер. В 2010 году они выросли более значительно, но затем падали не так стремительно.

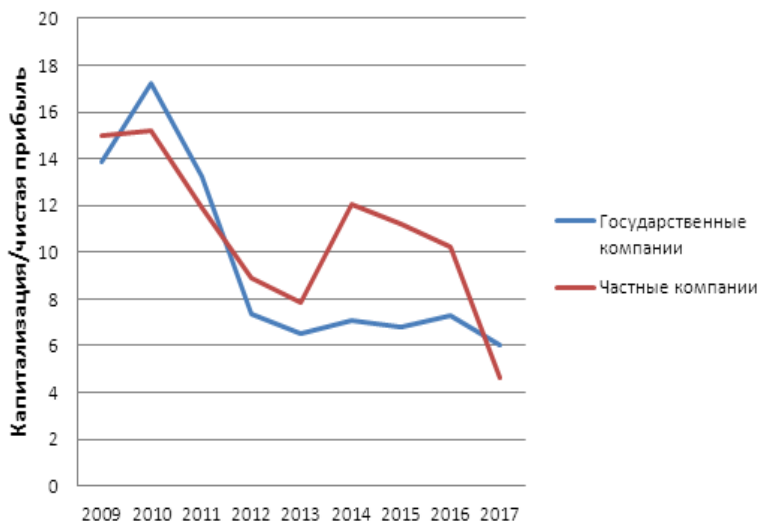


Рис. 2.2.35. Динамика показателя капитализация/чистая прибыль для государственных и генерирующих компаний за период 2009–2017 гг.

Однако если рассмотреть ключевой показатель капитализация/чистая прибыль (без учета реальной амортизации (см. параграф 1.1)), то разрыв уже крайне незначительный, т. е. для инвесторов не имеет принципиального значения государственная или частная компания (рис. 2.2.35). Но надо учесть, что чистая прибыль имеет неустойчивый характер и ее падение не всегда влечет за собой соответствующее падение капитализации, т. е. инвесторы рассчитывают, что падение было временным. Сохраняется некая «память» о старой прибыли, которая закладывается в расчет: оценка происходит исходя из проецирования старых значений и оценить предполагаемую прибыль крайне важно для целей анализа.

В нашем случае резкого падения прибыли у государственных компаний не происходило, в то время как у частных она упала в 2014 году почти в 2 раза (рис. 2.2.36). Этим, видимо, и объясняется скачок мультипликатора капитализация/чистая прибыль в 2014 году у частных компаний.

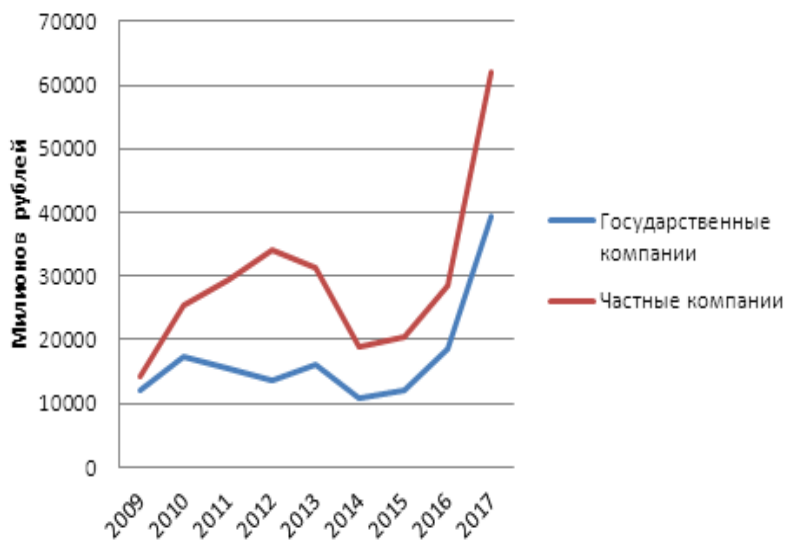


Рис. 2.2.36. Динамика показателей чистой прибыли для государственных и генерирующих компаний за период 2009–2017 гг.

Ситуация по долговой нагрузке после 2012 года носит разнонаправленный характер. В данный момент долговая нагрузка частных компаний по показателю обязательства/выручка почти в 2 раза больше, чем у государственных. У последних она сокращалась в 2016–2017 годах (рис.2.2.37).

Рассмотрим ситуацию с инвестиционным процессом государственных и частных компаний.

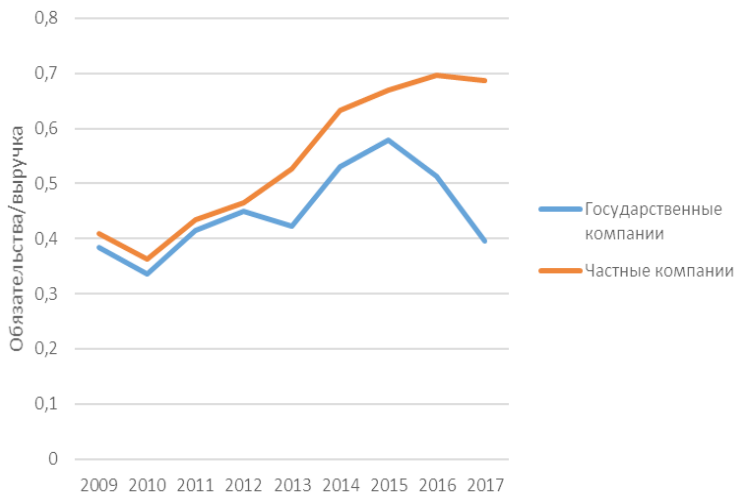


Рис. 2.2.37. Динамика уровня долговой нагрузки по показателю обязательства/выручка государственных и генерирующих компаний

На графике (рис. 2.2.38) видно, что динамика инвестиций двух групп компаний несильно отличается друг от друга и имеет тенденцию к уменьшению.

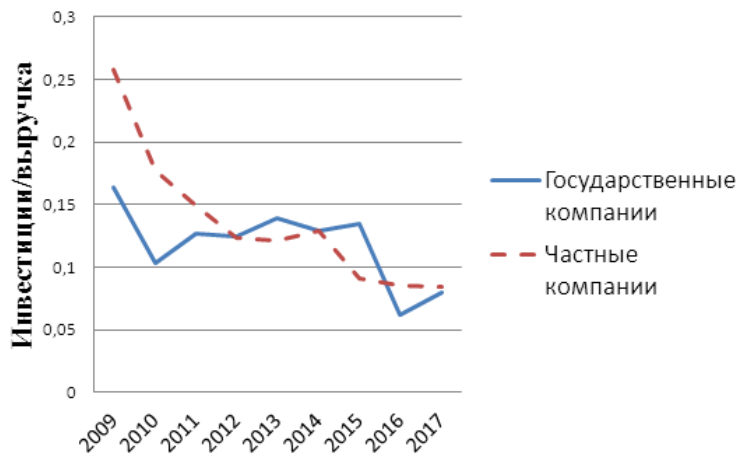


Рис. 2.2.38. Динамика инвестиционной активности по показателю инвестиции/выручка

По показателю инвестиции/денежный поток государственные компании имеют меньше возможностей, чем частные (рис. 2.2.39).



Рис. 2.2.39. Динамика инвестиционной активности по показателю инвестиции/денежный поток

Таким образом, можно сделать вывод, что у частных компаний сильных отличий от государственных не наблюдается. К тому же среди частных компаний значительную роль играет Юнипро. В то же время по ряду показателей у государственных компаний наблюдается положительная динамика. В целом по показателям эффективности государственные компании стараются не отставать от частных.

Рассмотрим ситуацию динамики капитализации, разделив компании на рентабельные и нерентабельные. Данное разделение актуально как для государства, так и для инвесторов. Проводя реформу, государство рассчитывало на инвестиции и повышение рентабельности проблемных компаний. С позиции инвесторов компании с низкой рентабельностью и гарантированным спросом (электроэнергия и тепло) могли содержать большой потенциал роста.

В группу низкорентабельных (или убыточных) компаний вошли ТГК-2, ТГК-4, ТГК-14, ОГК-2. В 2009 году они имели наименьшую рентабельность из нашей выборки. В группу высококорентабельных вошли все остальные. Показатели суммируются для каждой выборки.

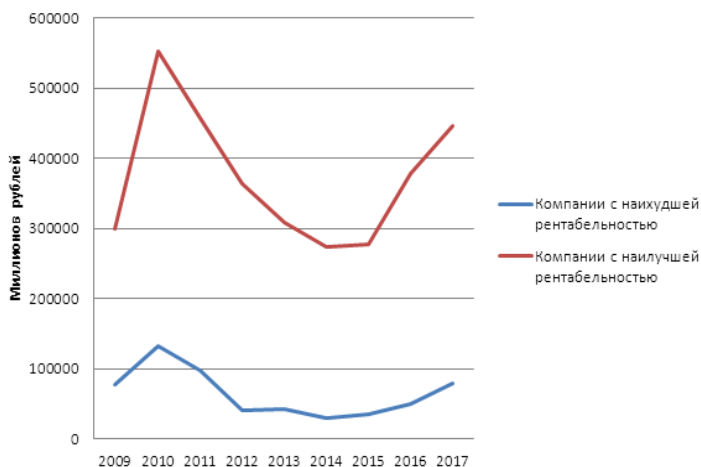


Рис. 2.2.40. Динамика капитализации низкорентабельных и высококорентабельных компаний

На рис. 2.2.40. можно наблюдать ситуацию, когда вложения в низкорентабельные компании принесли тот же результат, что и был в 2009 году. Суммарная капитализация высококорентабельных компаний выросла в 2017 году в полтора раза.

Динамика выручки (рис.2.2.41.) у высококорентабельных компаний также опережает низкорентабельные.

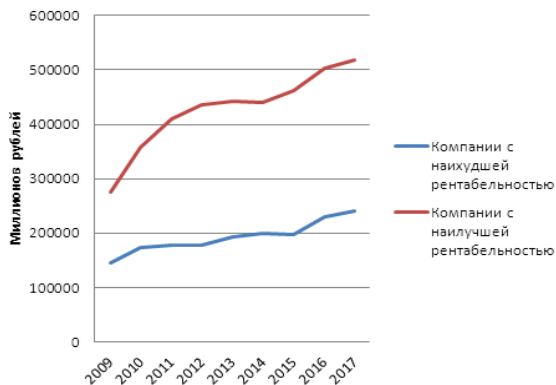


Рис. 2.2.41. Динамика выручки низкорентабельных и высокорентабельных компаний

По итогам 9 лет разрыв в рентабельности по денежному потоку увеличился, несмотря на рост показателя у всех компаний (рис. 2.2.42).

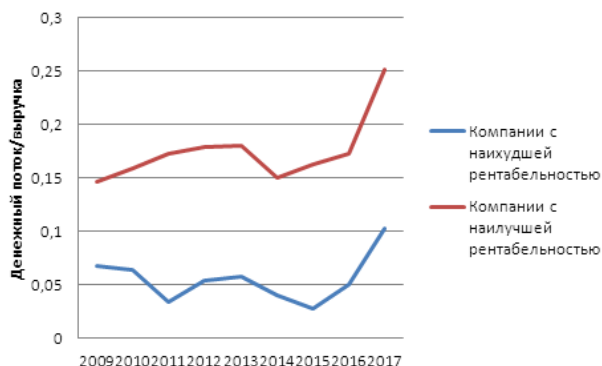


Рис. 2.2.42. Динамика показателя денежный поток/выручка низкорентабельных и высокорентабельных компаний

По показателю инвестиционной активности картина в целом одинаковая (рис. 2.2.43). Таким образом, инвестиции в высокорентабельные компании себя оправдали, т. е. принцип «покупайте нормальную компанию по нормальной цене» работает. Если разбить 9 компаний на 3 группы по рентабельности 2009 года

(рис. 2.2.44.), то динамика высокорентабельных компаний будет значительно отличаться от двух остальных, т. е. принцип «богатые богатеют» также работает.



Рис. 2.2.43. Динамика инвестиционной активности низкорентабельных и высокорентабельных компаний

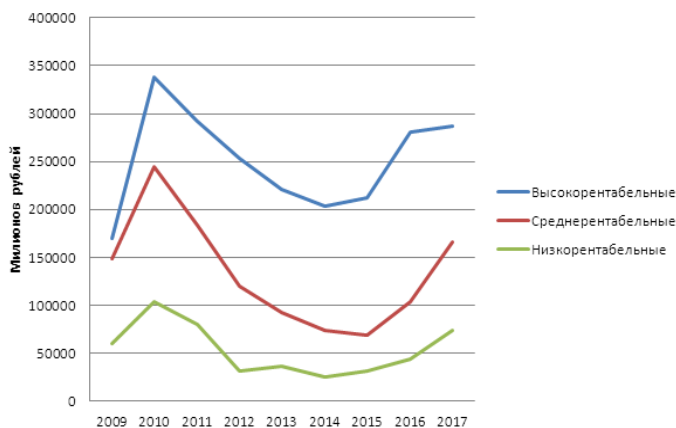


Рис. 2.2.44. Динамика капитализации низкорентабельных, среднерентабельных и высокорентабельных компаний

Подводя итог, можно отметить, что главным фактором, оказывающим влияние на капитализацию, является рентабельность денежного потока. При высоких значениях рентабельности мультипликатор (капитализация/денежный поток) компаний сходится

на близких значениях. Подтверждается также факт, что активы компаний и собственный капитал значительно меньше капитализации, что говорит о невозможности применения коэффициента Тобина для данной отрасли.

2.3. Анализ капитализации компаний сетевого комплекса

Перейдем к рассмотрению компаний сетевого комплекса. Возьмем 7 уже упоминавшихся компаний. В процессе анализа к ним будем периодически добавлять компанию ФСК, которая отличается по профилю деятельности и масштабу. Рассмотрим ситуацию с динамикой выручки сетевых компаний по итогам 9 лет.

