



Сравнительный анализ эффективности деятельности частных компаний и компаний с государственным участием

Презентация Проектно-учебной лаборатории анализа
финансовых рынков НИУ ВШЭ

Проект выполнен при поддержке RWC



Структура исследования

- *Эконометрическое тестирование* влияния присутствия государства в капитале публичных компаний на их рыночную стоимость и на принятие ключевых управленческих решений в области инвестиций и финансирования инвестиционной деятельности.
- *Кейсовое рассмотрение* аналогичных по бизнес-моделям компаний в рамках одной отрасли на предмет выявления выгод от присутствия государства в капитале (6 отраслей).



Эконометрическое исследование

Сравнение компаний с разной структурой акционерного капитала на временном горизонте 2006-2011.

• **Гипотеза 1:** публичные компании с государственным участием, работающие на российском рынке, в зависимости от отрасли, демонстрируют более низкую рыночную стоимость и финансовую устойчивость (у них наблюдается более низкий коэффициент Q Тобина).

• **Гипотеза 2:** концентрация акционерного капитала, наличие институциональных собственников и присутствие государства в капитале компании являются значимыми факторами в объяснении различий российских публичных компаний по рыночной стоимости.

Исследование подтвердило выдвинутые гипотезы.



Гипотеза исследования

Гипотеза исследования:

Существуют отрасли, где 1) государственное участие повышает эффективность компаний (с точки зрения влияния на их стоимость), 2) где участие государства нецелесообразно (компании с государственным участием менее эффективны) и 3) стратегически важные отрасли (например, с точки зрения безопасности), где государственное участие необходимо.

Задача исследования –

- выявить примеры отраслей (подотраслей), относящиеся к трем категориям;
- для рассматриваемых отраслей найти КРІ
- сделать выводы о ключевых факторах и взаимосвязях факторов, определить эффективность и целесообразность государственного участия и приватизации.



Факторы

Факторы, используемые при анализе отраслей:

1. Степень регулирования в отрасли – опросное исследование (уровень государственного регулирования цен, выпускаемой продукции; объем административных процедур, проверок и контроля; налоговое стимулирование; регулирование экспорта и импорта; объемы государственного финансирования и субсидии).
2. Концентрация в отрасли (расчет индекса Херфиндаля-Хиршмана по отраслям - доля выручки крупнейших игроков отрасли).
3. Финансовые показатели компаний отраслей по выделенным ключевым показателям (расчет рыночной стоимости по DCF, маржа прибыли, рентабельность продаж,).
4. Нефинансовые показатели компаний (например, изношенность мощностей, концентрация акционерного капитала, наличие банков в капитале, размер компании,.....) .



