

ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ СТОИМОСТНОЙ АНАЛИЗ АКЦИОНЕРНЫХ КОМПАНИЙ РФ

На основе фундаментального стоимостного анализа производится отбор предприятий, акции которых войдут в инвестиционный портфель. Анализируются наиболее надежные, системообразующие и прибыльные предприятия.

Ключевые слова: ивестии, SWOT-анализ, фундаментальный стоимостной анализ, модель Блэка-Шоулза.

Падение мирового спроса и, как следствие, цен на нефть значительно сократило доходы нефтяных компаний, многие из которых понесли рекордные убытки по итогам 2008 года. Именно в таких условиях на первое место становится способность компаний в кратчайшие сроки приспосабливаться к новым реалиям ведения бизнеса, и «Лукойл» в этом стремлении находится среди лидеров.

В 2008 году цены на нефть претерпели значительные колебания. Основным фактором падения цен на нефть стало снижение мирового спроса на нефтепродукты, вызванное мировым финансовым кризисом. На 2009 год прогноз цены нефти аналитиками ИК «Финам» нефти марки «Юралз» составляет \$50 за баррель. Налоги – ключевой фактор в нефтяной отрасли России. Налоговый режим в нефтяной отрасли России более жесткий, чем в других нефтедобывающих странах. Цены и затраты на экспорт нефти марки «Юралз» представлены на рисунке 1.

На инвестиционную привлекательность «Лукойла» также оказывают влияние запасы нефти и уровень капиталовложений. Доказанные запасы нефти «Лукойла» на начало 2008 года составляли 2,15 млрд. тонн, а добыча за 2007 год составила 96,6 млн. тонн, что причисляет его к группе крупнейших нефтедобывающих компаний в мире. Компания активно наращивает фонд новых месторождений, а также находится среди лидеров по использованию средств интенсификации добычи при бурении и методов повышения нефтеотдачи месторождений. До 2016 года ожидается рост добычи нефти «Лукойлом» со среднемесячным темпом

1,1%, с достижением отметки в 105,1 млн. тонн в конце периода.

Капиталовложения в 2009 году запланированы на уровне \$6,5 млрд., исходя из прогнозной средней цены нефти \$60 за баррель. Если прогнозы «Лукойла» относительно цен не будут оправдываться, то компания будет корректировать свои капиталовложения в режиме реального времени. Общая сумма капиталовложений ОАО «Лукойл» до 2018 года составит около \$95 млрд., что соответствует долгосрочной инвестиционной программе, утвержденной компанией.

ОАО «Лукойл» проводит сбалансированную политику, относительно новых приобретений, которые гармонично вписываются в вертикально интегрированную производственную цепочку компании. Сумма, потраченная «Лукойлом» в 2008 составила рекордные \$5,3 млрд., что почти в три с половиной раза больше чем в 2007 году. В 2009 году крупных приобретений не намечается – затраты на них ожидаются на уровне \$1,7 млрд. SWOT анализ компании «Лукойл» в таблице 1.

Оценка стоимости ОАО «Лукойл» по модели Блэка-Шоулза [1-3] с точки зрения потенци-



Рисунок 1. Цены и затраты на экспорт нефти марки «Юралз»

ального инвестора рассматриваемого бизнеса, желающего определить его фундаментальную стоимость на 1 марта 2009 года показала, что безрисковая процентная ставка принималась равной эффективной доходности облигаций федерального займа по состоянию на 1 февраля 2009 года, по данным www.rusbonds.ru (11% годовых). Продолжительность долга составила 3 года. Стандартное отклонение стоимости активов принималось равным 45%. Обязательства компании представлены краткосрочными обязательствами и составили 573 млн. долл. Исходные данные для модели Блэка-Шоулза были сведены в таблицу 2.

Если подставить известные величины, соответственно, в модель Блэка-Шоулза, получим следующие выводы о стоимости оцениваемой компании: вероятность того, что стоимость активов компании в период до даты погашения имеющейся задолженности будет не ниже величины задолженности, т. е. предприятие не будет в положении банкротства, равна 99,9%. А стоимость самой компании с учетом стандартного нормального распределения вероятностей составила на дату оценки 39137 млн. долл., что на 35% выше рыночной капитализации на дату оценки.

