

*Шипицын А. В. канд. экон. наук, доц.**Белгородский университет кооперации, экономики и права*

## ИНВЕСТИЦИОННАЯ ОЦЕНКА БАНКОВСКИХ АКЦИЙ И ЕЕ ПРОБЛЕМЫ (НА ПРИМЕРЕ ОАО «ГАЗПРОМБАНК»)

market\_div@mail.ru

*В статье осуществлена практическая оценка инвестиционной стоимости обыкновенных акций ОАО «Газпромбанк». Описаны проблемы, возникающие при оценке акций индивидуальным инвестором.*

*Ключевые слова:* инвестиционная оценка акций, фундаментальный анализ акций.

Инвестиционная оценка акций, или фундаментальный анализ акций, - это инструмент для поиска «справедливой» цены акций и сравнения ее с текущей рыночной ценой. В ситуации отклонения рыночной цены от «справедливой» инвестор может купить недооцененные рынком акции и коротко продать переоцененные. Постулатом фундаментального анализа является положение, что рыночные цены могут отклоняться от справедливых цен, но со временем к ним обязательно возвращаются, поэтому инвестор, имея представление о справедливых ценах, может получить доходность выше средней.

Основателями фундаментального анализа были Бенджамин Грэхем и Давид Додд [1], из современных авторов можно назвать, например, Асвата Дамодарана [2]. Однако, несмотря на достаточный срок развития инвестиционной оценки, в мировом сообществе оценщиков нет окончательного согласия по многим вопросам и существуют разнообразные мнения. Поэтому основной проблемой оценки акций и фундаментального анализа является не теория, а практическая реализация оценки. Эта проблема особенно остро касается оценки акций российских компаний, большинство которых не торгуется или неликвидны.

В этой статье мы попытаемся практически оценить акции Газпромбанка, исходя из теории оценки [2] и возможностей индивидуального инвестора, располагающего только публикуемой информацией и ограниченными временными и финансовыми ресурсами. Опишем также основные проблемы, которые возникают при оценке банковских акций. Оценка акций Газпромбанка проводилась на дату 1 января 2011 года.

### **1. Оценка акций Газпромбанка затратным подходом**

В затратном подходе стоимость бизнеса равна рыночной стоимости активов, задействованных в бизнесе. А стоимость собственного капитала равна стоимости бизнеса, уменьшенной на рыночную стоимость долга. Затратный подход имеет два метода: метод чистых активов и метод ликвидационной стоимости.

**Оценка по методу чистых активов.** Этот метод адекватно оценивает стоимость финансовых компаний (Газпромбанка в том числе), потому что балансовая стоимость активов финансовой компании незначительно отличается от их рыночной стоимости.

Рассматривая активы Газпромбанка в балансовой ведомости, мы видим, что большинство активов оценены по рыночной стоимости (денежные средства, средства в других банках, ценные бумаги). Их стоимость можно рассчитать за минусом «Резервов на убытки» из пассива баланса.

Правильным подходом будет продисконтировать все выданные ссуды и кредиты, затем использовать приведенную стоимость активов и пассивов, предусматривающих процентные платежи и дивиденды. Для этого нужно иметь детальную информацию по всем статьям баланса (сумма, требуемая ставка доходности, срок погашения, ставка дисконтирования). В силу недостаточности информации мы не можем провести подобные расчеты и оставим балансовую оценку как единственную для нас возможную.

Проблемными активами с точки зрения оценки являются «Инвестиции в дочерние предприятия», «Основные средства, нематериальные активы и запасы», и «Прочие активы». В сумме эти статьи составляют 58 426 730 тыс. руб. или 3,64% всех активов. Проблема этих активов состоит в том, что они оценены по исторической стоимости, очень редко совпадающей с их текущей рыночной стоимостью. Для переоценки их по рыночной стоимости нужно переоценить каждый имеющийся актив. Например, в основных средствах, каждое здание должно быть переоценено по сложившимся рыночным ценам на дату оценки. Акции дочерних предприятий – переоценены по каждому предприятию (в отчете по ценным бумагам мы нашли 39 дочерних предприятий). Прочие активы – аналогичная переоценка по каждому активу. В силу ограниченности информации мы не можем решить эту проблему, равно как и сделать логичные предположения об их рыночной стоимости (она может быть как намного выше, так и намного ниже балансовой). Единственным выходом мы видим использование балансовой стоимости этих активов в качестве рыночной.