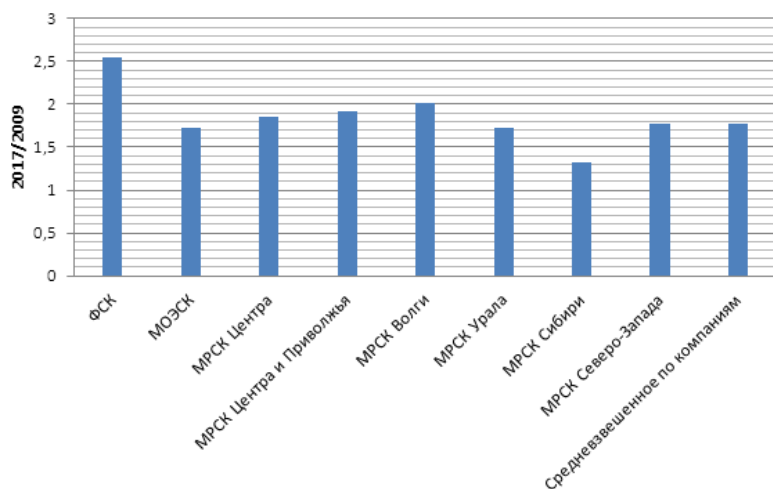


Рис. 2.3.1. Отношение выручки сетевых компаний 2017 г. к выручке 2009 г.

Как видно из графика (рис. 2.3.1), компании имеют разные темпы роста, хотя различия по итогам 9 лет несильные. В отличие от генерирующих компаний возможности наращивать про-

изводственные показатели у сетевых компаний ограничены спросом на электроэнергию в данном регионе, где они занимают в основном доминирующее положение, в то время как генерация может наращивать показатели за счет конкурентов.

Рассмотрим показатели темпов роста выручки и капитализации с 2009 по 2017 год (рис. 2.3.2). Как видно, совпадения темпов роста по обоим параметрам не прослеживается. Наблюдается разброс значений капитализации (в 4 раза) при умеренном разбросе темпов роста выручки (в 1,5 раза).

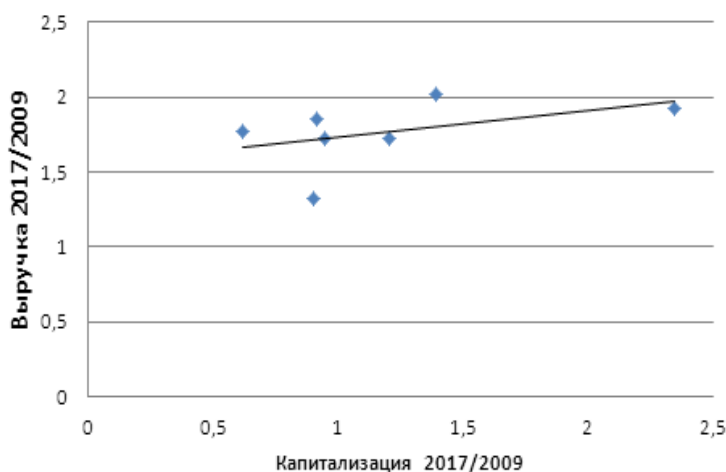


Рис. 2.3.2. Взаимосвязь роста выручки и капитализации с 2009 по 2017 г.

Если рассмотреть ситуацию за более короткий период – с 2009 по 2013 год (последний год перед сильным падением в 2014 году), – можно наблюдать обратную ситуацию при относительно значительном (хотя меньше 0,5) R^2 , т. е. меньшие темпы роста выручки сопряжены с ростом капитализации (что-то вроде обратного естественного отбора) (рис. 2.3.3).

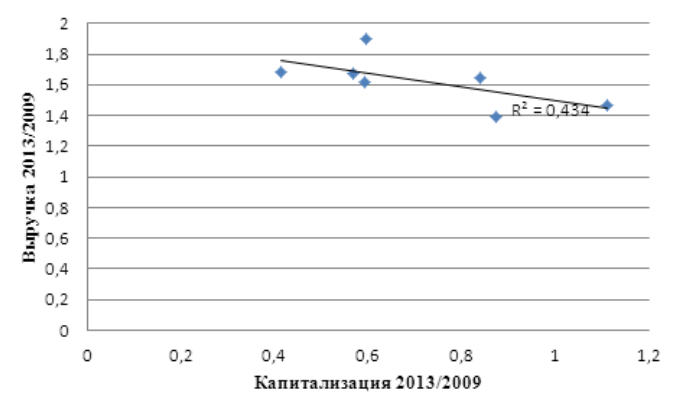


Рис. 2.3.3. Взаимосвязь роста выручки и капитализации с 2009 по 2013 г.

При рассмотрении ситуации с 2009 по 2010 г. (рис. 2.3.4) (в этот год компании показали максимальную капитализацию за весь период), то прослеживается та же картина, но при большем $R^2 = 0,55$.

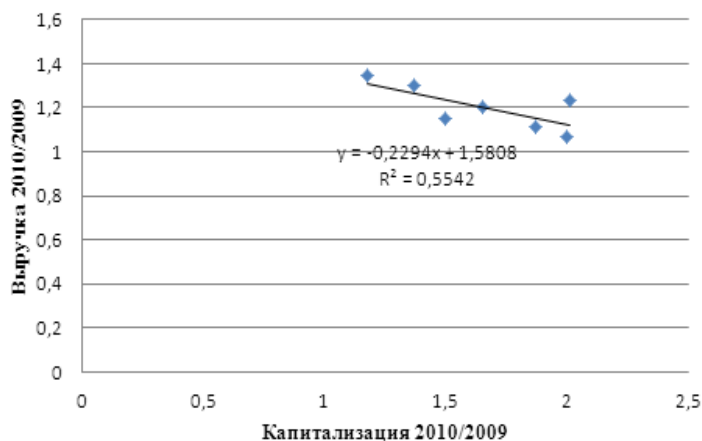


Рис. 2.3.4. Взаимосвязь роста выручки и капитализации с 2009 по 2010 г.

В 2014 году капитализация упала до минимальных значений, после этого началась вторая волна роста (первая волна была после 2010 года) (рис. 2.3.5). Здесь картина аналогичная той, что наблюдалась в период с 2009 по 2017 год: небольшой рост выручки при значительной капитализации. Можно сделать предположение, что влияние роста выручки в данной отрасли не является фактором роста капитализации. Так же, как и в случае с генерацией, важны качественные показатели.

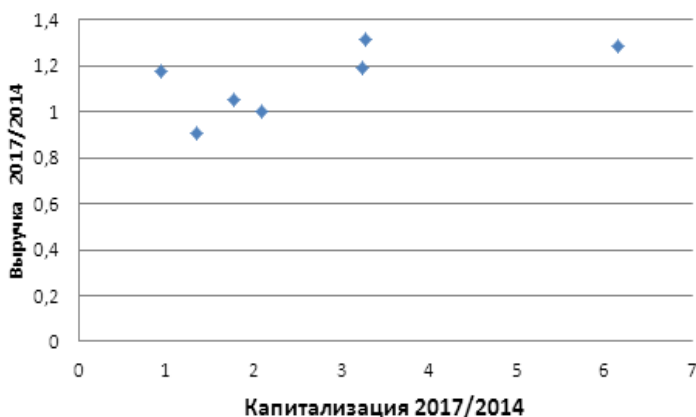


Рис. 2.3.5. Взаимосвязь роста выручки и капитализации с 2014 по 2017 г.

Проанализируем ситуацию с инвестиционным процессом в сетевых компаниях. Объем инвестиций взят из отчета о движении денежных средств по РСБУ.

Как видно на графике (рис. 2.3.6), инвестиционная активность у 6 компаний МРСК совпала с ФСК в большей степени, чем с однотипной МОЭСК, у которой больше совпадений с Мосэнерго.

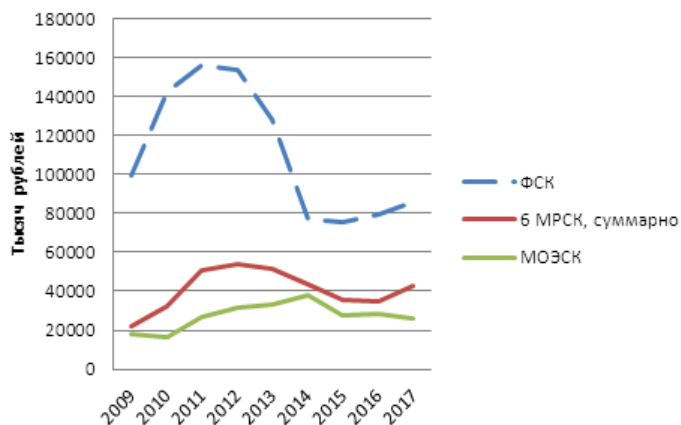


Рис. 2.3.6. Динамика инвестиций в компаниях МОЭСК, ФСК и суммарно по 6 компаниям МРСК (Центра, Центра и Приволжья, Волги, Урала, Сибири, Северо-Запада)

Рассмотрим динамику показателя инвестиции/выручка для 7 компаний МРСК. Данный показатель отражает уровень инвестиций в компанию (насколько покрываются потребности компании в инвестициях (рис. 2.3.7)).

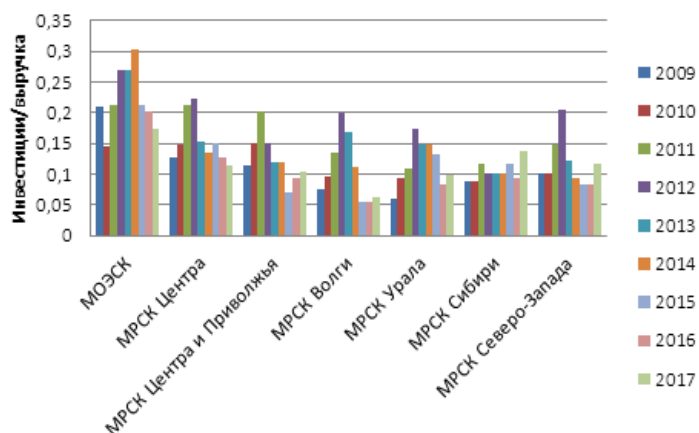


Рис. 2.3.7. Динамика инвестиционной активности 7 сетевых компаний за 2009–2017гг. (в разрезе компаний)

Как видно из диаграмм (рис. 2.3.7), наибольший уровень инвестирования имеют компании МОЭСК и МРСК Центра. Наибольший пик инвестиций приходился на 2011–2014 годы.

Рассмотрим значение показателя денежный поток/инвестиции, который характеризует возможности компаний по инвестированию.

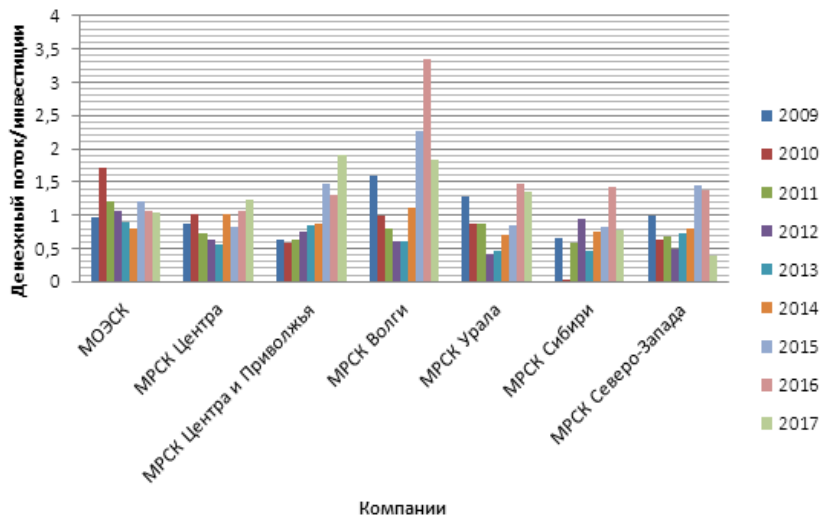


Рис. 2.3.8. Динамика инвестиционной активности компаний по показателю денежный поток/инвестиции 7 сетевых компаний за 2009–2017 гг. (в разрезе компаний)

Как видно из графика (рис. 2.3.8), на пике инвестиционного процесса денежный поток не покрывал текущих инвестиций. Данные процессы не всегда синхронны. Например, прибыль компания заработала в этом году, а инвестирует в следующем. Часть инвестиций покрывается за счет заемных средств и т. д. Однако даже с учетом временного лага несовпадение все равно присутствует.

Рассмотрим показатель отношения капитализации за 2017 год к общему объему инвестиций за 9 лет с учетом инфляции (рис. 2.3.9). Инфляция условно взята 7 %. Расчет суммарных инвестиций: $(\text{инв. 2009}) * 1,078 + (\text{инв. 2010}) * 1,077 \dots$

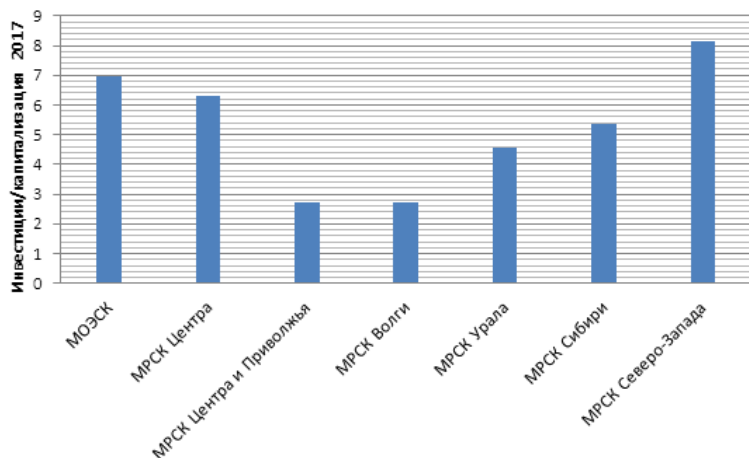


Рис. 2.3.9. Отношение суммарных инвестиций (с учетом 7 % инфляции) за 9 лет к капитализации 2017 г.

Как видно, присутствует большой разброс: значения различаются в несколько раз, т. е. наличие инвестиций в прошлом не является определяющим фактором роста капитализации. Ситуация во многом схожа с генерирующими компаниями.

Если рассмотреть результат в целом, то за 9 лет в компанию МОЭСК было вложено в 7 раз больше, чем оценивается ее капитализация в настоящий момент, т. е. стоимость одних только новых активов в несколько раз выше (даже с учетом амортизации за эти годы и долговой нагрузки), чем ее оценка. Это лишний раз свидетельствует об ограниченности применения рыночной капитализации фондового рынка при оценке стоимости крупных пакетов акций. Но она может пригодна для оценки компаний относительно друг друга.

Данный график не учитывает фактор заемного капитала. Вычитая из суммарных инвестиций обязательства 2017 года (долгосрочные и краткосрочные обязательства по балансу) получим следующую картину (рис. 2.3.10).