Стоимостной анализ ОАО «Газпром» показал, что благоприятная рыночная конъюнктура в 2008 году привела к росту выручки «Газпрома» на 47%. Кроме того, «Газпром» смог показать весьма эффективное управление операционными издержками. Так, издержки за вычетом закупок нефти, газа и нефтепродуктов за год выросли всего на 14%. В результате, рост прибыли до вычета налогов составил 64%, что является одним из наивысших показателей в отрасли.

В краткосрочном периоде порядка 85% выручки «Газпрома» от экспорта газа застраховано штрафами за недобор газа, что должно ослабить негативный эффект от падения спроса на газ в Европе более чем на 40% в начале 2009 года. Выручка от поставок на внутренний рынок застрахована на 65%, однако падение внутреннего спроса на газ оказалось гораздо меньше, чем в Европе.

«Газпром» сохраняет финансовую устойчивость даже в условиях кризиса. При отношении долга к собственному капиталу 24% компании удастся брать сравнительно недорогие кредиты и размещать облигации по средневзвешенной ставке около 9% годовых. При этом госу-

Таблица 1. SWOT анализ компании «Лукойл»

Сильные стороны	Слабые стороны	Возможности	Угрозы
<ul style="list-style-type: none"> – высокая степень вертикальной интеграции бизнеса; – высокие стандарты корпоративного управления и высокая репутация; – в пятерке лидеров нефтяной отрасли; – продуманное управление рисками; – стратегическое партнерство с СопосоPhillips в нефтедобыче и Газпромом в газовой отрасли; – использование передовых технологий в добыче и переработке; – оперативные меры в ответ кризису 	<ul style="list-style-type: none"> – сильная истощенность старых месторождений – сложности в получении антикризисной помощи от государства – ограниченный доступ к нераспределенному фонду стратегических месторождений – зависимость от транспортной инфраструктуры Транснефти; – подверженность негативному эффекту «ножниц Кудрина» 	<ul style="list-style-type: none"> – разработка крупных месторождений совместно с СопосоPhillips в Ираке – приоритетный доступ к газотранспортной системе Газпрома – синергетический эффект от будущих поставок собственного газа на ТГК-8 – покупка доли в компании Repsol для повышения перерабатывающих мощностей – повышение доли в НПЗ ISAB до 75% либо до 100% по опциону – ввод банка качества нефти в России 	<ul style="list-style-type: none"> – падение добычи нефти в Западной Сибири – повышение влияния со стороны государства – внедрение чиновников в менеджмент и совет директоров – концентрация большого пакета акций в руках одного человека – закрытие доступа к нефтепроводу Одесса-Броды в будущем

Таблица 2. Сведения об оцениваемом объекте (ОАО «Лукойл»)

Элемент формулы	Обозначение	Величина
Текущая стоимость всех активов предприятия, млн. долл.	S_0	39 875
Номинал долгов, млн. долл.	K	1 200
Безрисковая ставка доходности, %	r	11
Период исполнения обязательств оцениваемой фирмы, лет	t	3
Среднее квадратическое отклонение стоимости активов, %	σ	40

дарство готово оказать финансовую помощь компании в случае необходимости.

В начале 2011 года планируется запуск в эксплуатацию газопровода Северный Поток, который увеличит экспорт газа на 10%, а к 2013 году ожидается удвоение мощности газопровода. Еще через два года, к 2015 году, ожидается ввод Южного Потока, который увеличит экспорт газа еще на 11% и обеспечит «Газпрому» конкурентное преимущество при поставках среднеазиатского газа в Европу.

На начало 2008 года аудированные доказанные запасы природного газа компании составили 18,3 трлн. куб. м., запасы газового конденсата – 569 млн. тонн, запасы нефти – в 727 млн. тонн. Показатель обеспеченности запасами компании по итогам 2008 года составил 33 года. «Газпром» ведет активную геологоразведочную деятельность, что позволяет компании добиваться восполнения запасов, опережая добычу за последние годы.