Рассматривая пассивы Газпромбанка, мы видим, что большинство заемных средств оценено по рыночной стоимости (депозиты, средства других банков), потому что это денежные средства, переданные банку на некоторый срок, и их стоимость не изменяется.

Проблемными активами для оценки являются долгосрочные «Финансовые обязательства», «Выпущенные долговые обязательства», и «Про-

чие обязательства», которые должны быть оценены по рыночной стоимости. В сумме эти статьи составляют 72563172 тыс. руб., или 4,52% активов. В балансе они оценены по номинальной стоимости, в то время как при обращении на рынке их стоимость может значительно отличаться от номинальной, в зависимости от сложившихся процентных ставок.

Сделать рыночную оценку находящихся в обращении облигаций можно по котировкам на дату последней отчетности (1 января 2011 г.). Рыночную стоимость облигаций можно определить, умножив их номинальную стоимость на котировку в процентах. Просуммировав рыночную стоимость всех выпусков облигаций, и вычтя номинальную стоимость, мы получим положительную разницу в  $143\,379\,644 - 143\,060\,081 = 2\,319\,563$  тыс. руб., на эту разницу рыночная стоимость облигаций превышает балансовую и ее надо добавить к балансовой стоимости долга.

Теперь, когда мы имеем всю информацию об активах и долге, мы можем оценить Стоимость собственного капитала Газпромбанка = Рыночная стоимость активов – Рыночная стоимость долга =  $1\,606\,972\,628 - (1\,478\,595\,153 + 2\,319\,563) = 126\,057\,912$  тыс. руб.

Газпромбанк имеет 1 997 777 выпущенных акций (номинальной стоимостью 1000 руб.), таким образом, стоимость одной акции будет равна 63 099,09 руб.

Для сравнения - балансовая стоимость акции равна 64 216,16 руб. То есть оценка акции по методу чистых активов меньше балансовой стоимости акции, потому что рыночная стоимость долга выше его балансовой стоимости.

У нашего расчета есть проблемы: 1) основные средства, нематериальные активы, запасы, инвестиции в дочерние предприятия взяты по балансовой стоимости, но их рыночная стоимость может отличаться от балансовой; 2) выданные ссуды и полученные депозиты и кредиты не дисконтировались, и взяты по балансовой стоимости, но их рыночная стоимость может отличаться от балансовой. Мы не можем знать, насколько, и в какую сторону эти недостатки искажают стоимость собственного капитала банка.

**Оценка по методу ликвидационной стоимости.** В нашем случае этот метод не имеет практического смысла, потому что не соблюдаются условия применения метода. Экономические выгоды от продолжения бизнеса превышают сумму, получаемую от реализации активов. Активы банка, которые можно реализовать – это основные средства и нематериальные активы (с большой потерей стоимости), ценные бумаги (если они неликвидные – то с большой потерей стоимости), ссудный портфель (с потерей стоимости). Потеря стоимости произойдет в силу специфичности активов (банковское оборудование, ссудный портфель), в силу всевозможных юридических, брокерских, административных и других издержек, а

также в силу большого объема активов (мы говорим о продаже активов третьего по величине банка России). Потери стоимости могут составить 5-10% в лучшем случае, а взятые банком депозиты и кредиты все равно нужно возвращать. Собственный капитал банка по балансу составляет 8% от активов, поэтому его может не хватить даже на покрытие издержек при продаже активов. Получается, что оценка собственного капитала по методу ликвидационной стоимости равна нулю или ниже нуля. Других причин использовать метод, таких как конфликт с миноритариями или предстоящая ликвидация бизнеса также нет. Возможного банкротства банка вряд ли стоит ожидать (один из лучших кредитных рейтингов в России). Поэтому для работающего банка мы будем придерживаться принципа «действующего предприятия» и оценивать его другими методами.

