



СОПОСТАВЛЕНИЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ АКЦИЙ С ФУНДАМЕНТАЛЬНЫМИ ПОКАЗАТЕЛЯМИ КОМПАНИИ НА ПРИМЕРЕ ОАО «ГАЗПРОМ»

В.Е. Андреев,

аспирант СТИ НИТУ «МИСиС»

Научная специальность: 08.00.12 – Бухгалтерский учёт, статистика

*Научный руководитель: доктор экономических наук,
профессор, заведующий кафедрой «Экономический анализ,
финансы и аудит» СТИ НИТУ «МИСиС» **Виноходова А.Ф.***

*Рецензент: доктор экономических наук, профессор,
декан инженерно-экономического
факультета СТИ НИТУ «МИСиС» **Ильичёва Е.В.***

E-mail: veandreev@bk.ru

Аннотация. В данной статье рассмотрены методы анализа стоимости акций, приведены основные показатели финансовой отчётности по РСБУ и МСФО, выявлены сходства и различия между ними. Проведено сопоставление рыночной и балансовой стоимости акций ОАО «Газпром». Рассмотрена дивидендная политика компании. Сделаны выводы по проведённому анализу.

Ключевые слова: фондовый рынок, акция, фундаментальный анализ, финансовая отчётность, РСБУ, МСФО, «Газпром»

THE COMPARISON BETWEEN THE MARKET VALUE OF SHARES AND FUNDAMENTAL INDICES OF THE COMPANY TAKING AS AN EXAMPLE “GAZPROM”

V.E. Andreev,

graduate student of STI NITU “MISIS”

Annotation. In this article the methods of the analysis of the shares value have been examined, the basic indices of the financial accounts on RAS and IFRS have been shown, the resemblance and differences between them have found out. The comparison between market and balanced value of Gazprom's shares has been done. The dividend policy of the company has been considered. The conclusion on the carried out analysis has been drawn.

Keywords: stock market, stock, fundamental analysis, financial statements, RAS, IFRS, «Gazprom»

В настоящее время для оценки и прогнозирования стоимости акций компаний, обращающихся на фондовом рынке, используется два основных метода: фундаментальный [5] и технический анализ [4]. Для фундаментального анализа характерен поиск «внутренней» стоимости акции и сопоставление её с рыночной стоимостью. В случае, когда внутренняя стоимость акции ниже рыночной, акция считается недооценённой, справедливо и обратное утверж-

дение. Сторонники технического анализа считают, что вся существенная информация немедленно и в полной мере отражается на рыночной стоимости ценных бумаг, что сводит на нет идею фундаментального анализа. С другой стороны, возможность предугадать резкие изменения рыночной стоимости акций в момент выхода отчётности, важных новостей компании или общего настроения на рынке вряд ли можно отнести к компетенции технического



анализа. Технический анализ «бессилен» и против резкого увеличения ликвидности, когда объём торгов может вырасти в несколько десятков раз, при этом стоимость акции может измениться на десятки процентов. В большинстве случаев это происходит при входе или выходе крупных инвесторов, которые руководствуются именно фундаментальным анализом. В любом случае, рано или поздно, цена стремится к своим реальным значениям, будь-то повышение сильно недооценённой акции, или крах сильно «раздутых» компаний.

Целью нашей работы является сопоставление рыночной стоимости акций с их фундаментальной стоимостью на примере акций ОАО «Газпром» с 01.01.2006г. по 30.06.2012г. В качестве фундаментальной стоимости примем балансовую стоимость акции, рассчитанную по двум стандартам бухгалтерского учёта: РСБУ (российские стандарты бухгалтерского учёта) и МСФО (международные стандарты финансовой отчётности). В соответствии с РСБУ, под балансовой стоимостью понимается величина чистых активов компании на 1 обыкновенную акцию. В МСФО понятием, аналогичным чистым активам является капитал. Многие эксперты и аналитики считают, что данные, предоставленные по РСБУ, не подходят для оценки стоимости компании, т.к. в них «форма превалирует над содержанием», т.е. механизмы переоценки активов, а также методы начисления амортизации не отражают реальной стоимости активов компании. Эти недостатки должны быть устранены в отчётности по МСФО, раскрываемой большинством крупных компаний России и обязательной для всех публичных компаний с 2013г. [1]. С другой стороны, у МСФО есть и свои недостатки, например, формы не имеют строгой структуры (в отличие от РСБУ), могут применяться различные валюты, а также единицы измерения. Ещё одним недостатком отчётности по МСФО является то, что она выходит гораздо позже отчётности по РСБУ (отчётность «Газпрома» по МСФО выходит примерно через 4 месяца после окончания квартала, против 30 суток (за исключением годовой отчётности) для РСБУ). Таким образом, второй целью нашей работы является сравнение данных по обоим стандартам бухгалтерской отчётности и выяснение, принципиально ли различаются финансовые показатели по одной компании, или же значение введения МСФО несколько преувеличено.

