

Анесянц Саркис Артаваздович, доктор экономических наук, профессор, e-mail: anesyanc@gmail.com;

Слесарева Мария Юрьевна, аспирантка кафедры «Экономика и инновационные рыночные исследования» НОУ ВПО Институт управления, бизнеса и права, e-mail: marija-slesareva@mail.ru.

**ПРИМЕНЕНИЕ РАЗЛИЧНЫХ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ АКТИВОВ ДЛЯ ЦЕЛЕЙ
ПЕРЕХОДА КОРПОРАЦИИ ОАО «РЖД» В ПУБЛИЧНОЕ СОСТОЯНИЕ**
(рецензирована)

Данная статья посвящена проблемам оценки естественной монополии российского транспортного сегмента ОАО «Российские железные дороги». Определение справедливой капитализации компании в добиржевой период позволяет менеджменту корпорации повысить эффективность размещения акций за счет точного ценового позиционирования, а инвесторам сформировать эффективные стратегии участия в IPO.

Ключевые слова: первичное публичное размещение акций, доходный подход, затратный подход, сравнительный подход, капитализация, справедливая стоимость, инвестиционная стратегия.

Anesyants Sarkis Artavazdovich, Doctor of Economics, professor, e-mail: anesyanc@gmail.com;

Slesareva Maria Yurjevna, post graduate student of the Department of Economics and Innovative Market Research of NEU HPE 'Institute of Management, Business and Law', e-mail: marija-slesareva@mail.ru.

**USE OF DIFFERENT METHODS OF ESTIMATION OF THE ASSETS
FOR TRANSFER OF THE CORPORATION JSC "RZHD" IN PUBLIC STATE**
(reviewed)

This article focuses on the problems of assessing the natural monopoly of the Russian segment of the transport JSC "Russian Railways". Determining the fair capitalization of the company management in the pre-stock period allows the corporation to increase the effectiveness of the placement of shares by the exact price positioning, and investors to form an effective strategy for participation in the IPO.

Keywords: initial public offering, the income approach, cost approach, a comparative approach, the capitalization of the fair value, investment strategy.

Для формирования процедуры эмиссии акций необходимо определить стоимость компании. Верная оценка предприятия может составить нетривиальную задачу как вследствие объекта ОАО «РЖД» которое с позиций системного анализа представляется сложной экономической системой, так и по причине многообразия способов выявления последней.

Существует три подхода к определению стоимости бизнеса не имеющего признанной котировки: доходный, затратный, сравнительный.

Затратный подход имеет наибольшее распространение в отечественной практике основной причиной сложившейся практики можно считать историческое наследие. Учитывая, что в СССР доминировал затратный подход определения стоимости товара, именно оценка затратным подходом превалировала как в теоретической разработке, так и в практическом применении.

Общая концепция затратного подхода состоит в том, что деятельность предприятия связана с определёнными издержками (затратами). Конечная цель использования затратного подхода состоит в расчетной стоимости собственного капитала предприятия. Базовой моделью для такого расчета служит следующая формула:

$$C = PVA - PV_{\text{обяз}}, \quad (1)$$

где C – собственный капитал объекта, PVA – совокупная рыночная стоимость всех активов предприятия, $PV_{\text{обяз}}$ – текущая стоимость предприятия;

По мнению Д.В. Петухова затратный подход к оценке предприятия в основном реализуется с помощью двух методов: стоимости чистых активов и ликвидационной стоимости. Более широкую номенклатуру методов затратного подхода, причем с привязкой к ЖД дает И.М. Каплунова «Наиболее

часто используемым в настоящее время на железнодорожном транспорте является затратный подход, включающий в себя пять методов: бухгалтерской (балансовой) оценки, затратный, сметного ценообразования, дисконтирования сметной стоимости (дисконтирования бухгалтерских издержек), выделения для недвижимости в целом (метод вычитания)». Анализируя указанные пять походов Каплунова приходит к заключению о том, что «Затратный подход оценки рыночной стоимости недвижимости следует применять исходя из сложившейся нормативно-правовой практики».