## **2. Оценка акций Газпромбанка доходным подходом**

В доходном подходе стоимость компании определяется величиной дисконтированных потоков выгод, приносимых бизнесом. Доходный подход предоставляет оценщику два основных метода – метод капитализации и метод дисконтирования. Основная разница между этими методами в том, что метод капитализации предполагает постоянные денежные потоки (возможно со стабильным темпом роста), а метод дисконтирования используется при изменчивых денежных потоках в краткосрочном периоде, которые становятся постоянными в долгосрочном периоде. В практическом применении оба метода имеют две основные трудности: 1) прогнозирование денежных потоков и 2) определение величины ставки дисконтирования (капитализации).

Проанализируем **денежные потоки** Газпромбанка по отчету о прибылях и отчету о денежных потоках. Для расчета потоков экономических выгод на собственный капитал точкой отчета является годовая чистая прибыль, которую надо скорректировать. Корректировки включают: + неденежные расходы, +/- изменения операционного капитала, - капитальные затраты, +/- изменение финансовых обязательств, - привилегированные дивиденды. Отчет о денежных потоках во многом уже включает эти корректировки. Нам необходимо выделить устойчивые и изменчивые денежные потоки и понять, насколько мы можем опираться на них при прогнозировании будущих потоков.

Мы сгруппировали денежные потоки по признаку устойчивости. Устойчивые денежные потоки относятся к основным операциям банка – он должен получать депозиты, выдавать ссуды, производить обслуживание счетов и получать за это комиссионные, нести операционные расходы, производить капиталовложения в основные средства и начислять амортизацию. Можно сказать, что получение дохода по ценным бумагам, а также их покупка, продажа и хранение до погашения

также устойчивые операции, потому что денежные потоки по крайней мере имеют один знак и сходный размер из года в год.

Валютные операции, изменение резервов, налоги, а также увеличение или уменьшение активов и пассивов мы отнесли к изменчивым денежным потокам, потому что они сильно колеблются по своей величине от года к году и меняют знак. Некоторые статьи (налоги, изменение резервов, продажа основных средств) мы отнесли к изменчивым потокам в силу случайного характера их величины по периодам.

Результаты группировки денежных потоков вызывают разочарование, потому что стоимостной размер изменчивых потоков не сильно отличается от размера устойчивых потоков. По этой причине конечный результат – денежный поток на собственный капитал сильно колеблется (с изменением знака) по годам. И если мы вполне можем полагаться на устойчивые потоки при прогнозировании, то случайные потоки невозможно прогнозировать, потому что их величина зависит от таких факторов: 1) управленческих решений в конкретном периоде, 2) финансового результата от этих решений за конкретный период. Например, решение проводить операции с валютой исторически дало банку как прибыль, так и существенный убыток, однако мы не можем знать, будут ли менеджеры спекулировать на валютном рынке в прогнозном периоде, каков будет их размер позиции, и какой от этой деятельности будет финансовый результат. Подобные управленческие решения, которые невозможно прогнозировать, касаются изменения резервов, продажи основных средств, изменения размеров позиций по ценным бумагам, ссудной задолженности, изменения размеров отдельных источников краткосрочного финансирования. Вывод – в нашем случае, доходный подход терпит фиаско из-за невозможности прогнозировать денежные потоки.

Рассмотрим определение **ставки дисконтирования** на собственный капитал Газпромбанка. Существует несколько методов ее определения, главным образом *build-up*, *CAMP*, фактической исторической доходности, арбитражного ценообразования.