Для фундаментального анализа нам потребуется ежеквартальная бухгалтерская отчётность по РСБУ, содержащаяся в ежеквартальных отчётах эмитентов и консолидированная финансовая отчётность по МСФО, доступные на официальном сайте компании [6].

В качестве исходных данных выберем следующие показатели:

1. Уставный капитал;
2. Итого по разделу III баланса + доходы будущих периодов (для МСФО равносильно капиталу, относящемуся к акционерам материнской компании);
3. Баланс (для МСФО: итого активы и обязательства);
4. Выручка;
5. Прибыль (убыток) от продаж;
6. Прибыль (убыток) до налогообложения;
7. Чистая прибыль (убыток).

Также отметим единицу измерения, принимаемую в данных формах (по РСБУ тыс. рублей, по МСФО млн. рублей) и величину номинальной стоимости акций (на протяжении рассматриваемого периода она не менялась и составляла 5 рублей).

Данные по уставному капиталу нам потребуются для приведения всех показателей к удельным значениям на одну обыкновенную акцию, т.к. данная величина (соответственно и количество акций) может изменяться со временем (у ОАО «Газпром» в рассматриваемом периоде уставный капитал не менялся).

Для расчёта балансовой стоимости акций нам нужно рассчитать величину чистых активов компании, которая после приведения принимает следующий вид:

$$ЧА = \text{Итого по разделу III} + \text{Доходы будущих периодов} \quad (1)$$

В свою очередь удельный показатель на одну обыкновенную акцию рассчитывается как:

$$ЧА^1 = ЧА / N_{об}, \quad (2)$$
$$N_{об} = (УК - N_{прив} * P_{ном.прив}) / P_{ном.об}, \quad (3)$$

где $N_{об}$ и $N_{прив}$ – количество обыкновенных и привилегированных акций, находящихся в обращении;

$P_{ном.об}$ и $P_{ном.прив}$ – номинальная стоимость обыкновенных и привилегированных акций.

Т.к. у «Газпрома» отсутствуют привилегированные акции, то формула расчёта чистых активов на 1 обыкновенную акцию примет следующий вид:

$$ЧА^1 = ЧА * P_{ном.об} / УК \quad (4)$$

Данный принцип применим к расчёту всех остальных удельных показателей.

Проведя предварительный анализ исходных и рассчитанных данных, можно сделать вывод о том, что чистые активы (капитал) и баланс (итого активы и обязательства) в целом прямо пропорциональны друг другу, при этом обязательства составляют 20-25% по РСБУ, что является хорошим показателем. Аналогичная зависимость наблюдается между выручкой и прибылью от продаж, а также прибылью до налогообложения и чистой прибылью, поэтому на графике покажем лишь часть показателей.



Для построения аналитических графиков используем следующие показатели:

1) Рыночная цена одной акции на момент закрытия торгов (еженедельно и ежеквартально, по данным информационного агентства «МФД-Инфо Центр»[7]);

2) Чистые активы (капитал) на одну акцию;

3) Удельная выручка на акцию;

4) Удельная чистая прибыль на акцию.

Два последних показателя приведём поквартально для 3 акций для лучшего визуального соизмерения с предыдущими показателями.

На рисунке 1 представлены основные удельные показатели ОАО «Газпром».

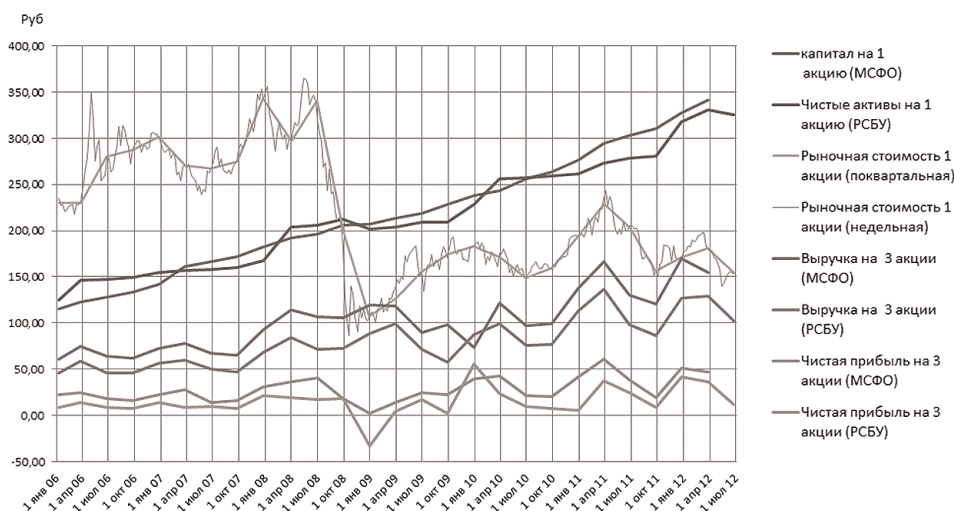


Рис. 1. Удельные финансово-экономические показатели ОАО «Газпром»