На данном графике, как видно, нет такого разрыва, как на предыдущем, – разница только в пределах двух раз. Это уже более адекватный показатель. Однако здесь не учитывается и не включе-

на стоимость активов на 2009 год. Но как и у генерирующих компаний долги можно погашать за счет текущих поступлений, а предбанкротного состояния не наблюдается ни у одной компании.

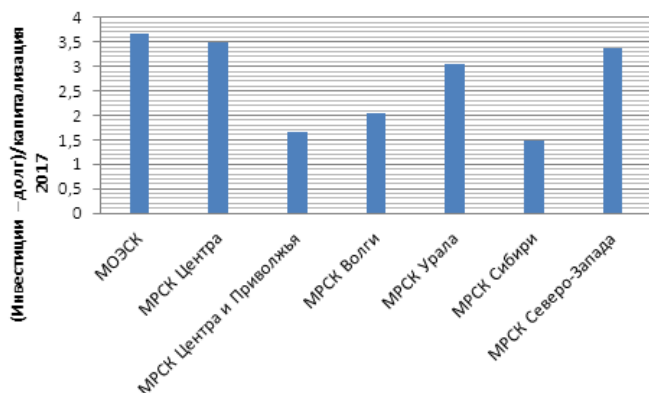


Рис. 2.3.10. Отношение суммарных инвестиций (с учетом 7 % инфляции) за 9 лет минус обязательства 2017 г. к капитализации 2017 г.

Рассмотрим соотношение уровня денежного потока и инвестиционной активности (рис. 2.3.11).

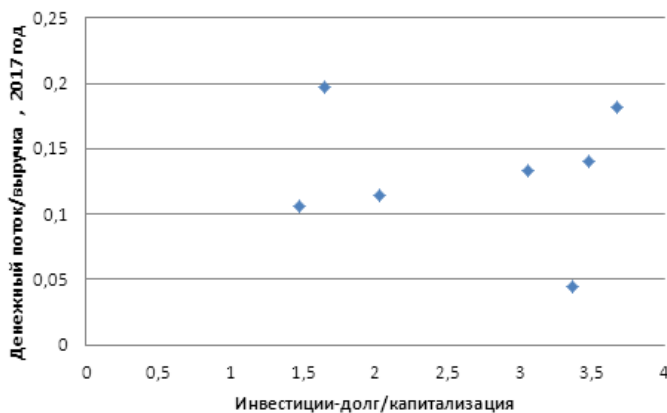


Рис. 2.3.11. Зависимость уровня показателя (совокупные инвестиции за 9 лет – долг)/капитализация от показателя денежный поток/выручка за 2017 г. для 7 сетевых компаний

Можно наблюдать, что тренд присутствует для 5 компаний из 7, т. е. взаимосвязь инвестиционной активности, капитализации не прослеживается. Инвестиции относительно капитализации в данном случае не учитывают размер компании, но соотносят размер инвестиций в абсолютном выражении к капитализации.

Если рассмотреть картину глазами инвестора, осуществляющего инвестиции в 2009 году, получается следующий результат (рис. 2.3.12).

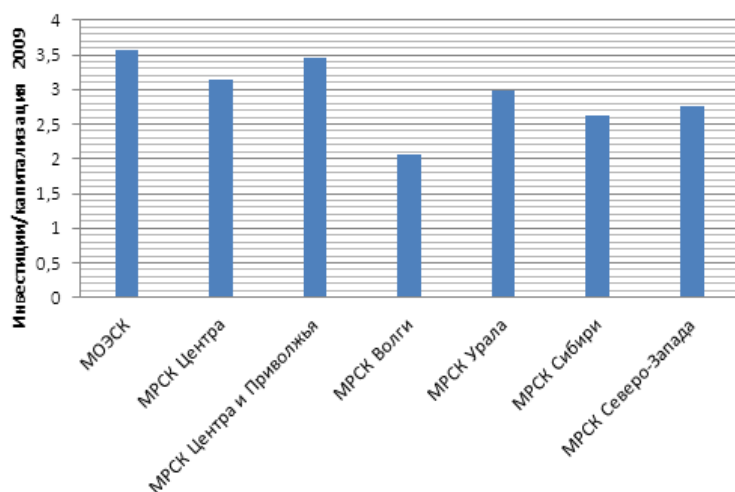


Рис. 2.3.12. Отношение суммарных инвестиций (с учетом 7 % инфляции) за 9 лет к капитализации 2009 г.

Здесь показатель капитализации 2009 года поделен на суммарный объем инвестиций, приведенный к 2009 году. Инфляция условно также взята 7 %. Расчет суммарных инвестиций: $(\text{инв. 2017})/1,078 + (\text{инв. 2016})/1,077 + \dots$. Смысл данного показателя в том, чтобы инвестор, покупая компанию в 2009 году, имел представление, сколько нужно будет вложить в компанию и, соответственно, насколько прирастет ее стоимость в сравнении с имеющимися вложениями. Если предположить, что инвестиции были за счет операционной деятельности и собственных средств компании, то, например заплатив за компанию МОЭСК

в 2009 году 1 руб., за девять получился прирост стоимости только за счет инвестиций – 3,5 руб. (без учета амортизации за эти годы, что несильно меняет картину, т. к. для сетевого комплекса 9 лет – относительно небольшой период и в среднем износ мог составить около 20 %). Плюс к этой цифре нужно добавить стоимость, имевшуюся в 2009 году с учетом амортизации.

Скорректируя результаты в предыдущей диаграмме на сумму долга 2009 года, можно получить следующую картину (рис. 2.3.13).

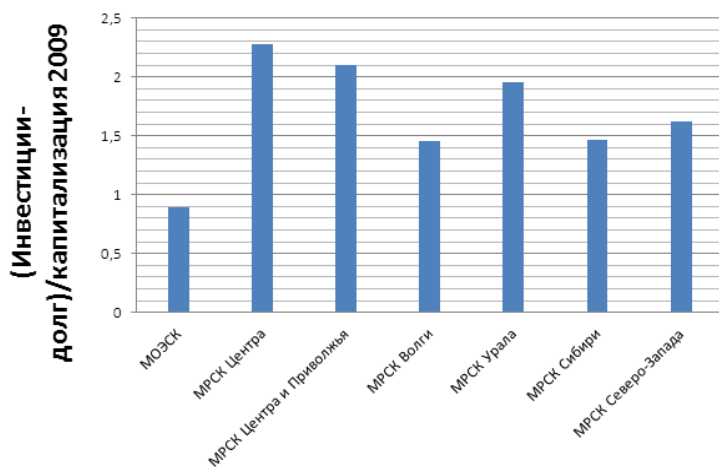


Рис. 2.3.13. Отношение суммарных инвестиций (с учетом 7 % инфляции) за 9 лет минус обязательства 2009 г. к капитализации 2009 г.

Степень разброса значений несколько выросла по сравнению с предыдущей диаграммой.

Рассмотрим показатели, связанные с денежным потоком, приведенным за 9 лет. Данный метод в большей степени сопоставим с методом внутренней стоимости компании, однако временной период ограничен и, как уже говорилось, существуют проблемы с изначальной оценкой активов.

Проанализируем денежный поток за 9 лет в период с 2009 по 2017 гг. (рис. 2.3.14).

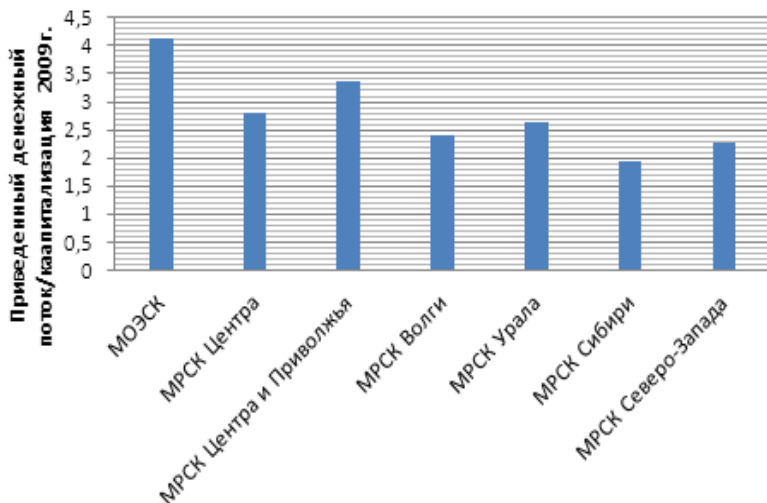


Рис. 2.3.14. Отношение суммарного приведенного денежного потока (с учетом 7 % инфляции) за 9 лет к капитализации 2009 г.

В данном случае показатель суммарный денежный поток, приведенный к 2009 году, поделен на капитализацию 2009 года. Инфляция условно также взята 7 %. Расчет приведенного денежного потока: $(\text{д.п. 2017})/1,078 + (\text{д.п. 2015})/1,077 \dots$. Смысл данного показателя в том, что, если инвестор покупал бы компанию в 2009 году, то он должен был бы иметь представление, сколько он мог бы получить по итогам 9 лет. Как видно из графика, разброс значений находится в пределах двух раз. Наибольшую выгоду принесли бы инвестиции в МОЭСК. Однако данный показатель не учитывает необходимость в различных инвестициях (в зависимости от размера компании), что на длительном временном интервале необходимо учитывать.

Рассмотрим ситуацию с оценкой приведенной чистой прибыли за 9 лет (без амортизационных платежей) (рис. 2.3.15).

В данной выборке отсутствуют компании МРСК Сибири и МРСК Северо-Запада, т. к. у них по итогам 9 лет отрицательный финансовый результат, а у оставшихся компаний разброс значений составляет 4 раза. С учетом двух компаний с отрицательным

результатом можно предположить, что столь высокая полярность объясняется следующими причинами:

1) инвесторы сильно ошибались в своих прогнозах в отношении ряда компаний;

2) показатели чистой прибыли, взятой из отчетности, не отражают реального финансового результата, и они требуют соответствующих корректировок;

3) данный показатель не является значимым для оценки капитализации.

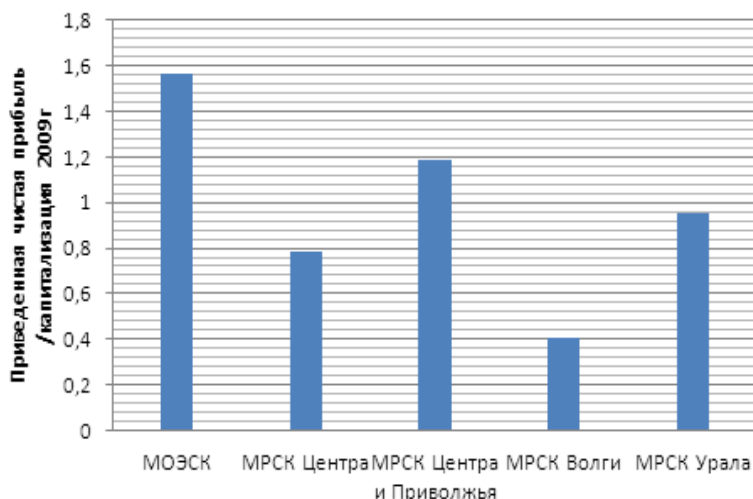


Рис. 2.3.15. Отношение суммарной чистой прибыли за 9 лет, приведенной к 2009 году (с учетом 7 % инфляции; расчет, как на диаграмме 2.2.14), к капитализации 2009 г.

Теперь перейдем к рассмотрению денежного потока и чистой прибыли, приведенной к 2017 году (из расчета 7 % инфляции). Данный показатель является прогнозным, но, в отличие от мультипликаторов типа Р/Е, прибыль (в данном случае денежный поток) учитывает прибыль не за один год, а за 9 лет (рис. 2.3.16).

Расчет денежного потока осуществляется по той же формуле, что и на диаграмме рис. 2.3.9.

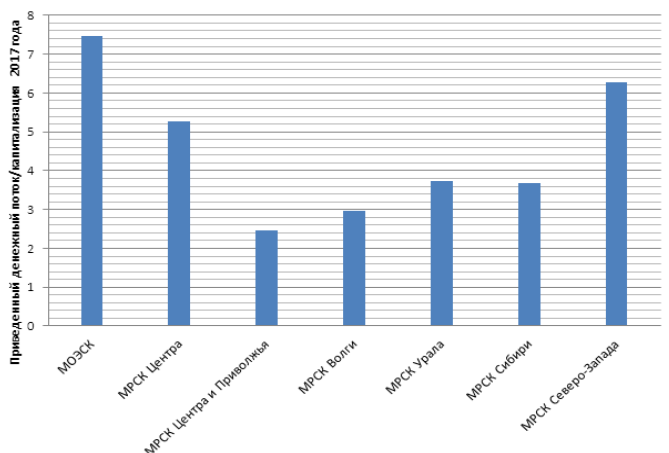


Рис. 2.3.16. Отношение суммарного денежного потока (с учетом 7 % инфляции) за 9 лет к капитализации 2017 г.

Как видно, разброс значений несколько больше, чем по капитализации 2009 года.

На диаграмме (рис. 2.3.17) присутствует 5 компаний (у двух по итогам 9 лет отрицательный финансовый результат). Разница значений также выше, чем в 2009 году.

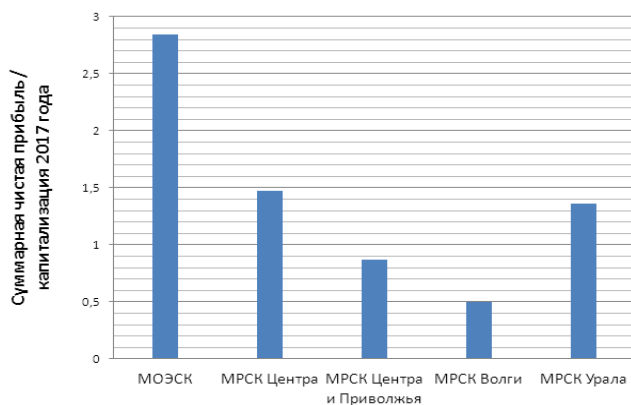


Рис. 2.3.17. Отношение суммарной чистой прибыли (с учетом 7% инфляции) за 9 лет к капитализации 2017 г. (расчет аналогичен предыдущей диаграмме)

Если рассмотреть капитализацию 2009 и 2017 года (рис. 2.3.18), то видно, что большинство компаний имеет незначительную разницу по итогам 9 лет. Исключение – МРСК Центра и Приволжья. Значения 2017 и 2009 годов не отражают прочие годы, но (несмотря на всплески и падения) тенденция в целом такая же.