В модели **build-up** ставка дисконтирования «строится» из компонентов доходности и риска – безрисковой ставки  $R_f$ , премии за риск вложений в акции  $EPR$ , и премии за специфические риски вложения в данную компанию  $SRP$ . По сути, два первых компонента в сумме – это доходность вложения в диверсифицированный портфель акций. Оценить сумму  $R_f + EPR$  для российских акций можно по средней доходности фондового индекса ММВБ. Мы взяли все доступные данные с сентября 1997 по 2011 год и рассчитали среднемесячную капитальную доходность индекса ММВБ. Ее значение за этот период равно +2,70%, а в годовом выражении +32,45%. Если брать данные только на начало года за этот период, то

среднегодовая доходность составит +37,71%. Можно использовать индекс «ММВБ Финансы», котирующийся с ноября 2008 года. Среднемесячная доходность этого индекса равна +3,62%, а в годовом выражении +43,42%. Минимум, максимум, медиана и среднее квадратичное отклонение «ММВБ Финансы» выше, чем индекса ММВБ, то есть риск финансовой отрасли выше, чем в среднем по рынку.

Специфический риск инвестиций в Газпромбанк существует, но он не высок, потому что это третий по величине банк России и его кредитные рейтинги высоки. Возможно, что специфический риск Газпромбанка ниже, чем в среднем по финансовой отрасли. Мы допускаем, что премия за специфический риск  $SRP$  для Газпромбанка равна нулю.

Но почему получаются такие большие значения ставки дисконтирования? Если исходить из расчетов *SBB* по американскому рынку, то американский рынок акций с 1926 по 2003 год приносил в среднем +12,41% годовых. Получается, дополнительная премия российского рынка составляет  $37,71\% - 12,41\% = 25,30\%$ . Как ее объяснить? Частично ее можно объяснить повышенной инфляцией в России. Если верить статистике, то среднегодовая инфляция в России в 2000-2009 годах составляла 13,15%. Оставшиеся 12,15% частично можно объяснить страновым риском (нестабильностью власти, инфраструктуры, законов, налогов, валютного курса, процентных ставок), этот риск повышает как безрисковую ставку, так и премию за риск инвестирования в акции. Но все равно это слишком большая премия. Ставка дисконтирования в 37,71% означает, что денежные потоки 5-го года прогнозного периода теряют 80% будущей стоимости, 10-го года – 96% будущей стоимости, а 15-го года – 99% будущей стоимости. Дисконтирование по такой ставке крайне понижает стоимость бизнеса, а оценка акций по такой ставке покажет, что их рыночная цена в несколько раз больше их фундаментальной стоимости (то есть акции сильно переоценены рынком). По сути дела, рассчитанная нами величина ставки – это не что иное, как среднегодовая доходность индекса ММВБ в 1997-2010 годах. И это факт, который нельзя отбросить. Но и объяснить такую сверхдоходность с точки зрения здравого смысла тоже нельзя, поэтому метод *build-up* дал нам больше вопросов, чем ответов.

Поскольку акции Газпромбанка не обращаются в свободной продаже на рынке, и у них нет котировок, использование модели **CAMP** и метода **фактической доходности** для определения ставки дисконтирования не представляется возможным.

Использование теории **арбитражного ценообразования** может дать точку отсчета для ставки дисконтирования. Некоторые аналитические агентства публикуют ставки дисконтирования на собственный капитал для Сбербанка (13,0% ...

16,7%). Если учесть, что акции Газпромбанка неликвидны, то ставка дисконтирования у Газпромбанка должна быть выше, чем у Сбербанка. Добавим 5% премии за неликвидность и получим для Газпромбанка ставку дисконтирования 18% ... 21,7%. Это, с одной стороны, очень высокое значение, а с другой - очень низкое, потому что среднегодовая инфляция в 13,15% не учтена. Если ее добавить к найденному, то получится 31,15% ... 43,7%. Это почти совпадает с рассчитанным ранее значением 32,45 – 43,42% по методу build-up. Получается тот же результат: факты не поддаются объяснению с точки зрения здравого смысла, и при дисконтировании акции опять будут оценены в несколько раз ниже их возможной цены.

### 3. Оценка акций Газпромбанка рыночным подходом

В рыночном подходе стоимость компании определяется путем сравнения с рыночной стоимостью компаний-аналогов. Рыночный подход снабжает оценщика двумя методами: методом рынка капиталов и методом прецедентных сделок.

Главной проблемой при использовании этих методов является подбор компаний-аналогов. Для оценки Газпромбанка **методом рынка капиталов** в качестве компаний-аналогов мы будем использовать крупные российские банки, входящие в индекс «ММВБ Финансы», а именно: Сбербанк, ВТБ, БСП, Возрождение, Банк Москвы, Росбанк.