Как видно из вышеприведённых графиков, балансовая стоимость акции, рассчитанная по МСФО и РСБУ, в целом сопоставимы и характеризуется практически линейным ростом. До кризиса стоимость 1 акции ОАО «Газпром» находилась существенно выше балансовой стоимости, однако после стремительного падения рыночные котировки не только не вернулись к своим прежним уровням, но и существенно уступают балансовой стоимости акции. Это означает, что в настоящее время акция сильно недооценена и имеет высокую вероятность роста.

Стоимость чистых активов (капитала), объём выручки и прибыли от продаж по обоим стандартам бухгалтерской отчётности имеют выраженную тенденцию к росту, что определяется увеличением объёмов производства по основному виду деятельности и достаточным уровнем её эффективности.

Прибыль от продаж и чистая прибыль имеют явные расхождения в момент кризиса, особенно сильно это отражается на отчётности по РСБУ. Проанализировав пояснительные записки к финансовой отчётности по обоим стандартам, мы делаем вывод, что отчётность по МСФО действительно более объективна, т.к. основная разница в прочих доходах и расходах определяется лишь изменением курса валют, которая существенно выросла в момент кризиса. В то же время, по РСБУ, помимо курсовой разницы, весомую роль играет переоценка финансовых

активов по их рыночной стоимости. В результате по РСБУ за IV квартал 2008г. ОАО «Газпром» получил чистый убыток, соизмеримый с чистой прибылью за несколько предыдущих кварталов (при отсутствии реального «денежного» убытка), в то время как по МСФО получилась чистая прибыль, хоть и минимальная. Из этого также следует, что «Газпром» обладает довольно большим объёмом инвестиционных вложений, соизмеримых с показателями от основного вида деятельности.

Как отмечалось выше, за весь период исследования практически все основные финансово-экономические показатели компании растут, тем не менее, рыночная стоимость акций, в настоящее время, напротив, находится на гораздо более низком уровне. При этом связь рыночной стоимости с балансовой если и есть, то скорее обратная, что ещё больше затрудняет логическое объяснение ситуации. Определённую прямую связь можно найти между рыночной стоимостью и выручкой, а также, в меньшей степени, с чистой прибылью, при условии рассмотрения этих показателей не на всём промежутке времени, а на отдельных исторических этапах (докризисный и посткризисный).

Почему же после кризиса акции ОАО «Газпром» торгуются гораздо ниже своей справедливой стоимости? Быть может, это связано с ухудшением дивидендной политики компании, особенно значимой



для долгосрочных инвесторов? Давайте проанализируем дивидендную политику компании. Значения дивидендов, рыночной стоимости акций, а также

коэффициентов отношения дивидендов к цене акций и годовой чистой прибыли сведём в таблицу 1.

Таблица 1

Показатели дивидендной политики ОАО «Газпром» на 1 акцию

Дата	Рыночная цена, руб.	Дивиденды, руб.	D/P, %	D/E, % РСБУ	D/E, % МСФО
1 января 06	220,00	1,50	0,68	17,46	11,24
1 января 07	301,21	2,54	0,84	17,50	9,45
1 января 08	342,80	2,66	0,78	17,47	9,06
1 января 09	107,63	0,36	0,33	4,93	1,10
1 января 10	183,09	2,39	1,31	9,06	7,13
1 января 11	193,50	3,85	1,99	25,00	9,13
1 января 12	171,36	8,97	5,23	24,14	15,82
Ср. значение	217,08	3,18	1,60	16,51	8,99

Показатели дивидендной доходности наглядно изобразим на рис. 2.