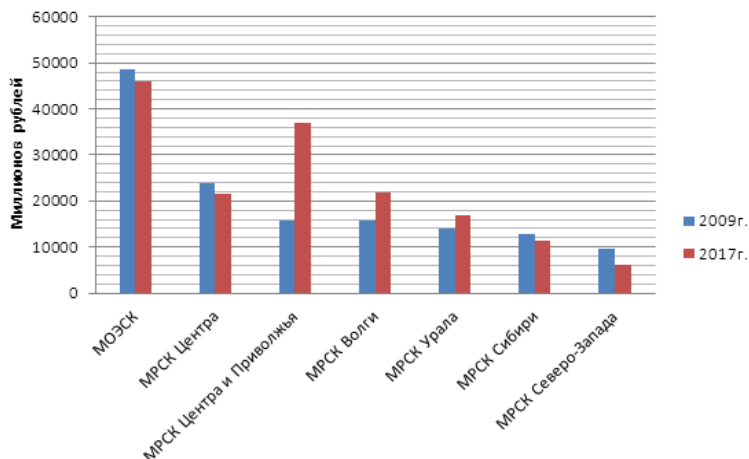


Рис. 2.3.18. Сопоставление капитализации 2009 и 2017 гг., млн руб.

В то же время денежный поток вырос почти по всем компаниям, за исключением МРСК Северо-Запада (в 2017 году компания показала значительный убыток) (рис. 2.3.19).

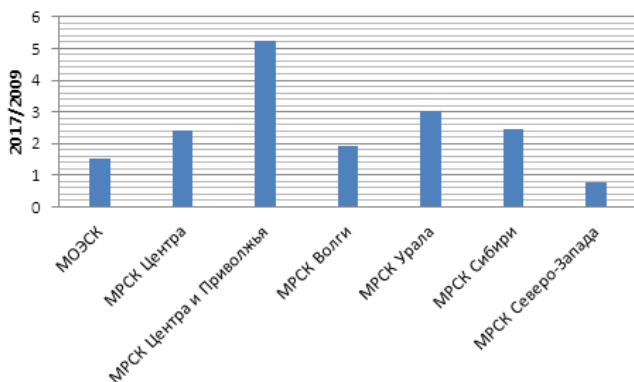


Рис. 2.3.19. Превышение денежного потока 2017 г. к 2009 г.

Значения по данному показателю различаются примерно в 5 раз по отдельным компаниям.

Таким образом, рост денежного потока не сопровождался ростом капитализации. Относительно друг друга по денежному потоку наметилась дифференциация, которая не нашла отражения в показателях капитализации.

В отношении чистой прибыли ситуация аналогичная (МРСК Сибири и МРСК Северо-Запада показали в эти годы отрицательный результат) (рис. 2.3.20).

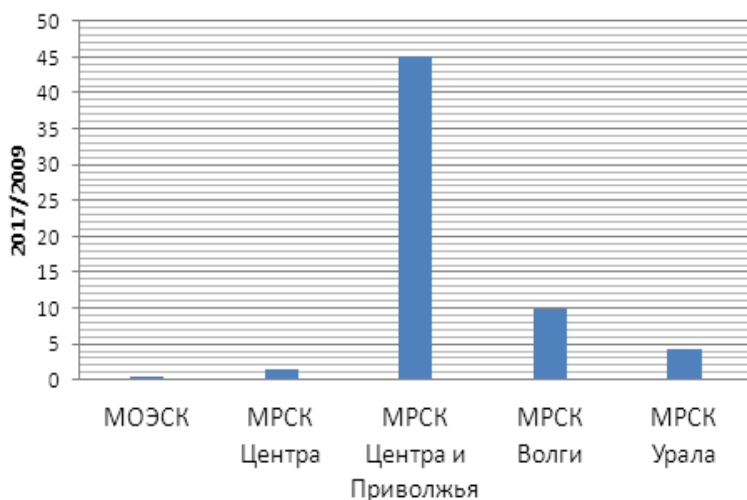


Рис. 2.3.20. Превышение чистой прибыли 2017 г. к 2009 г.

Рассмотрим показатели рентабельности капитализации и созданной стоимости по формулам, указанным в параграфе 2.2.

Как видно из рис. 2.3.21, наблюдается сильная дифференциация показателей. Прирост стоимости происходит у 3 компаний из 7.

Как и у генерирующих компаний, наблюдается значительная дифференциация у сетевых компаний, но в то же время имеется определенный тренд с $R^2 = 0,47$ (рис. 2.3.22).

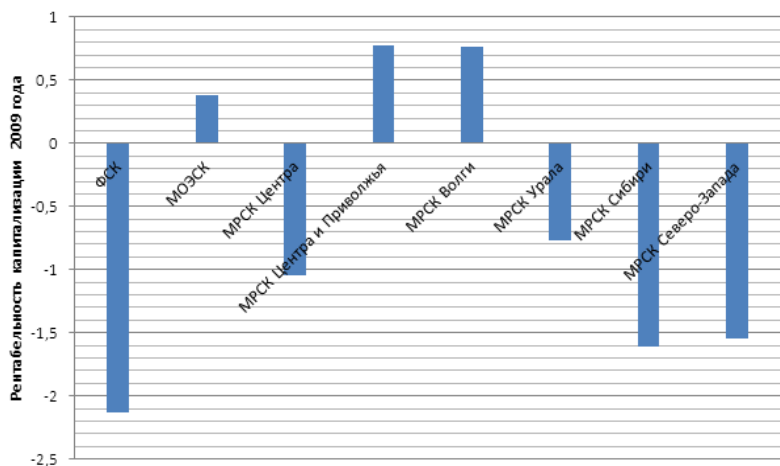


Рис. 2.3.21. Отношение созданной стоимости за 9 лет с 2009 по 2017 г. к капитализации 2009 г.

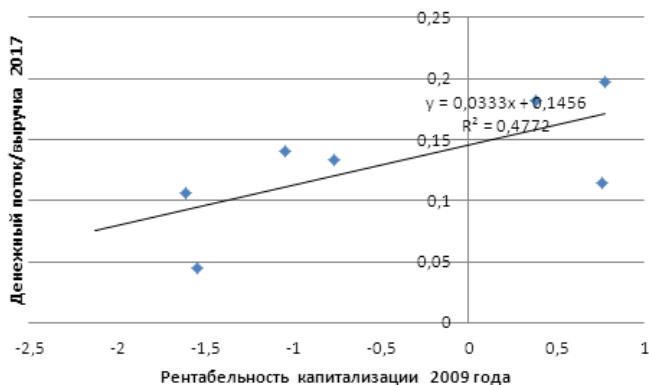


Рис. 2.3.22. Соотношение показателей рентабельности по денежному потоку 2017 г. и рентабельности капитализации 2009 г.

Перейдем к рассмотрению отдельных групп компаний сетевого комплекса и сравним две территориально сопряженные компании – МОЭСК и МРСК Центра. Сопоставим уровень капитализации компаний с выручкой (рис. 2.3.23).

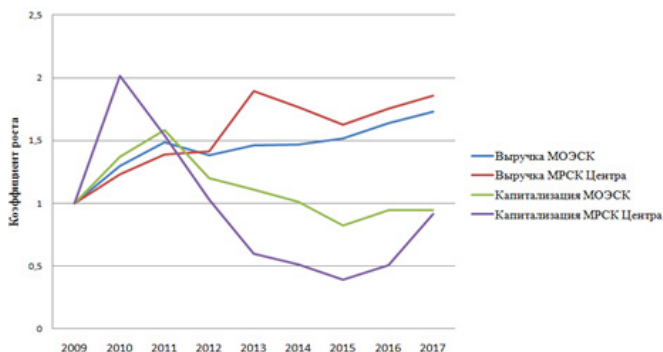


Рис. 2.3.23. Динамика выручки и капитализации МОЭСК и МРСК Центра (коэффициент роста)

Динамика выручки, как уже упоминалось, зачастую является сильным фактором, влияющим на капитализацию. Однако падение выручки у МРСК Центра в 2014–2015 гг. сопровождалось таким же падением капитализации, как и у МОЭСК, выручка которой росла. По итогам 9 лет динамика капитализации сравнялась, в то время как у МРСК Центра выручка по итогам 9 лет выросла на 10 % по сравнению с МОЭСК. Эффекта смещения мы тоже не наблюдаем, наличия временного лага между капитализацией и выручкой также не прослеживается.

Рентабельность по денежному потоку у МОЭСК выше, хотя в последнее время разница снижается (рис. 2.3.24).

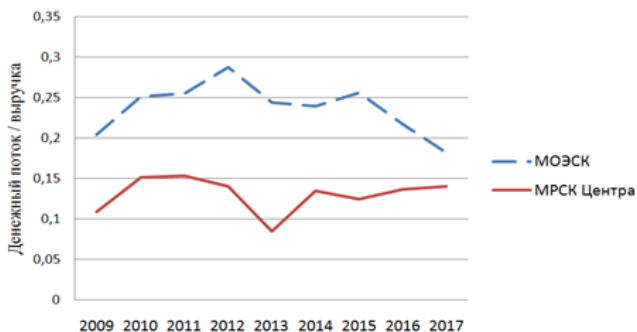


Рис. 2.3.24. Отношение денежного потока к выручке компаний МОЭСК и МРСК Центра за 2009–2017 гг.

На графике (рис. 2.3.25) видно сближение показателей, что совпадает со сближением рентабельности.

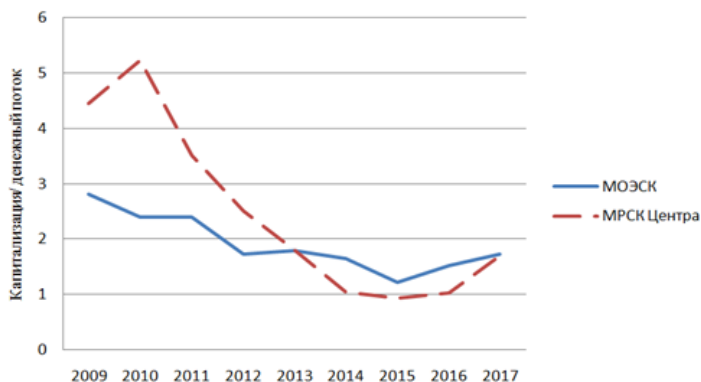


Рис. 2.3.25. Отношение капитализации к денежному потоку компаний МОЭСК и МРСК Центра

Как видно на графике (2.3.26), МОЭСК оценивается инвесторами значительно выше, чем МРСК Центра (особенно в 2013–2016 годах), несмотря на то что падение денежного потока МРСК Центра в 2014 году было незначительно ниже МОЭСК. В целом, как и говорилось в отношении генерирующих компаний, показатель капитализация/выручка не является надежным показателем в отличие от показателя денежный поток.

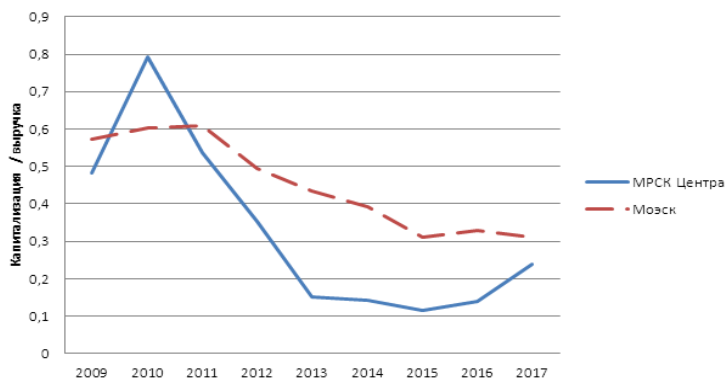


Рис. 2.3.26. Отношение капитализации к выручке компаний МОЭСК и МРСК Центра

Сопоставив два показателя (капитализация/выручка и рентабельность по денежному потоку), мы увидим зависимость между снижением разницы в значении мультипликаторов и рентабельности у обеих компаний. Отсюда можно сделать предположение, что уменьшение разрыва рентабельности влечет снижение разницы в мультипликаторе капитализация/денежный поток, как и у генерирующих компаний. Следовательно, рентабельность продаж по чистой прибыли может быть существенным фактором, влияющим на капитализацию.

Если сопоставить на точечной диаграмме соотношение показателей капитализация/выручка и денежный поток/выручка, то, как и у генерирующих компаний, можно отметить зависимость. Однако связь не такая четкая. В 2015 году R2 достигал высоких значений, но только благодаря одной компании, что не позволяет говорить о тренде (рис. 2.3.27).

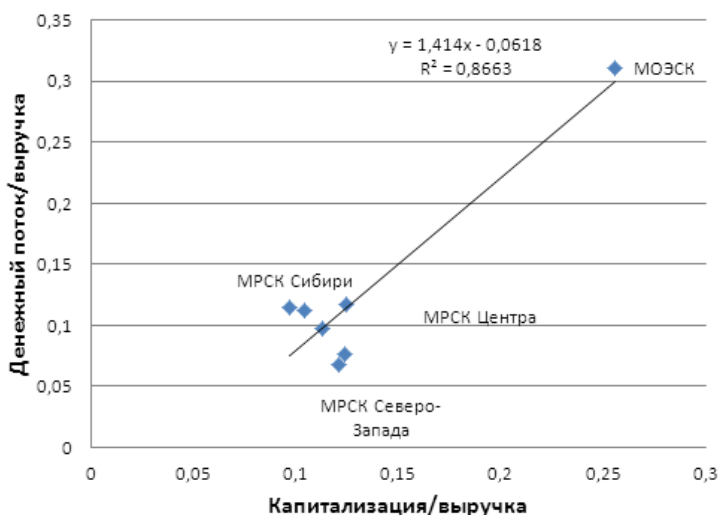


Рис. 2.3.27. Зависимость уровня показателя капитализация/выручка от показателя денежный поток/выручка в 2015 г.

В 2017 году тренд был более четким, несмотря на меньшее значение R2 (рис. 2.3.28).