Общая добыча природного газа «Газпромом» в 2008 году составила 550,6 млрд. куб. м., что на 0,3% больше чем в 2007 году. Планируется ввод нескольких крупных месторождений газа, которые дадут существенный прирост общей добычи «Газпрома». Цена газа, устанавливаемая «Газпромом» для европейских потребителей, фиксируется с помощью формул, прописанных в долгосрочных контрактах, на основе рыночных принципов. Прогноз цен на газ, реализуемый «Газпромом» представлен на рисунке 2.

«Газпром» тратит большую часть своих капиталовложений на модернизацию и расширение газотранспортной инфраструктуры. В 2008 году в транспорт газа «Газпром» инвестировал более трети своих капиталовложений. В ближайшие десять лет ожидается дальнейшее увеличение этой доли. Это связано не только со строительством газопроводов Северный Поток, Южный Поток и новых газопроводов в России. Таким образом, общий объем капиталовложений «Газпрома» в следующие пять лет будет расти довольно интенсивно, среднегодовым темпом 4,9%. SWOT анализ компании «Газпром» в таблице 3.

Оценка стоимости ОАО «Газпром» по модели Блэка-Шоулза показала, что обязательства компании представ-

лены краткосрочными обязательствами и составили 7300 млн. долл. Исходные данные для модели Блэка-Шоулза были сведены в таблицу 4.

Если подставить известные величины, соответственно, в модель Блэка-Шоулза [1-3], получим следующие выводы о стоимости оцениваемой компании: вероятность того, что стоимость активов компании в период до даты погашения имеющейся задолженности будет не ниже величины задолженности, т. е. предприятие не будет в положении банкрота, равна 99,9%. Стоимость самой компании с учетом стандартного нормального распределения вероятностей составила на дату оценки 155 828 млн. долл., что на 58% выше рыночной капитализации на дату оценки.

Стоимостной анализ ОАО «Сбербанк» показал, что на данную компании сильное влияние оказывает ситуация в финансовом секторе РФ, которая в 2009 году остается напряженной. Трехмесячные ставки на рынке межбанковского кредитования (МБК) сохраняются на уровне выше 20%, в то время как долларовой Libor опустился почти до 1%. Важным негативным моментом является ухудшение качества кредитного портфеля банковского сектора. Просроченная задолженность увеличилась с 2,0% в конце ноября до 3,8% на начало января.

В 2009 году большинство российских банков продолжают испытывать дефицит среднесрочного и долгосрочного фондирования, и актуальным вопросом для многих будет не развитие, а сохранение бизнеса. Хотя на долю Сбербанка и приходится от 20% до 55% рыночной доли в различных сегментах, работает он не совсем по общим правилам. Принимая во внимание статус «проводника ликвидности», а также репутацию наиболее надежного российского банка, у Сбербанка не возникнут проблемы с фондированием в обозримой перспективе.

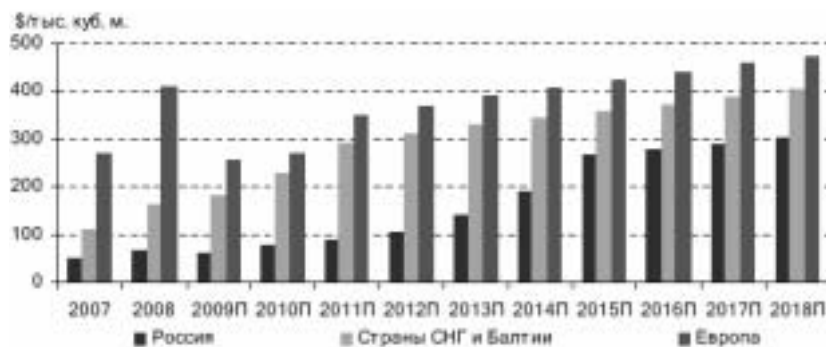


Рисунок 2. Прогноз цен на газ, реализуемый «Газпромом», \$/тыс. куб. м.