Кейсовое сравнение

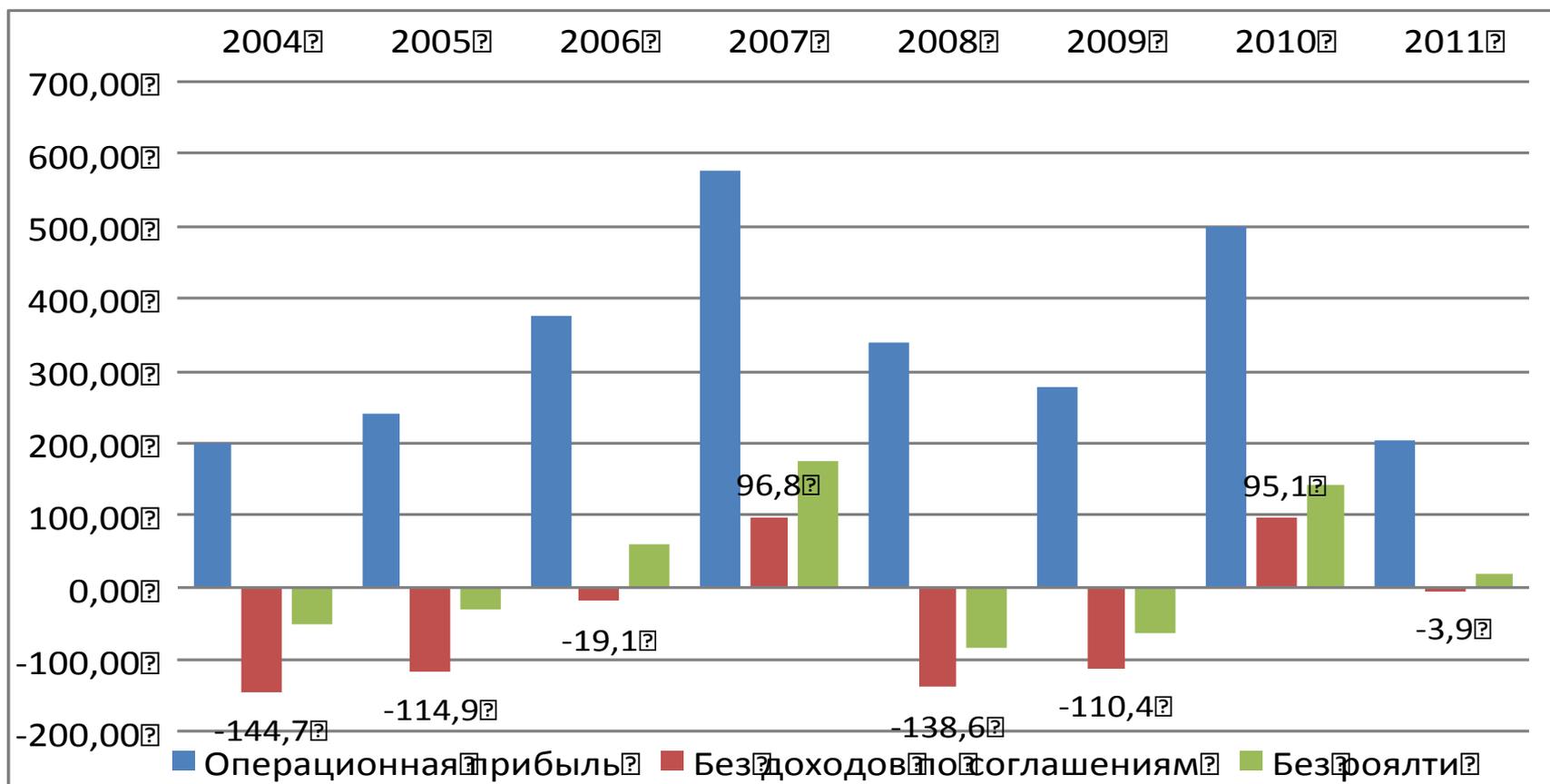
Сопоставление компаний с различной долей государственного участия

- 1.Авиакомпании.
- 2.Телекоммуникационные компании.
- 3.Компании машиностроения (производители автомобилей и комплектующих).
- 4.Нефтяная отрасль.
- 5.Железнодорожные контейнерные перевозки.
- 6.Электроэнергетика.
- 7.Финансовый сектор экономики – банки.