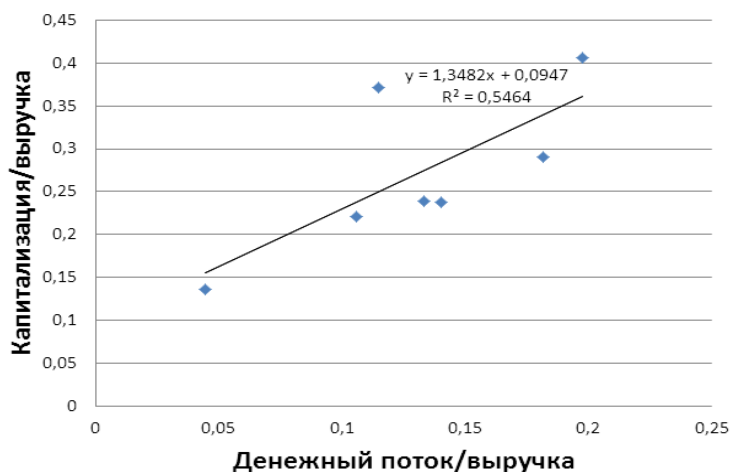


Рис. 2.3.28. Зависимость уровня показателя капитализация/выручка от показателя денежный поток/выручка в 2017 г.

В таблице отображены значения R2 и коэффициент эластичности по вышеприведенным графикам.

Таблица

Коэффициент эластичности и достоверности аппроксимации для 7 сетевых компаний за 9 лет

Коэффициент	Год								
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Коэффициент эластичности	1,88	0,46	1,92	1,26	1,6	0,44	1,4	1,34	1,34
Коэффициент достоверности аппроксимации	0,78	0,06	0,8	0,75	0,83	0,77	0,86	0,47	0,54

Как видно, R2 в целом находится на высоких уровнях, что позволяет говорить об определенных зависимостях, хотя у генерирующих компаний она выше, несмотря на разный характер собственности.

Можно также отметить небольшую зависимость между рентабельностью денежного потока и динамикой капитализации с 2009 по 2017 год (рис. 2.3.29), как и у генерирующих компаний.

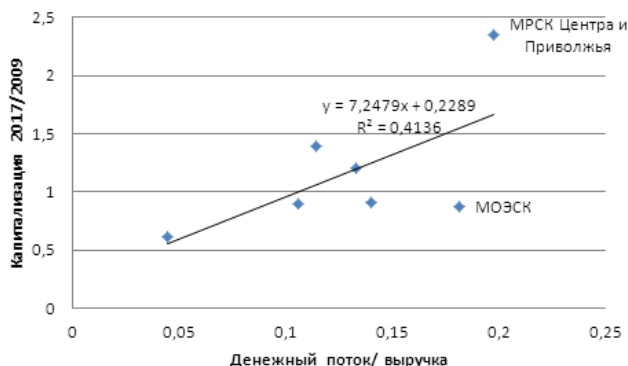


Рис. 2.3.29. Зависимость уровня динамики капитализации (капитализация 2017/2009) от показателя денежный поток/выручка в 2017 г.

Теперь рассмотрим доходность инвесторов при покупке акций сетевых компаний в 2009 году (аналогичным образом рассмотрена доходность генерирующих компаний (рис. 2.3.30).

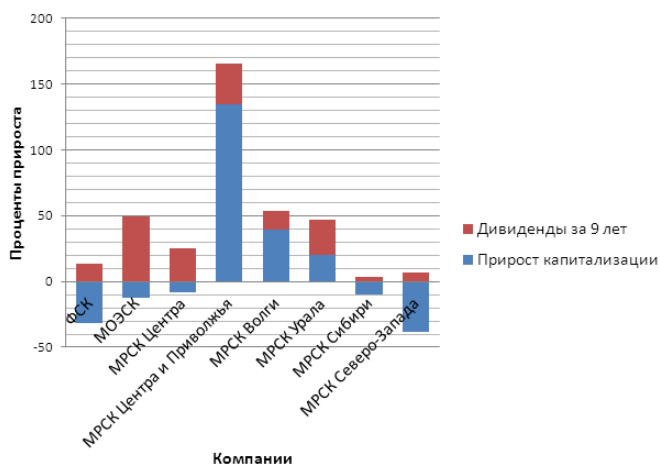


Рис. 2.3.30. Доходность инвесторов при покупке акций сетевых компаний в 2009 г.

Как видно из графика, только у 5 компаний наблюдается положительная динамика доходности с учетом роста капитализации и дивидендов. При этом рост капитализации отмечен только у трех компаний, а у МОЭСК и МРСК Центра доходность была обеспечена только благодаря дивидендам. Наиболее впечатляющий результат у МРСК Центра и Приволжья была обеспечена за счет роста капитализации. У сетевых компаний, как и у генерирующих, также наблюдается значительная дифференциация по всем показателям.

Перейдем к рассмотрению проблемы влияния долговой нагрузки на капитализацию компаний. Как и в генерирующих компаниях, у сетевых компаний существует проблема разделения влияющих факторов, в частности фактора эффективности и фактора долговой нагрузки (рис. 2.3.31).

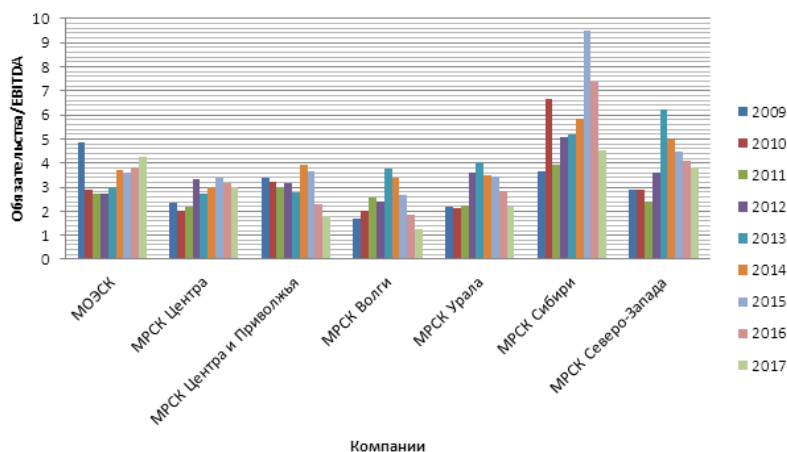


Рис. 2.3.31. Динамика показателя обязательства/EBITDA для 7 сетевых компаний

Проанализировав вышеприведенную диаграмму, можно сделать вывод, что компании контролируют долговую нагрузку по показателю обязательства/EBITDA (в 2017 году максимальная нагрузка у МРСК Сибири – около 5, что при прочих равных условиях не является критичным показателем), однако существует значительный разброс значений.

Рассмотрим ситуацию с помощью точечных диаграмм, сочетающих показатели капитализация/выручка и обязательства/выручка. Последний показатель свидетельствует об уровне долговой нагрузки, а показатель обязательства/EBITDA отражает способность компании отдавать долги.

Рассмотрим ситуацию с сетевыми компаниями в 2017 году (рис.2.3.32).

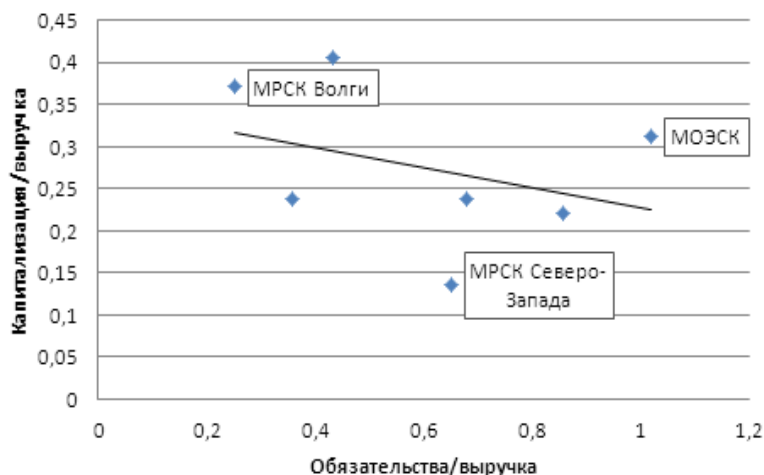


Рис. 2.3.32 Зависимость уровня показателя капитализация/выручка от показателя обязательства/выручка в 2017 г.

Как видно из графика, можно наблюдать линию тренда (хотя коэффициент достоверности аппроксимации невысокий). У компании МОЭСК высокий уровень капитализации (выше среднего) при высоком уровне долговой нагрузки.

Если показатель обязательства/выручка заменить на показатель обязательства/EBITDA, то здесь тренд будет прослеживаться более четко (К.Д.А. будет ниже 0,5, но, если удалить МОЭСК, К.Д.А. будет 0,62) (рис. 2.3.33). Показатели долговой нагрузки МОЭСК в данном случае лучше, т. к. компания имеет более высокий уровень рентабельности. Тем не менее по двум диаграммам можно сделать предположение, что, например, для компании МОЭС высокая долговая нагрузка не является ключевым

фактором, влияющим на капитализацию. Если сопоставить с уровнями рентабельности, то здесь явной корреляции по трем параметрам не прослеживается, но некая зависимость все же есть: чем выше рентабельность, тем меньше долговая нагрузка и выше капитализация.

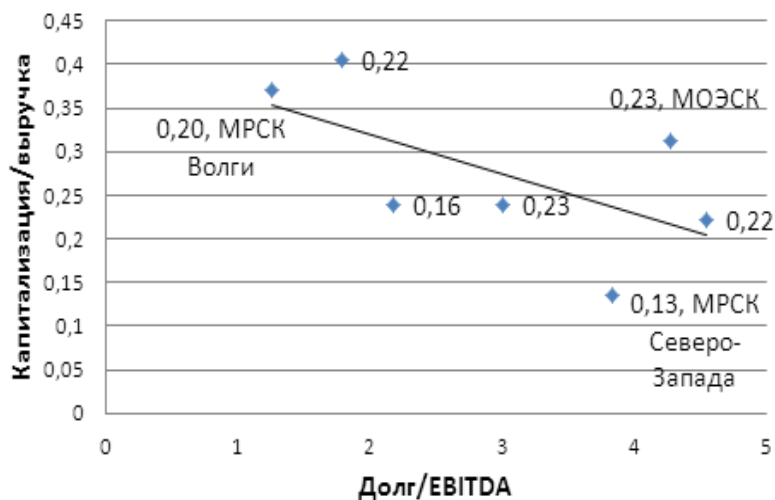


Рис. 2.3.33. Зависимость уровня показателя капитализация/выручка от показателя обязательства/EBITDA для 7 сетевых компаний в 2017 г. (указаны уровни рентабельности EBITDA/выручка)

Подводя итог, можно отметить, что у сетевых компаний наблюдаются те же закономерности, что и у генерирующих компаний, однако по ряду значений сильной дифференциации нет (сказывается фактор единой материнской компании), при этом у компаний имеется разная динамика капитализации.

2.4. Взаимосвязь показателей сетевых и генерирующих компаний

Рассмотрим взаимосвязь показателей сетевых и генерирующих компаний. Поскольку прямое сравнение затруднительно из-за соответствующих технологических и экономических различий, то в первую очередь рассмотрим динамику значений, обращая при этом внимание на слишком большие различия показателей. Возьмем вначале две территориально сопряженные компании: МОЭСК и Мосэнерго (ранее мы касались рассмотрения данной пары).

На нижеприведенных графиках прослеживается совпадение показателей динамики исследуемых компаний.

Динамика денежного потока – в пользу Мосэнерго по итогам последних трех лет (рис. 2.4.1).

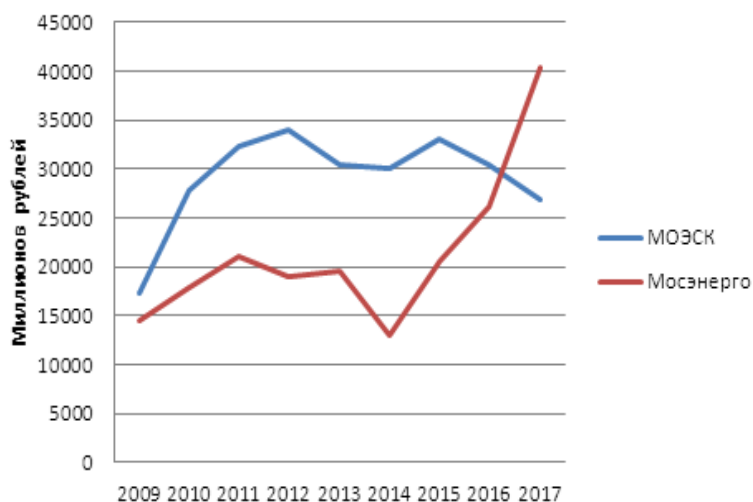


Рис. 2.4.1. Динамика денежного потока компаний МОЭСК и Мосэнерго за 2009–2017 гг.

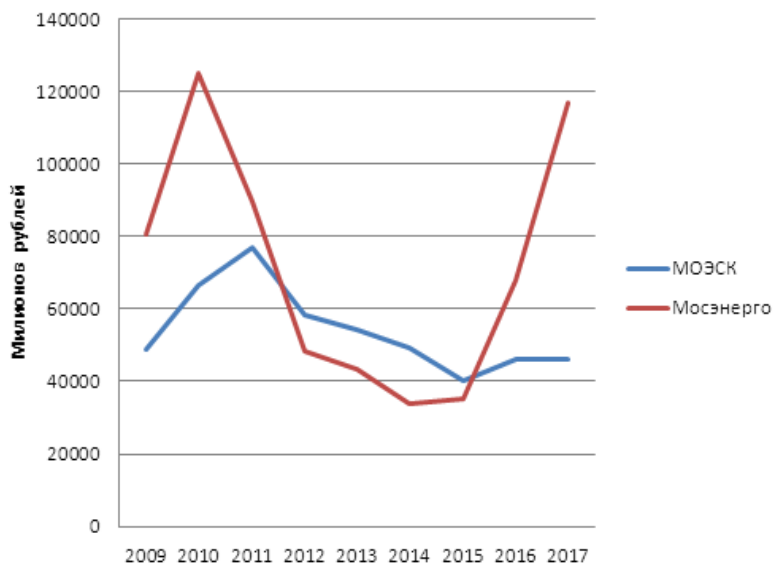


Рис. 2.4.2. Динамика капитализации компаний МОЭСК и Мосэнерго за 2009–2017 гг.