Для оценки мы будем использовать мультипликаторы, подходящие к банковской деятельности. Такими мультипликаторами будут P/E (отношение рыночной котировки акции к чистой прибыли на акцию), MVEС/ЕВТ (отношение рыночной стоимости собственного капитала к прибыли до выплаты налогов), MVEС/NCF-е (отношение рыночной стоимости собственного капитала к чистому денежному потоку акционерам). Выбор этих мультипликаторов основывается на том, что они подходят для банковской деятельности, в отличие от мультипликаторов, в формуле которых фигурирует выручка от продаж (для банка эта величина не релевантна), или активы (мы не имеем доступа к информации о деталях активов), или амортизация (у банков очень низкий процент основных средств в активах и соответственно низкая величина амортизации).

Рассчитаем мультипликаторы для компаний-аналогов, найдем их среднее значение по выбранным компаниям и используем его для оценки акций Газпромбанка. Мы не будем проводить нормализацию отчетности компаний-аналогов и каких-либо корректировок, потому что банковская отчетность достаточно верно отражает положение дел, как мы могли убедиться при анализе отчетности Газпромбанка. Мы также не будем корректировать значения мультипликаторов для компаний-аналогов, потому что их среднее значение сгладит все неровности.

Использование мультипликаторов для оценки акций заключается в расчете их средних значений, и использовании этих значений для оценки акций. Формулы расчета:

$$P^* = \text{среднее } P/E * E(\text{Газпромбанк})$$

$$P^* = \text{среднее } MVEС/ЕВТ * ЕВТ(\text{Газпромбанк})$$

$$P^* = \text{среднее } MVEС/NCF-е * NCF-е(\text{Газпромбанк})$$

где P\* – искомая оценка стоимости акций Газпромбанка.

Мультипликатор P/E показывает, насколько акции «дешевы». Чем ниже его значение, тем дешевле относительная цена акций. У Сбербанка и Банка Москвы P/E равно 13-15. У ВТБ его значение почти в два раза выше 24. Самое высокое значение у банка Возрождение 55. Среднее P/E = 28. С точки зрения инвестора надо покупать акции, у которых это отношение ниже, поэтому можно сказать, что покупка акций Сбербанка и Банка Москвы – хорошая инвестиция, а покупка акций банка Возрождение – плохая. Оценка акций Газпромбанка по мультипликатору P/E равна 172 219 руб. По мультипликатору MVEС/ЕВТ оценка акций Газпромбанка равна 135 246 руб. Эти значения в 2-3 раза выше балансовой стоимости акций Газпромбанка. Денежный поток на собственный капитал NCF-е у Газпромбанка отрицательный, поэтому мультипликатор MVEС/NCF-е использовать невозможно.

На наш взгляд, метод рынка капиталов – самый удобный в использовании при оценке акций. Однако у него есть концептуальный недостаток: мы можем получить оценку, согласующуюся с выбранными компаниями-аналогами, но эти компании сами по себе могут быть как переоценены, так и недооценены в сравнении с другими компаниями-аналогами, которых мы не выбрали, и наша оценка будет несостоятельна.

Мы не видим смысла в использовании **метода прецедентных сделок** для оценки акций Газпромбанка, потому что каждая историческая сделка особенна, имеет свои причины и обстоятельства, и их повторение для другой сделки невозможно.

Приведем найденные оценки стоимости акций Газпромбанка. На 1 января 2011 года по методу чистых активов мы получили 63 099 руб. Балансовая стоимость акции равна 64216 руб. По мультипликатору MVEС/ЕВТ мы получили 135 246 руб. По мультипликатору P/E мы получили 172 219 руб. Среднее значение всех этих оценок будет 108 695 руб. за одну акцию ОАО «Газпромбанк».

### БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Graham B., Dodd D. Security Analysis: Principles and Technique / Sixth Edition – McGraw-Hill, 2009.
2. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Пер. с англ. – 4-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс 2007. – 1340 с.