Признавая несомненную значимость определения и ранжирования походов, проведенных в казанной работе мы не можем согласиться с выводами, в разрезе задач данной статьи. Действительно, использование затратного подхода на ЖД, в силу указанного уже генезиса, привычно и известно, а потому может быть легко применено, однако поставленная задача – обеспечение публичности ОАО РЖД за счет выпуска акций – не решается за счет этого инструмента.

Проблема затратного подхода, как инструмента оценки предприятия для будущего первичного размещения акций находится на концептуальном уровне: затратный подход изучает актив на основании исключительно фактических, а потому исторических данных. Таким образом, он сосредоточен в направлении определения прошлой стоимости. Такой метод хорошо работает для стандартной регулярной переоценки активов, может быть использован как ликвидационная стоимость при распродаже активов или как базис для деления имущества.

Концептуализируя затратный подход можно утверждать, что его конечной целью является определение той суммы активов, которые надо вложить, что бы создать предприятие – аналог объекта оценки. Данный результат может быть ценен сам по себе или в контексте формирования новой стоимости, но в любом случае он не предполагает будущего состояния предприятия, но именно будущая стоимость является объектом интересов инвестиционного сообщества, поскольку определяемая в рамках этой акции стоимость акций базируется на ожиданиях инвесторов относительно перспектив компании, её будущей стоимости.

Исходя из указанного приходится констатировать, что хотя процесс затратного подхода более прост, причем как в рамках отечественной бизнес-практики, так и в контексте оценки стоимости железнодорожных активов, он маловалиден с точки зрения процесса вывода акционерного капитала на биржу, поскольку не отражает основного интереса бенефициаров – процесса оценки – будущих доходов. Будучи оцененной по запредельной стоимости, поскольку активы железных дорог накапливаются уже более ста лет, ОАО «РЖД» может оказаться совершенно неинтересно для покупателей, если будет приносить только убытки – такая инвестиция, а потому и такая оценка, не имеют никакого инвестиционного смысла.

Доходный подход получил наибольшее распространение в среде инвестиционных оценок биржевых активов. Есть большая степень корреляции и заимствования методов между доходным подходом в оценке стоимости предприятия и фундаментальным методом анализа активов предприятия. В конечном счете, доходный подход является частью модели «дисконтированных денежных потоков» (DCF – discounted cash flow) – основного метода оценки внутренней стоимости в рамках фундаментального анализа.

На смотря на обширное количество данных требуемых для расчета дисконтированными денежным потоком, а так же достаточного большого математического аппарата, призванного решать поставленные задачи нельзя забывать, что первичная оценка стоимости DCF методом базируется на предположениях о будущей динамике компании, причем прогноз это делает подробно на пять и ориентировочно на 15 лет. В результате возможно возникновение большого плеча погрешности: когда отклонение в оценке динамики компании на проценты отражается в дисперсии результата оценки на десятки процентов. Данное обстоятельство является основным узким метом метода, делает невозможным гарантировать точный результат, особенно в условиях смены экономической модели отрасли или зависимости последней от малопрогнозируемого фактора (например, цены на нефть).

Однако, при анализе ОАО «РЖД» данное препятствие можно обойти, поскольку, во-первых, динамика развития железнодорожного транспорта отличается инерционностью, выбытие мощностей прогнозируется на годы вперед и даже события непреодолимой силы не могут значительно повлиять на динамику операционных показателей компании. Кроме того, прогноз развития ОАО «РЖД» можно базировать на основных проектных показателях трех программных документов представленных корпорацией и правительством.

Однако главным достоинством доходного подхода является принцип оценки предприятия, его коннотация. Метод дисконтированных денежных потоков относится к предприятию как к генератору денежного потока, который корректируется на стоимость капитала, включая риски (CAPM) и долги.