Как видно из рис. 2.4.2, у компании Мосэнерго динамика капитализации более волатильна. С 2012 по 2015 г. она опускалась ниже уровня МОЭСК. Можно заметить, что рост капитализации Мосэнерго совпал с ростом денежного потока, причем значительный рост последнего в 2014 г. не нашел отражения в росте капитализации этого же года (хотя мог бы упасть, как и уровень капитализации МОЭСК, в силу ухудшающейся рыночной конъюнктуры). С точки зрения портфельных инвесторов МОЭСК может быть более стабильной компанией, чем Мосэнерго, однако именно Мосэнерго может принести большой доход. Теоретически это может быть обосновано тем, что позиции МОЭСК более стабильны в силу своей производственной специфики, т. к. последняя занимает более монопольные позиции, чем Мосэнерго, поставляющий около 60 % электроэнергии московского региона.

Если сопоставить денежный поток и капитализацию в соотношении капитализация/денежный поток, то можно наблюдать

более ровную картину, однако начиная с 2015 года значения Мосэнерго снова стали отрываться (рис. 2.4.3).

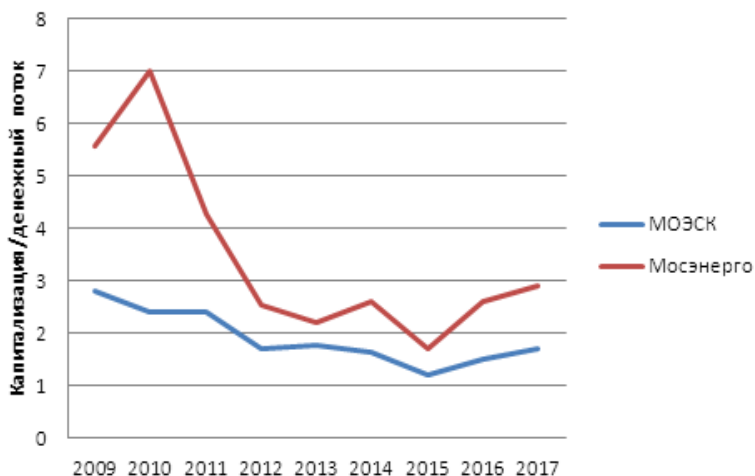


Рис. 2.4.3. Динамика показателя капитализация/денежный поток компаний МОЭСК и Мосэнерго за 2009–2017 гг.

Рассмотрим ситуацию с показателем денежный поток/выручка (рис. 2.4.4). На графике прослеживается определенная симметрия (в дальнейшем она проявится более четко при сравнении генерирующих и сетевых компаний).

Можно также отметить интересную особенность компании Мосэнерго и МОЭСК.

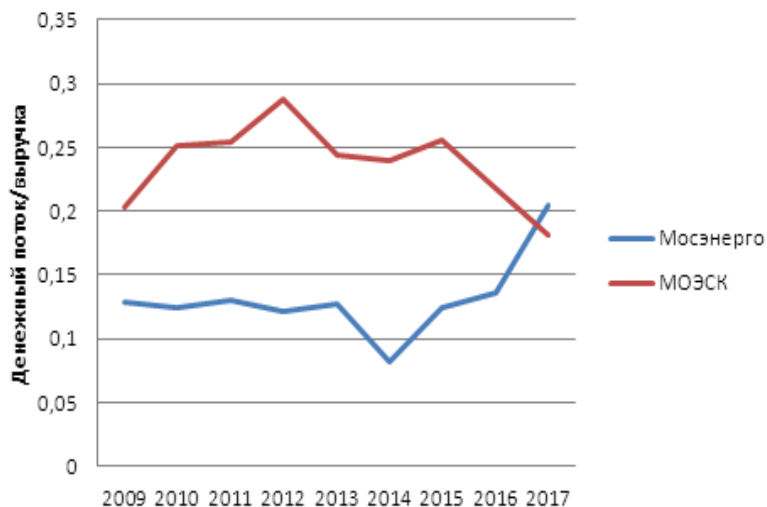


Рис. 2.4.4. Динамика показателя денежный поток/выручка компаний МОЭСК и Мосэнерго за 2009–2017 гг.

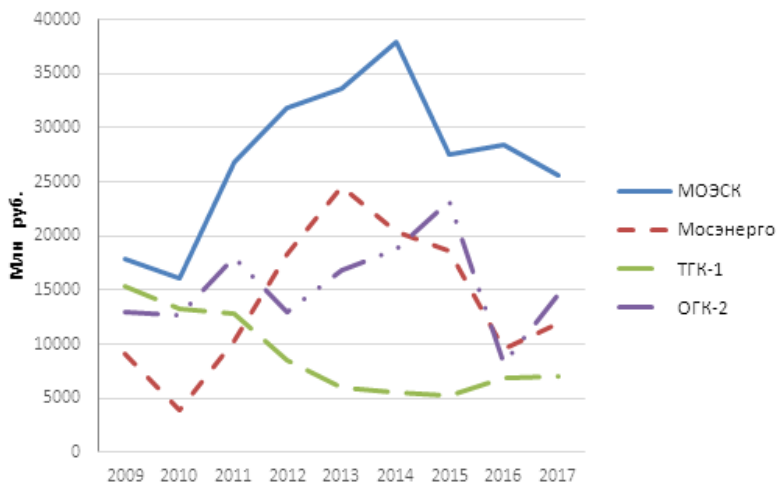


Рис. 2.4.5. Объем инвестиций компаний МОЭСК, ОГК-2, Мосэнерго, ТСК-1 за 9 лет

Как видно из графика (рис. 2.4.5) объемы инвестиций у территориально сопряженных, но разнопрофильных компаний МОЭСК и Мосэнерго коррелируют между собою больше, чем однопрофильные и входящие в один холдинг Мосэнерго, ТГК-1, ОГК-2. Данный факт можно объяснить синхронизацией инвестиционных программ, высокой рентабельностью обеих компаний и, соответственно, большими возможностями. Можно также отметить политический фактор (стабильное энергоснабжение растущего Московского региона).

Несмотря на активное инвестирование и рост инвестиций у МОЭСК (падение и стагнация с 2015 года общей картины не сильно меняют), на фоне более значительного падения Мосэнерго, в показателях капитализации МОЭСК это не нашло своего отражения. Также, несмотря на рост амортизационных отчислений у МОЭСК, объем инвестирования у нее несопоставимо больше. У компании Мосэнерго объем амортизации в целом на уровне инвестиций.

Подводя итог и расширяя временной период до 11 лет, можно видеть, что акции МОЭСК и Мосэнерго периодически чередуются между собою в плане доходности (рис. 2.4.6). В 2013 и 2014 годах МОЭСК по доходности был выше отраслевого индекса (если брать точку отсчета 2007 год), в то время как Мосэнерго после 2007 года никогда не превосходил отраслевой индекс. В 2018 году Мосэнерго стал снова приближаться к МОЭСК, теряя капитализацию.



Рис. 2.4.6. Динамика курса акций МОЭСК и Мосэнерго за 2007–2018 гг.

Рассмотрим ситуацию оценки совокупных показателей 6 сетевых (выборка сетевых компаний минус уже проанализированная МОЭСК) и 8 генерирующих (исследуемая выборка минус Мосэнерго) компаний.

Начнем с рассмотрения показателя динамики выручки. Как видно из графика (рис. 2.4.7), генерирующие компании наращивали свою выручку более стабильно и быстро.

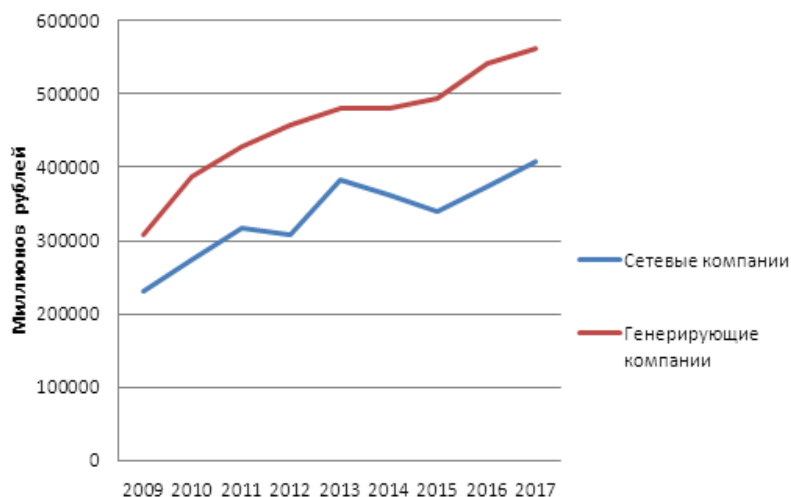


Рис. 2.4.7. Динамика совокупной выручки 6 сетевых и 8 генерирующих компаний за 2009–2017 гг.

Капитализация сетевых компаний носила более волатильный характер, и в итоге инвесторы, сформировавшие портфель из акций сетевых компаний, были бы в минусе в 2017 году (рис. 2.4.8). В то же время генерирующие компании выросли на треть по сравнению с 2009 годом. Если сопоставить данные вышеприведенного графика с динамикой капитализации МОЭСК и Мосэнерго, то последний также показывает лучшие результаты по итогам 9 лет.

В отношении денежного потока по итогам 2017 г. можно наблюдать картину, когда генерирующие компании резко нарастили данное значение. При этом сетевые компании про-

должили поступательный рост, хотя и не такой стремительный (рис. 2.4.9).

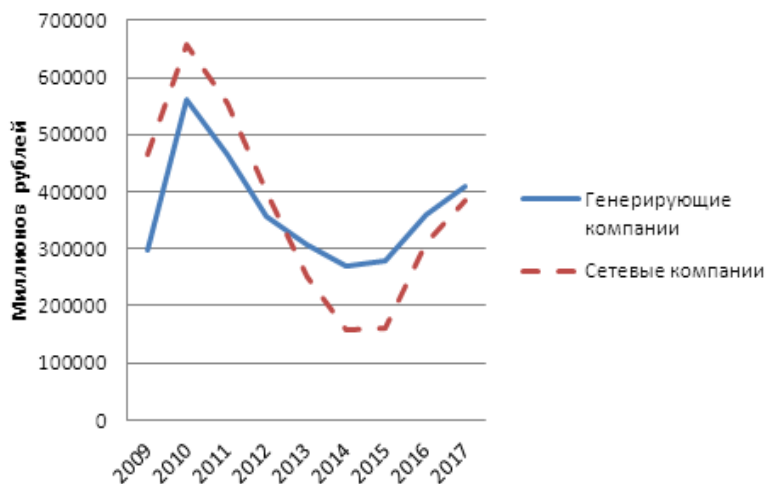


Рис. 2.4.8. Динамика капитализации 6 сетевых и 8 генерирующих компаний за 2009–2017 гг

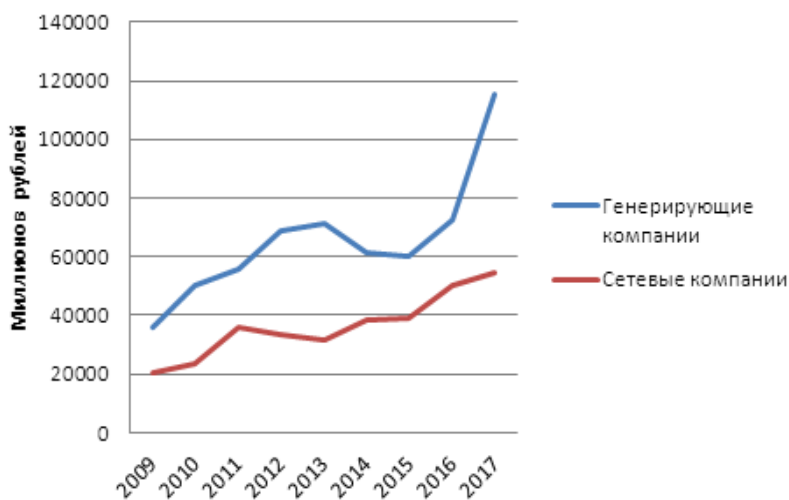


Рис. 2.4.9. Динамика денежного потока 6 сетевых и 8 генерирующих компаний за 2009–2017 гг

На графике 2.4.10. прослеживается определенная симметрия рентабельности продаж по денежному потоку. Падение рентабельности сетевых компаний сопровождается ростом генерирующих компаний (исключение – 2016 год).

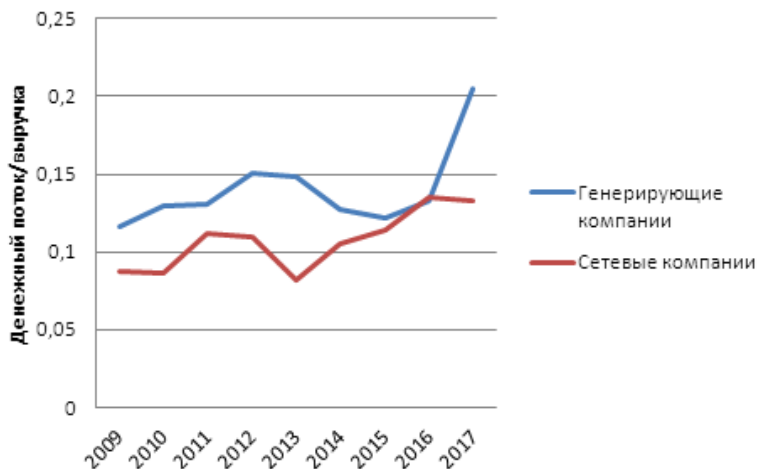


Рис. 2.4.10. Динамика показателя денежный поток/выручка для 6 сетевых и 8 генерирующих компаний за 2009–2017 гг.

При оценке показателя капитализация/денежный поток также прослеживается негативная динамика для сетевого комплекса (рис. 2.4.11). Рост значений для сетевого комплекса в 2016 и 2017 годах объясняется теми же причинами, что и в случае с МОЭСК и Мосэнерго, – рост денежного потока у генерирующих компаний и слабая реакция на это фондового рынка.

Сравнив динамику показателя капитализация/чистая прибыль с динамикой чистой прибыли (которая росла в последние годы у обеих групп компаний) у сетевых и генерирующих компаний, можно констатировать, что рынок не готов поверить в долгосрочность высоких показателей прибыли у генерации. В то же время нельзя сказать, что рынок ждет роста сетевых компаний, оставляя значение мультипликатора на таких же уровнях, как и в генерации, хотя у последних рост уже произошел (рис. 2.4.12).