Наиболее существенным риском для Сбербанка в условиях развития финансового кризиса и снижения платежеспособности клиентов является ухудшение качества его кредитного портфеля. Данная тенденция уже получила развитие в конце 2008 года, когда доля просроченной задолженности кредитного портфеля увеличилась с 1,1% в конце сентября до 1,7% на 1 декабря. Динамика отношения просроченной задолженности и резервов к совокупным кредитам Сбербанка, а также уровень покрытия просроченной задолженности представлена на рисунке 3.

Как видно из рисунка 3 ожидается резкий рост просроченной задолженности в декабре 2008-го и 2009 году.

Ослабление валютного курса рубля не наносит прямого ущерба Сбербанку, обладающему очень сбалансированной валютной струк-

турой баланса. Таким образом, девальвация рубля не отразится в рублевом отчете о прибылях и убытках.

«Сбербанк» в сегменте розничных депозитов имеет статус «наиболее надежного госбанка», что будет способствовать увеличению доли вкладов в условиях развития кризисных тенденций. Дополнительным драйвером данного сегмента будет увеличение процентных ставок по депозитам и целевая маркетинговая кампания. В сегменте кредитования перспективы по увеличению рыночной доли также наиболее многообещающие: статус «проводника ликвидности» в экономику и доступ к государственным источникам фондирования создают все необходимые условия для увеличения его рыночной доли.

Оценка стоимости ОАО «Сбербанк» по модели Блэка-Шоулза показала, что обязательства

Таблица 3. SWOT-анализ

Сильные стороны	Слабые стороны	Возможности	Угрозы
<ul style="list-style-type: none"> – крупнейшая газодобывающая компания в мире; – монопольное владение газотранспортной системой России; – монопольное право на экспорт газа из России; – крупнейший поставщик газа в Европу; – возможность влиять на независимых производителей газа в России; – налоговая нагрузка ниже, чем в нефтяной отрасли 	<ul style="list-style-type: none"> – социальная ответственность перед населением России; – регулируемые цены на газ в России ниже экспортного нэтбэка; – контроль государства не всегда эффективен; – преследование политических целей в некоторых инвестиционных проектах; – статус стратегического предприятия страны ограничивает информационную прозрачность; – подверженность политическому риску 	<ul style="list-style-type: none"> – строительство газопровода Голубой Поток-2; – выгоды от либерализации рынка газа в России; – развитие транспортной инфраструктуры для сжиженного природного газа; – объединение всех нефтяных активов в единую компанию. Реструктуризация «Газпром Нефти»; – финансовая помощь со стороны государства в случае необходимости; – строительство газопровода Голубой Поток-2; – выгоды от либерализации рынка газа в России; – развитие транспортной инфраструктуры для сжиженного природного газа; – объединение всех нефтяных активов в единую компанию. Реструктуризация «Газпром Нефти»; – финансовая помощь со стороны государства в случае необходимости 	<ul style="list-style-type: none"> – газопровод Набукко, как основной конкурент Южному Поток; – конфликты со странами транзитерами газа; – риск конфликта с Туркменией; – НДПИ на газ, не менявшийся три года, может быть существенно повышен; – повышение влияния со стороны государства; – ориентация Европы на возобновляемые источники энергии; – газопровод Набукко, как основной конкурент Южному Поток; – конфликты со странами транзитерами газа; – риск конфликта с Туркменией; – НДПИ на газ, не менявшийся три года, может быть существенно повышен; – повышение влияния со стороны государства; – ориентация Европы на возобновляемые источники энергии

Таблица 4. Сведения об оцениваемом объекте (ОАО «Газпром»)

Элемент формулы	Обозначение	Величина
Текущая стоимость всех активов предприятия, млн. долл.	S_0	160 000
Номинал долгов, млн. долл.	K	7 300
Безрисковая ставка доходности, %	r	11
Период исполнения обязательств оцениваемой фирмы, лет	t	3
Среднее квадратическое отклонение стоимости активов, %	σ	40

компании представлены краткосрочными обязательствами и составили 5538 млрд. руб. Исходные данные для модели Блэка-Шоулза сведены в таблицу 5.