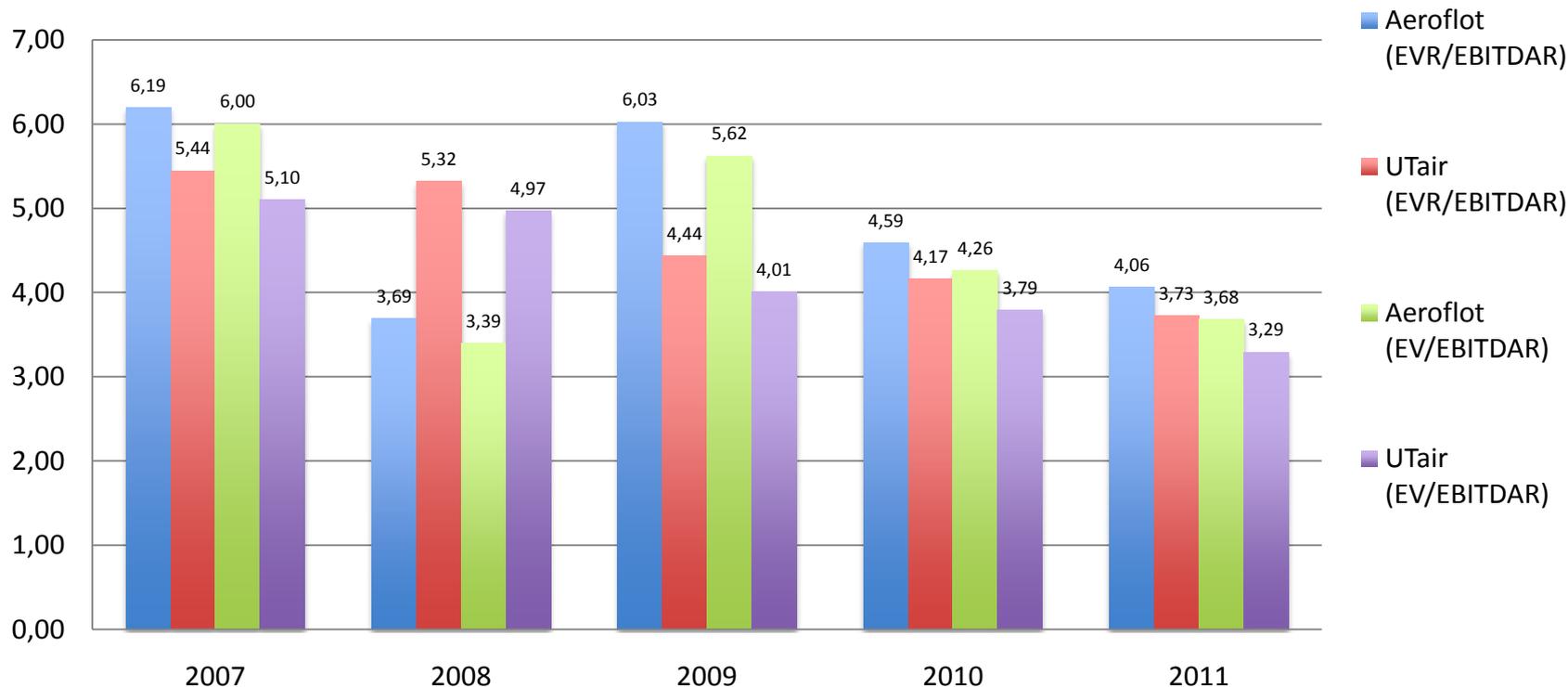
Авиационные перевозки (1)

Операционная прибыль Аэрофлота до и после коррекции выручки



Авиационные перевозки (2)

Специфические отраслевые показатели EVR/ EBITDAR и EV/EBITDAR



Телекоммуникации (1). Сопоставление с зарубежными аналогами. Нужна ли гос компания в телекоммуникационной отрасли?

Примечание: Мегафон выполняет заказы государства.

Company	State Ownership (Including indirect)	Net Income Growth (2011)	Q-Tobin's (2011)	ROA (2011)	ROE (2011)	P/E (2011)	Price/Ebitda
Rostelecom	53,20%	44,86%	1,37	9,86%	19,54%	9,64	3,79
France Telecom	26,95%	-20,18%	1,05	4,09%	13,75%	8,26	2,14
Telefonica	0	-46,85%	1,3	4,17%	23,45%	11,18	3,11





Машиностроение (1) - автопроизводители

Доля государства

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Автоваз	24%	24%	24%	19,1%	19,1%	19,1%
КАМАЗ	38,9%	37,8%	37,8%	37,8%	49,9%	49,9%
Соллерс	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ГАЗ	0%	0%	0%	0%	0%	0%

?



Машиностроение (2)

- Анализ, сравнение показателей и коэффициентов (Tobin's Q, Profit Margin, Financial Leverage и др.).
- Вывод: государственная помощь эффективна в случае нестабильной финансовой ситуации на рынке, высокой долговой нагрузки в компании.
- Появление эффективного иностранного собственника положительно сказывается на результатах государственных компаний. Мы бы рекомендовали приватизацию АвтоВАЗ и КАМАЗ, так как иностранные собственники готовы увеличить свою долю в капитале компаний и инвестировать в модернизацию производственных мощностей.