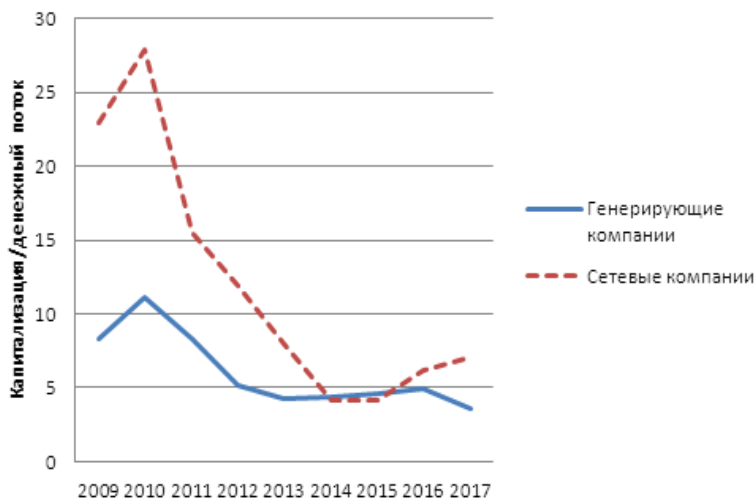


Рис. 2.4.11. Динамика показателя капитализация/денежный поток для 6 сетевых и 8 генерирующих компаний за 2009–2017 гг.

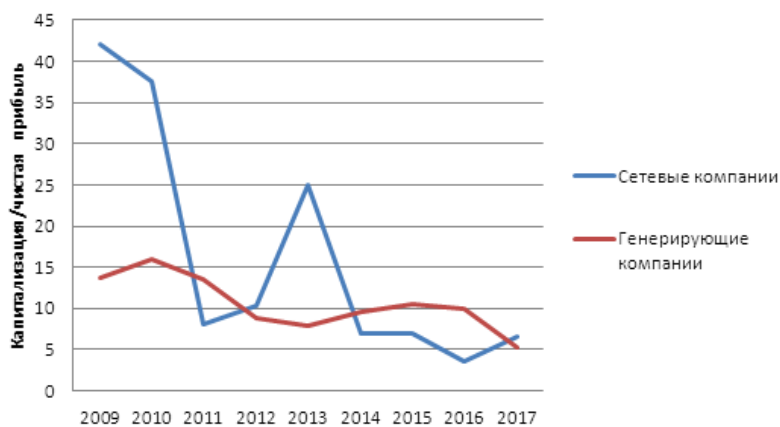


Рис. 2.4.12. Динамика показателя капитализация/чистая прибыль для 6 сетевых и 8 генерирующих компаний за 2009–2017 гг.

Нельзя обойти вниманием динамику инвестиций у исследуемых групп компаний.

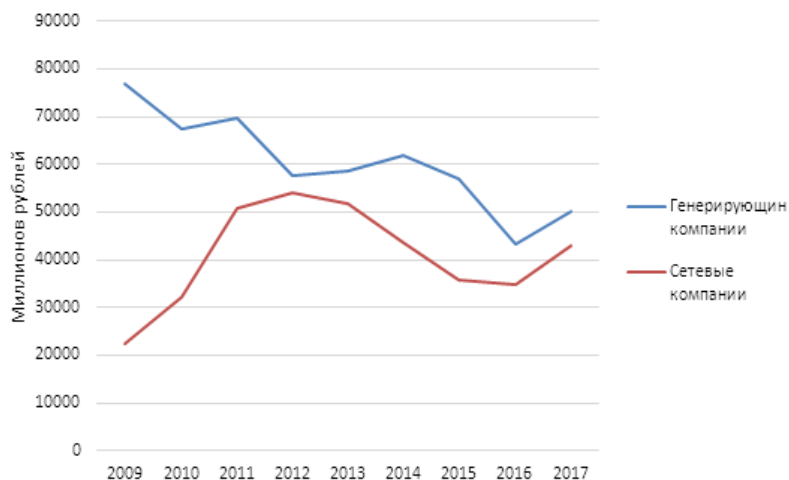


Рис. 2.4.13. Динамика инвестиций 6 сетевых и 8 генерирующих компаний

На графике (рис. 2.4.13) можно видеть разнонаправленную динамику значений. Большой разрыв показателей в 2009 г. сглаживается в 2017 г. С учетом динамики выручки и ее соотношения между сетевыми и генерирующими компаниями, можно констатировать, что в 2009 году имело место недофинансирование компаний сетевого комплекса и, несмотря на рост инвестиций, это не оказало сильного влияния на рост капитализации и денежного потока.

Можно также рассмотреть такой аспект, как доля free-float на фондовом рынке. Традиционно считается, что большая доля free-float влияет на рост капитализации. Однако данный фактор крайне незначительный и по данным таблицы сложно вывести какую-либо зависимость.

В то же время можно констатировать тот факт, что у сетевых компаний доля free-float выше.

Поводя итог сравнительному анализу сетевых и генерирующих компаний, можно отметить, что последние выглядят предпочтительнее в плане динамики. Констатировать тот факт, что генерирующие компании оцениваются выше, крайне сложно. Так, по сути, единственным мультипликатором, по которому можно

сравнить компании с разной технологией и экономикой, является чистая прибыль. Но данный показатель является весьма условным, так как, во-первых, в генерирующих и сетевых компаниях амортизационные отчисления не выполняют своей роли, что кардинально меняет значение чистой прибыли при реальных расчетах амортизации. Во-вторых, динамика чистой прибыли крайне нестабильна, что приводит к значительным выбросам и отклонениям значений капитализация/ чистая прибыль.

Таблица

***Коэффициент free-float
для компаний российской электроэнергетики⁸***

<i>Компании</i>	<i>Выды акций</i>	<i>Доля free- float в %</i>
Открытое акционерное общество «Межрегиональная распределительная сетевая компания Урала»	Акция обыкно- венная	13
Публичное акционерное общество «Энел Россия»	Акция обыкно- венная	25
Публичное акционерное общество «Федеральная гидрогенерирующая компания РусГидро»	Акция обыкно- венная	25
Публичное акционерное общество «Вторая генерирующая компания оптового рынка электроэнергии»	Акция обыкно- венная	23
Публичное акционерное общество энергетики и электрификации «Мосэнерго»	Акция обыкно- венная	15
Публичное акционерное общество «Юнипро»	Акция обыкно- венная	16

⁸ Составлено по данным: URL: <https://www.moex.com/ru/listing/free-float.aspx>

Продолжение таблицы

<i>Компании</i>	<i>Виды акций</i>	<i>Доля free- float в %</i>
Публичное акционерное общество «Межрегиональная распределительная сетевая компания Центра»	Акция обыкно- венная	34
Публичное акционерное общество «Интер РАО ЕЭС»	Акция обыкно- венная	29
Публичное акционерное общество «Московская объединенная электросетевая компания»	Акция обыкно- венная	10
Публичное акционерное общество «Территориальная генерирующая компания № 14»	Акция обыкно- венная	12
Публичное акционерное общество «Межрегиональная распределительная сетевая компания Северо-Запада»	Акция обыкно- венная	30
Публичное акционерное общество «Межрегиональная распределительная сетевая компания Центра и Приволжья»	Акция обыкно- венная	27
Публичное акционерное общество «Квадра – Генерирующая компания»	Акция обыкно- венная	17
Публичное акционерное общество «Межрегиональная распределительная сетевая компания Сибири»	Акция обыкно- венная	4

Тем не менее можно предположить, что капитализация генерирующих компаний имеет больший потенциал в плане роста мультипликатора капитализация/чистая прибыль, т. к. значение 5 в 2017 году слишком занижено. В свою очередь, у сетевого комплекса можно ожидать рост прибыли, плюс к этому рост такого же низкого значения мультипликатора.

2.5. Дивидендная политика и ее влияние на капитализацию сетевых и генерирующих компаний

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.

Как известно, началом широких научных дискуссий по вопросам дивидендной политики послужила теория М. Миллера и Ф. Модильяни. Авторы показали, что в условиях совершенного рынка стоимость фирмы не зависит от дивидендного выбора; богатство же акционеров, по их мнению, определяется способностью фирмы генерировать прибыль и в большей степени зависит от эффективности инвестиционной политики, а не от способов распределения прибыли. Представленная ими модель заложила основы теории иррелевантности дивидендов. Другими словами, дивидендная политика не является фактором влияния на рыночную стоимость фирмы, из чего следовало, что дивиденды должны начисляться по остаточному принципу после финансирования приемлемых инвестиционных проектов.

Развитие теоретических подходов к вопросу о дивидендной политике в дальнейшем осуществлялось с учетом снижения значимости допущений иррелевантности дивидендов⁹.

В рассматриваемой выборке наибольший дивидендный выход у компании Юнипро (практически вся чистая прибыль). По отношению к капитализации дивиденды составляют около 10–15 %, 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

⁹ Абалкин А. А., Абалкина Т. В. Дивидендная политика и ее влияние на стоимость компании // Наукоеведение. 2013. № 5. С. 31.

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 три 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 годах (см. табл. 1), но по мультипликаторам не уступала, а то и превосходила ОГК-2, которая в 2014–2016 годах выплачивала дивиденды. Мосэнерго, у которого 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.

Как видно из табл. 2.5.1, далеко не все генерирующие компании выплачивают дивиденды. В нашей выборке только компании Мосэнерго, ТГК-1, ОГК-2, Юнипро производят это относительно регулярно.

У компаний МРСК компании выплачивают дивиденды более регулярно (табл. 2.5.2).

Дивидендный выход (отношение дивидендов к чистой прибыли) начиная с 2013 года носит стабильный характер и особенно возрос в 2015 году (рис. 2.5.1). Однако здесь надо учитывать тот факт, что все компании МРСК являются дочерними компаниями ПАО Россети.

Таблица 2.5.1

Дивиденды генерирующих компаний по годам, млн руб.

<i>Компании</i>	<i>Годы</i>									
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016		
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		
Иркутскэнерго	905	554	0	0	0	0	0	0		

Таблица 2.5.2

Дивиденды сетевых компаний по годам, млн руб.

<i>Компании</i>	<i>Годы</i>									
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016		
МОЭСК	450	1200	1217	4296	2910	2055	6317	1519		
МРСК Центра	0	611	422	863	70	827	455	1866		
МРСК Центра и Приволжья	0	141	315	478	634	349	942	1329		
МРСК Волги	0	0	200	291	17,8	17,8	230	1308		
МРСК Урала	0	244	244	156	89	507	1241	725		
МРСК Сибири	0	0	0	289	0	28	0	0		
МРСК Северо-Запада	0	0	0	15	76	0	407	111		

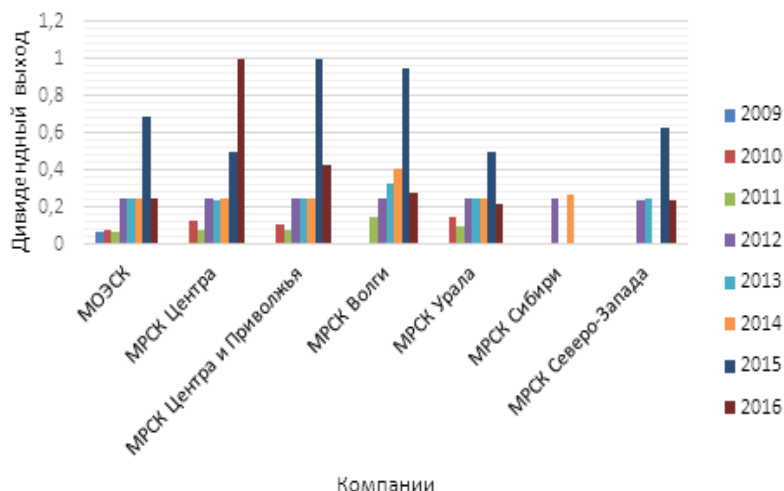


Рис. 2.5.1. Дивидендный выход в разрезе компаний за период 2009–2016гг.

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 прибыли¹⁰.

Как видно из предыдущих графиков, в последние годы у сетевых компаний дивидендный выход находится на высоком уровне. В отличие от генерирующих это не привело к опережению первых над последними по итогам 9 лет по ряду ключевых мультипликаторов.

В силу этого крайне сложно определить влияние дивидендов на стоимость компании, т. к. отделить фактор дивидендов от фактора прибыли и рентабельности затруднительно. К тому же инвесторов интересует в первую очередь не доля дивидендов в прибыли, а отношение дивидендов к капитализации. Влияние дивидендов можно в какой-то степени оценить при одинаковом

¹⁰ URL: https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2013/04/09/elektro-energeticheskie_kompanii_privlekut_investorov_tolko

уровне рентабельности, но если наложить показатель дивиденды/капитализация на диаграмму (рис. 2.5.2. и 2.5.3), то данный показатель ляжет в тренд.

У компаний генерации, в силу небольшого количества компаний, регулярно выплачивающих дивиденды, проследить закономерность сложно, так как все компании лежат на линии тренда и показатели дивидендного дохода также совпадают с трендом. Однако компании, не выплачивающие дивиденды, также находятся на одной линии, как и остальные (2.5.2.).

У сетевых компаний выделить совпадение дивидендного выхода с трендом сложно.

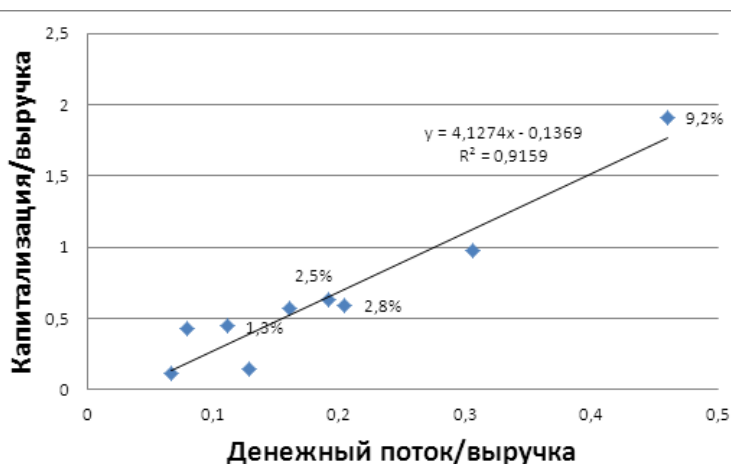


Рис. 2.5.2. Зависимость уровня показателя капитализация/выручка от показателя денежный поток/выручка для 9 генерирующих компаний в 2017 г. с указанием показателя дивиденды капитализация

Как видно из графика, показатель дивиденды/капитализация (подписи на графике) несильно сопряжен с трендом, представленным на графике (рис. 2.5.3). Высокие значения капитализации МРСК Волги (выбивающиеся из тренда) объясняются скорее высокими значениями денежного потока в предыдущем году, чем высоким значением дивидендной доходности. К тому же

компания МРСК Центра, имеющая довольно высокий показатель дивидендной доходности по показателю капитализация/выручка, делит 3 и 4 место с компанией МРСК Урала. Как и в случае с генерирующими компаниями, отсутствие дивидендов не приводит к выпадению компании из тренда.