Если подставить известные величины, соответственно, в модель Блэка-Шоулза, получим следующие выводы о стоимости оцениваемой компании: вероятность того, что стоимость активов компании в период до даты погашения имеющейся задолженности будет не ниже величины задолженности, т. е. предпри-

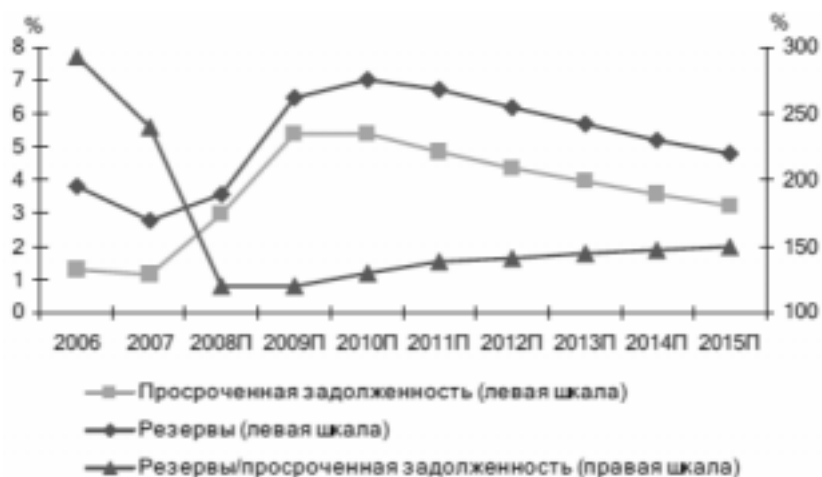


Рисунок 3. Динамика отношения просроченной задолженности и резервов к совокупным кредитам Сбербанка, а также уровень покрытия просроченной задолженности

Таблица 5. Сведения об оцениваемом объекте (ОАО «Сбергательный банк»)

Элемент формулы	Обозначение	Величина
Текущая стоимость всех активов предприятия, млн. долл.	S_0	6 607
Номинал долгов, млн. долл.	K	5 538
Безрисковая ставка доходности, %	r	11
Период исполнения обязательств оцениваемой фирмы, лет	t	3
Среднее квадратическое отклонение стоимости активов, %	σ	40

ятие не будет в положении банкрота, равна 79%. А стоимость самой компании с учетом стандартного нормального распределения вероятностей составила на дату оценки 2 092,425 млрд. руб., что на 120% выше рыночной капитализации на дату оценки.

Таким образом, фундаментальный анализ исследуемых компаний ОАО «Лукойл», «Газпром» и «Сбербанк» показал их инвестиционную привлекательность и недооцененность на фондовом рынке, то целесообразно включить акции данных компаний в инвестиционный портфель.

7.12.2010

Список литературы:

1. Ширяев А.Н. Основы стохастической финансовой математики: в 2 т. -М.: ФАЗИС, 1998.-1056с.
2. Black F., Sholes M. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. Journal of Political Economy. – 1973. – №3. – P. 637 – 659.
3. Рутгайзер В.М., Егоров О.В. Модели Ольсона и Блэка-Шоулза и российская практика оценки стоимости бизнеса // Российское предпринимательство. – М.: 2008. – №2. – С. 33 – 55.

Сведения об авторе: **Буреш А.И.**, старший преподаватель кафедры математических методов и моделей в экономике. 460018, г. Оренбург, пр-т Победы, 13, ком. 6309, тел. (3532) 202313

UDC 334.723.6

Buresh A.I.

FUNDAMENTAL COST THE ANALYSIS OF THE JOINT-STOCK COMPANIES OF THE RUSSIAN FEDERATION

On the basis of the fundamental cost analysis selection of the enterprises which actions will be included into an investment portfolio is made. The most reliable, backbone and profitable enterprises are analyzed.

Keywords: investments, the SWOT-analysis, fundamental cost the analysis, model of Black-Scholes.

References:

1. Shiryayev A.N. Bases of stochastic financial mathematics: In 2 v. -M.: PHASIS, 1998.-1056p.
2. Black F., Sholes M. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. Journal of Political Economy. – 1973. – №3. – P. 637 – 659.
3. Rutgaizer V.M., Egorov O.V. Models of Olson and Black-Scholes, and The Russian practice of business valuation // The Russian business. – М.:2008. – №2. – P.33 – 55.