А ведь именно чистый денежный и является основным интересом инвестора, определяющим будущую цену акций и дивиденды.

Необходимо отметить, что в двух долгосрочных программах представлены по три сценария развития отрасли (пессимистичный, консервативный, оптимистичный) где в каждом указаны проектные показатели грузопотока и запуска мощностей, что позволяет уверенно прогнозировать выручку и другие операционные показатели. Указанные прогнозные данные можно сравнивать с фактическими, уточняя прогноз по фактически полученным данным. Так же можно корректировать показатели стоимости капитала и рентабельности активов.

Таким образом, DCF метод доходного подхода признается нами основным инструментом оценки активов компании в контексте первичного размещения акций. Проведенный анализ в трех стратегиях позволил получить следующие данные.

Таблица 1 - Сводная таблица финансовых показателей в соответствии с разрабатываемыми сценариями, млн. долл.

	2011-2015			2016-2020		
млрд. руб.	Пессим	Консерв	Оптим	Песси	Консерв	Оптим
Выручка	8358,24	8376,99	8412,25	10756,51	11311,33	11213,26
Операционные расходы	7454,48	7399,94	7289,73	9585,98	9990,77	9520,71
Субсидии государства	296,23	318,15	328,1	132,23	194,72	226,5
EBITDA с учетом гос субсидий	2194,28	2289,49	2444,9	2498,59	2713,63	3133,55
Чистая прибыль	890,98	966,87	1091,13	937,72	1102,35	1426,33
Капзатраты	1854,04	1877,99	1917,55	1214,39	1298,15	1510,02
Чистый денежный поток от операционной деятельности	343,37	524,58	610,18			
Инвестиции, не покрытие операционным денежным потоком	(214,44)	(1035,25)	(979,28)			
Капитализация	78898	97321	112810			

Расчеты могут быть трактованы следующим образом:

– в соответствии с пессимистичным сценарием РЖД продолжит развиваться с дефицитом инвестиций около 1,2 млрд. руб., что приведет к ограничению объемов перевозок в связи с исчерпанием пропускных способностей ряда ключевых направлений, износа подвижного состава и т.д. В свою очередь снижение объема перевозок на фоне роста конкуренции частных компаний приведет к существенному ограничению дальнейшего развития Холдинга и повышения его эффективности. В соответствии с данным сценарием РЖД необходимо привлечь более 1,5 трлн. руб. за счет средств господдержки, а так же привлечения заемных средств на долговом рынке или акционерного капитала.

– реализация консервативного сценария предполагает дефицит инвестиций около 1 трлн. руб. Рост капвложений обеспечит реализацию программ развития инфраструктуры, увеличения пропускной способности основных направлений, обновление подвижного состава, и как следствие удовлетворение возрастающего спроса на услуги перевозок. Инвестиции в основные фонды будут способствовать повышению операционной рентабельности компании и росту EBITDA более чем на 70 млрд. руб. за период 2011-2015 гг. по сравнению с пессимистичным сценарием. Таким образом, дефицит инвестиционных источников Компания сможет покрыть как за счет средств господдержки, так и за счет привлечения заемных средств на фоне роста эффективности бизнеса. Реализация этого сценария предполагает рост капитализации холдинга в долгосрочной перспективе.

– по оптимистичному сценарию более динамичный рост инвестиций позволит существенно нарастить объем бизнеса компании, повысить производительность труда, оптимизировать технологические процессы и обеспечит рост EBITDA более чем на 145 млрд. руб. По сравнению с консервативным сценарием, чистый денежный поток от операционной деятельности к 2015 году практически в 2 раза превысит его значение при реализации пессимистичного сценария. Реализация оптимистичного сценария позволит привести показатели РЖД к привлекательному для инвесторов уровню к 2014-2015 гг., и создаст потенциал для роста капитализации компании в долгосрочной перспективе.