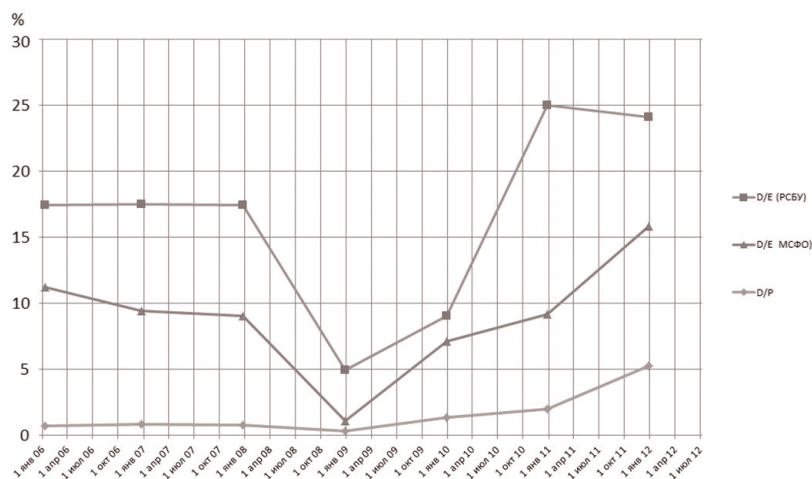


Рис. 2. Показатели дивидендной доходности

Коэффициент D/P (Величина дивиденда на 1 обыкновенную акцию / Рыночная цена 1 обыкновенной акции) показывает годовую дивидендную доходность, а коэффициент D/E (Величина дивиденда на 1 обыкновенную акцию / Чистая прибыль на 1 обыкновенную акцию) возможности её увеличения. Так у «Газпрома» дивидендная доходность постоянно возрастает, при этом существуют различия по относительному размеру, направляемому на выплату дивидендов из чистой прибыли по РСБУ и МСФО. Так по РСБУ за 2 последних года доля выплаты дивидендов

из чистой прибыли составляет порядка 25%, т.е. находится на верхней границе рекомендованного диапазона выплаты по мировой практике. С другой стороны, по МСФО после кризиса наблюдается стабильный рост. При этом максимальное значение 15,82%, зафиксированное в последнем отчётном году, ещё предполагает возможный рост в будущем. До кризиса значения D/P и D/E были существенно ниже, т.е. явно видно, что дивидендная политика «Газпрома» также улучшается. Необходимо отметить, что по величине дивидендной доход-



ности для государственных компаний ОАО «Газпром» в последние годы находится в лидерах, что также указывает на недооценённость компании.

Проведя данный анализ, мы пришли к следующим общим выводам:

1. В докризисный период рост стоимости компании был мало связан с её фундаментальными показателями, рыночная цена акций намного опережала балансовую.

2. В настоящее время у «Газпрома» напротив, рыночная стоимость акций примерно в 2 раза ниже балансовой стоимости.

3. Ни один из показателей бухгалтерской отчётности нельзя отнести к разряду «индикаторов» рыночной цены акции на всём рассматриваемом интервале времени.

4. У «Газпрома» наметился рост дивидендной доходности, что связано как с прозвучавшими заявлениями высокопоставленных чиновников о необходимости повышения дивидендных выплат, так и с определённой недооценённостью акций эмитента.

5. Российскому фондовому рынку в целом, и «Газпрому» в частности, не хватает ликвидности для большей самостоятельности. В связи с этим, на котировки акций влияние оказывают не только внутренние показатели компании, но и, в большей степени, состояние мировой экономики, особенно в странах Европы и США, что было доказано в предыдущих исследованиях [2].

6. По всем основным фундаментальным показателям акции «Газпрома» сильно недооценены, при этом к недостаткам компании можно отнести относительно низкий уровень корпоративного управления и менеджмента, указываемого большинством аналитиков и экспертов, а также акционеров компании [3].

7. Несмотря на некоторые различия, в целом показатели по МСФО и РСБУ соизмеримы, особенно в стабильный период. В случае если компания не имеет крупных финансовых вложений в рискованные финансовые активы (акции), эта разница сводится к минимуму. В общем, отчётность по МСФО можно рекомендовать как вспомогательный материал для более глубокого понимания отдельных статей бухгалтерской отчётности по РСБУ, т.к. использование одних МСФО неэффективно, в виду позднего выхода отчётности.

Литература

1. Бутрин Д. МСФО переведены на русский. В 2013 году этот вид отчетности станет обязательным для публичных компаний // газета «Коммерсантъ». – 2011. - №233 (4774). – С.3.

2. Виноходова А.Ф., Андреев В.Е. Исследование взаимосвязей мировых фондовых индексов как метод анализа российского фондового рынка // Образование. Наука. Научные кадры. - 2012. - №4. - С.109-115.

3. Гавшина О. Менеджменту «Газпрома» пришлось отбиваться от критики акционеров [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/companies/news/2230577/50>.

4. Кан М. Технический анализ. - СПб.: Питер, 2004. — 282 с.: ил.

5. Колмыкова Л.И. Фундаментальный анализ финансовых рынков. - СПб.: Питер, 2007. — 228 с.: ил.

6. Официальный сайт ОАО «Газпром» [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.gazprom.ru>.

7. Сайт информационного агентства «МФД-ИнфоЦентр» [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://mfd.ru>.