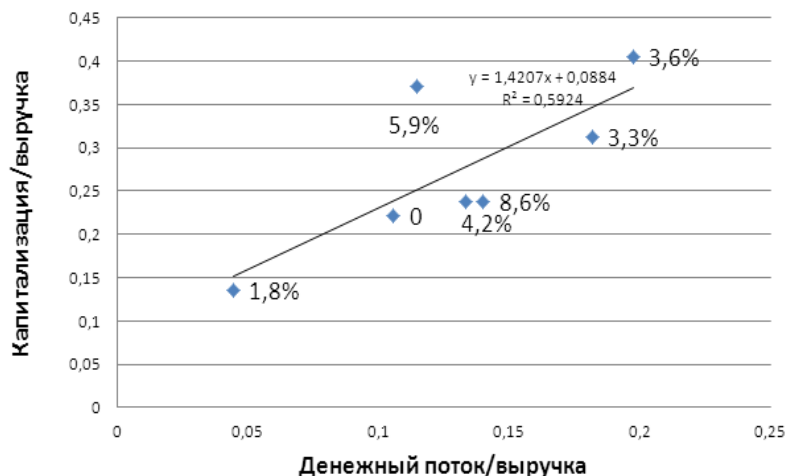


Рис. 2.5.3. Зависимость уровня показателя капитализация/выручка от показателя денежный поток/выручка для 7 сетевых компаний в 2017 году с указанием значений дивиденды/капитализация

В подтверждение этого можно привести динамику совокупных дивидендов 7 сетевых и 8 генерирующих компаний (у компании Юнипро график выведен отдельно, т. к. показатели дивидендов у нее сопоставимы со всеми остальными компаниями).

На вышеприведенных графиках (рис. 2.5.4, 2.5.5) видно, что, несмотря на более положительную динамику дивидендов компаний МРСК, динамика капитализации у последних сильно отстает. У Юнипро капитализация, выйдя на стабильно высокий уровень, слабо коррелировала с динамикой дивидендов¹¹.

¹¹ На графике дивиденды приведены на 2016 г., но объявлены в 2017 г. (выплачиваются из прибыли 2016 г.). Капитализация приведена на осень 2017 г., т. е. через несколько месяцев после объявления о выплате дивидендов и, соответственно, рынок учитывает информацию по ним).

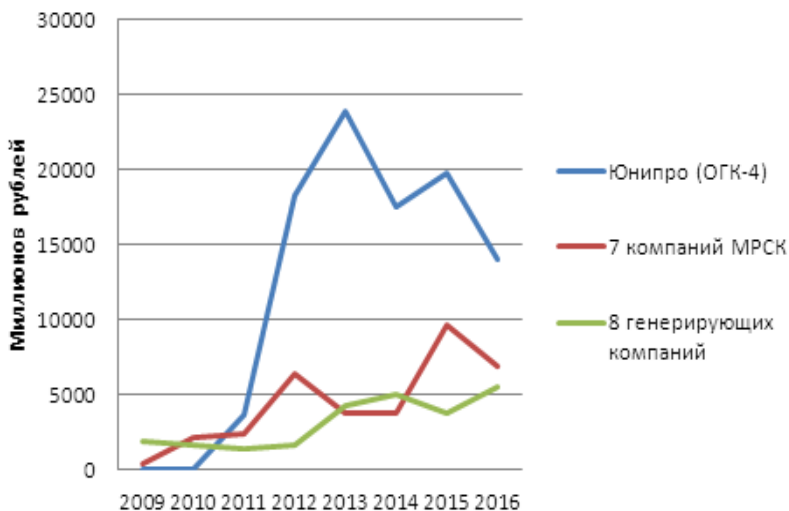


Рис. 2.5.4. Динамика совокупных дивидендов 7 компаний МРСК, 8 генерирующих компаний и Юнипро

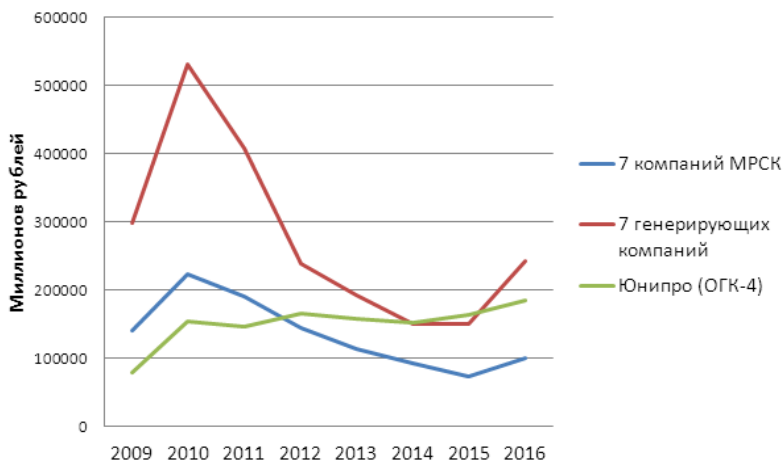


Рис. 2.5.5. Динамика совокупной капитализации 7 компаний МРСК, 8 генерирующих компаний и Юнипро.

Таким образом, гипотеза о том, что дивиденды не влияют на капитализацию в долгосрочном периоде, в основном подтверждается (необходимо акцентировать внимание именно на долгосрочном периоде).

При этом, как представляется, необходимо учитывать тот фактор, что важен не просто размер дивидендов, а разница между доходностью внутренних инвестиций в компанию и доходностью дивидендов при получении их инвесторами. На этот фактор, в частности, указывает Уорен Баффет¹². Однако, даже если есть возможность получить более высокую доходность от дивидендов за пределами компании, прибыль (или ее значительная часть) может остаться в компании по причине обязательств инфраструктурных компаний перед государством.

¹² Баффет У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями. М., 2007. 268 с.

Заключение

В процессе анализа была предпринята попытка проверки ожиданий инвесторов в период с 2009 по 2017 годы. Подводя итог, можно сформулировать следующие основные выводы:

1. Особенностью Российской электроэнергетики является высокая волатильность прибыли и, соответственно, курса акций.

2. Выявлена асимметрия отраслевых показателей на фондовых рынках США и синхронность на российском рынке.

3. При относительно высоком уровне рентабельности значения мультипликаторов сближаются.

4. Капитализация компаний не отражает их реальную стоимость ни в группе генерации, ни в группе сетевых компаний. В случае если контрольный пакет будет куплен по цене фондового рынка, он окупится за 2–3 года при условии, что весь денежный поток будет выведен в доход собственника, но, даже если половину амортизационных платежей реинвестировать в компанию, показатель окупаемости увеличится до 4–5 лет. Если же выводить всю чистую прибыль, то окупаемость составит для МОЭСК 7–8 лет только за счет чистой прибыли. При этом уровень инвестиций останется примерно на том же уровне, что позволит продать компанию примерно по цене покупки и таким образом удвоить капитал. В 2016 году компания выплатила дивидендов порядка 12 % от размера капитализации того же года, направив на это всю чистую прибыль.

5. Причину, по которой происходит сближение мультипликаторов, можно объяснить снижением чрезмерных ожиданий от ряда компаний либо пересмотром пессимистичных ожиданий в отношении недооцененных компаний (МОЭСК и МРСК Центра).

6. Влияние долговой нагрузки как фактора, напрямую влияющего на капитализацию, не прослеживается, критических значений долговой нагрузки у исследуемых компаний нет.

7. Можно сделать предположение, что дисбаланс мультипликаторов был вызван в начале реформы различными

ожиданиями от новых собственников, но в дальнейшем показатели начали выравниваться, несмотря на то что степень выполнения инвестиционной программы у многих подходила к концу. При этом можно отметить, что сближение мультипликаторов происходит не только в генерации, но и в сетевом комплексе.

8. В целом можно констатировать, что гипотеза эффективного рынка в данном исследовании подтверждается лишь частично.

9. Инвесторы рассчитывают при оценке мультипликаторов, что падение прибыли или ее рост в данном году является временным. Сохраняется некая «память» о старой прибыли, которая закладывается в расчет, т. е. оценка происходит, исходя из проецирования старых значений.

10. При низких значениях чистой прибыли высока вероятность, что она пойдет на покрытие недостающих амортизационных отчислений, а при высоких значениях чистой прибыли по финансовой отчетности вырастает вероятность того, что часть прибыли пойдет в реальное приращение стоимости активов или дивидендные выплаты.

11. При высоких значениях прибыли и денежного потока показатели капитализация/прибыль (денежный поток) сближаются, поскольку инвесторы, считая потенциал исчерпанным, больше не видят возможности дальнейшего роста, т. к. рост выручки в инфраструктурных отраслях довольно незначительный.

12. Собственный капитал компании и объем инвестиций превышают капитализацию фондового рынка, что отчасти искажает мотивы для инвесторов. В то же время предложенный показатель созданной стоимости и его положительное значение для ряда компаний (как у генерирующих, так и у сетевых) позволяет понять логику инвесторов, даже если не брать во внимание более высокие значения стоимости при продаже крупных пакетов акций.

13. Мультипликаторы, связанные с натуральными показателями, не могут служить показателем, применимым для оценки компаний.

14. В ходе работы была выявлена устойчивая регрессионная зависимость между показателями денежный поток/выручка и капитализация/выручка.

Можно констатировать, что показатели капитализации являются весьма условными для оценки стоимости компании. Они не отражают реальной стоимости, но в то же время дают для менеджмента фирмы и для собственников важную информацию по двум основным параметрам: динамике капитализации при принятии тех или иных решений в отношении компании и значению капитализации относительно других компаний.

Литература

1. Баффет, У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями / У. Баффет. – М., 2007. – 268 с.
2. Бригхем, Ю. Финансовый менеджмент / Ю. Бригхем, Л. Гапенски. – М. : Экономическая школа, 1998. – Т. 1. – 497 с.
3. Домодоран, А. Оценка стоимости активов / А. Домодоран. – Минск : Поппури, 2012. – 272 с.
4. Назарова, Ю. А. Конкурентные преимущества оптовых генерирующих компаний / Ю. А. Назарова // Российский экономический интернет-журнал. – 2011. – № 3. – С. 125–133.
5. Плотников, А. П. К вопросу оценки рыночной стоимости компаний в современных условиях / А. П. Плотников, Р. А. Шишлов // Изв. Сарат. ун-та. Сер. Экономика. Управление. Право. – 2018. – Т. 18, вып. 1. – С. 41–49.
6. Рассохин, В. В. Анализ подходов к фундаментальной оценке стоимости акций / В. В. Рассохин // Экономический анализ. – 2008. – № 6. – С. 56–62.
7. Сигел, Дж. Долгосрочные инвестиции в акции. Стратегии с высоким доходом и надежностью / Дж. Сигел. – СПб. : Питер, 2010. – 4 с.
8. Сеницын, М. В. Иностранные инвестиции в Российскую электроэнергетику / М. В. Сеницын // Проблемы прогнозирования. – 2012. – № 5. – С. 141–150.
9. Корпоративный сайт ОГК-2 [Электронный ресурс] – Режим доступа : <http://www.ogk2.ru> (дата обращения: 27.10.2018).
10. Корпоративный сайт ПАО «Юнипро» (ОГК-4) [Электронный ресурс] – Режим доступа : <http://www.unipro.energy> (дата обращения: 27.10.2018).
11. Корпоративный сайт ПАО «Энел Россия» (ОГК-5) [Электронный ресурс] – Режим доступа : <https://www.enelrussia.ru> (дата обращения: 27.09.2018).
12. Корпоративный сайт ТГК-1 [Электронный ресурс] – Режим доступа : <http://www.tgc1.ru> (дата обращения: 27.10.2018).

13. Корпоративный сайт Мосэнерго [Электронный ресурс] – Режим доступа : <http://www.mosenergo.ru> (дата обращения: 27.10.2018).

14. Корпоративный сайт ТГК-2 [Электронный ресурс] – Режим доступа : <http://www.tgc-2.ru> (дата обращения: 27.09.2017).

15. Корпоративный сайт «Квадра» (ТГК-4) [Электронный ресурс] – Режим доступа : <http://www.quadra.ru> (дата обращения: 27.09.2018).

16. Корпоративный сайт ТГК-14 [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.tgk-14.com> (дата обращения: 28.09.2018).

17. Корпоративный сайт ПАО Россети [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.rosseti.ru/>(дата обращения: 28.09.2018).

Оглавление

Введение.....	3
1. Теоретические и методологические проблемы анализа инфраструктурных компаний.....	5
1.1. Методологические проблемы при анализе финансовых показателей компаний электроэнергетики	5
1.2. Теоретические подходы к оценке компаний и проблемы их применения к инфраструктурным отраслям.....	14
2. Особенности капитализации российских энергетических компаний.....	22
2.1. Отраслевые особенности на российском фондовом рынке.....	22
2.2. Анализ капитализации генерирующих компаний.....	25
2.3. Анализ капитализации компаний сетевого комплекса.....	61
2.4. Взаимосвязь показателей сетевых и генерирующих компаний.....	85
2.5. Дивидендная политика и ее влияние на капитализацию сетевых и генерирующих компаний.....	97
Заключение.....	105
Литература.....	108

Научное издание

Чистяков Александр Евгеньевич

**Влияние
финансово-экономических показателей
на капитализацию компаний
электроэнергетики**

Монография

Редактор, корректор Л. Н. Селиванова
Компьютерная верстка Е. Б. Половкова

Подписано в печать 18.12.18. Формат 60×84 1/16.

Усл. печ. л. 6,51. Уч.-изд. л. 7,0.

Тираж 23 экз. Заказ

Оригинал-макет подготовлен
в редакционно-издательском отделе
Ярославского государственного университета

Ярославский государственный университет
им. П. Г. Демидова.
150003, Ярославль, ул. Советская, 14.