При этом капитализация ОАО «РЖД» составит 112,8; 97,3; 78,9 млрд. долл. соответственно, что позволяет говорить о возможности привлечения от 11 до 16 млрд. долл. акционерного капитала при успешном размещении 15% пакета акций на биржевых рынках.

Сравнительный анализ является наименее требовательным к объему фактических данных, кроме того, не предполагает формирования прогноза в будущие периоды. Не в последнюю очередь целесообразность его применения следует из наличия в мировой практике практически полных аналогов ОАО РЖД – других национальных перевозчиков, которые работают, как и наша монополия в системе государственно-частного партнерства по твердым тарифам и в рамках государственных дотаций. Вместе с тем эти компании-аналоги имеют биржевую оценку капитализации, что является якорным показателем, на который можно эффективно опереться в искомом анализе.

Концептуализируя сравнительный анализ как инструмент оценки можно сказать, что его конечной целью является определение места исследуемого актива в ряду уже существующих. Выделение лучшего из активов в плохой отрасли, тем не менее, не говорит о будущем росте акций, но даже в этом случае может сформировать рекомендацию к покупке в целях диверсификации инвестиционного портфеля. Не смотря на то, что сравнительный, как и затратный подход, дает слепок существующего предприятия, беспрогнозно, он позволяет проводить анализ с позиций недооценки-переоценки стоимости актива относительно существующих конкурентов, таким образом, на его основании можно принимать инвестиционные решения.

Таблица 2 - Агрегированная таблица капитализации ОАО «РЖД» сравнительным подходом, млрд. долл.

Выручка	41,922	116,79
EBITDA	13,972	110,73
Чистая прибыль	7,8926	116,00
Среднее		114,51

Таким образом, были получены три значения капитализации при соотнесении с различными показателями. Все три коррелируют между собой и относительно результатов доходного подхода, согласно сравнительному анализу ОАО «РЖД» могло бы привлечь до 17 млрд. долл. акционерного капитала.

Получение близких по значению результатов повышает их достоверность и позволяет менеджменту компании прогнозировать стратегию привлечения средств, а инвесторам – стратегии участия в размещении.

Литература:

1. РЖД в 2011 г. реализовали рекордную по объему инвестпрограмму [Электронный ресурс].- Режим доступа: <http://www.metalinfo.ru/ru/news/53517>.
2. Каплунова И.М. К вопросу оценки стоимости недвижимости железнодорожного транспорта / И.М. Каплунова // Тр. междунар. науч.-практ. конф. «Проблемы и перспективы развития транспортного комплекса: образование, наука, производство». - Ростов н/Д: РГУПС, 2009.
3. Петухов Д.В. Оценка стоимости предприятия / Д.В. Петухов.- М.: МИЭМП, 2008.
4. [Программа инновационного развития ОАО «РЖД» на период до 2015 г.](http://www.gosbook.ru/node/40659) - Режим доступа: <http://www.gosbook.ru/node/40659>.
5. Стратегия развития железнодорожного транспорта в Российской Федерации до 2030 года: утв. распоряжением Правительства РФ от 17 июня 2008 г. №877-р.- Режим доступа: справ.-правовая система «Гарант».

References:

1. RZhD realized a record investment programm in 2011 [El. Resource]. – Mode: <http://www.metalinfo.ru/ru/news/53517>.
2. Kaplunova I.M. On the evaluation of railway property / / Proceedings of the International Scientific Conference 'Problems and prospects of development of the transport complex: education, science and production. - " Rostov-on-Don: RGUPS, 2009.
3. Petukhov D.V. Evaluation of the cost of the company/ D.V. Petukhov.- M.: MIEMP, 2008.
4. The investment program of JSC "RZD" till 2015 – Mode: <http://www.gosbook.ru/node/40659>.
5. Railway Development Strategy in the Russian Federation to 2030: approved by governmental decree on June 17, 2008.