Нефтяная отрасль (1)

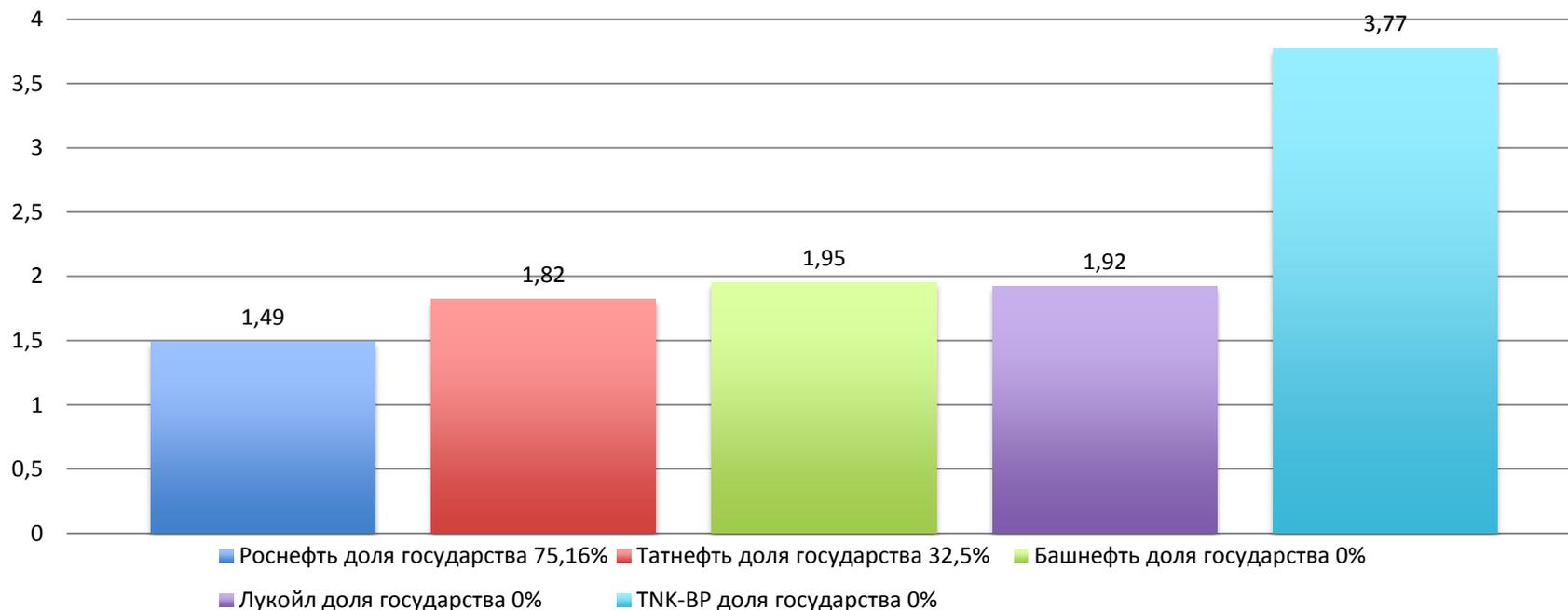
Company	Govern- ment Share	WACC, %	Net Fixed Assets (2011), mln. rub.	Reserves/ Production Ratio	EV/Average Daily Production (2011)	Production forecast (2017), thousands of barrels (daily average)	EBIT (2016) Forecast, mln.rub.
Роснефть	75,16%	10,31	2231000,00	16,45	1035,44	3555,00	306818,63
Татнефть	32,50%	9,82	430781,00	23,20	827,12	793,11	84185,00
Башнефть	0,00%	7,81	253209,25	18,44	1173,07	491,38	79427,84
Лукойл	0,00	9,70	1824796,38	19,97	685,10	3411,88	360631,03
TNK-BP	0,00	11,28	669838,38	14,02	855,94	2652,86	268583,25



Нефтяная отрасль (2)

На основании данных по среднесуточной добыче и прогнозу прибыли построена DCF-модель (данные по итогам 2011 года). Сравнивается коэффициент PV/Net Fixed Assets по выбранным компаниям (показатель экономического износа).

PV of Cash Flows to Net Fixed Assets





Нефтяная отрасль (3)

Вывод: частные нефтяные компании функционируют более эффективно, результаты подтверждают, что компании с меньшей или нулевой долей государства имеют более высокие показатели стоимости.



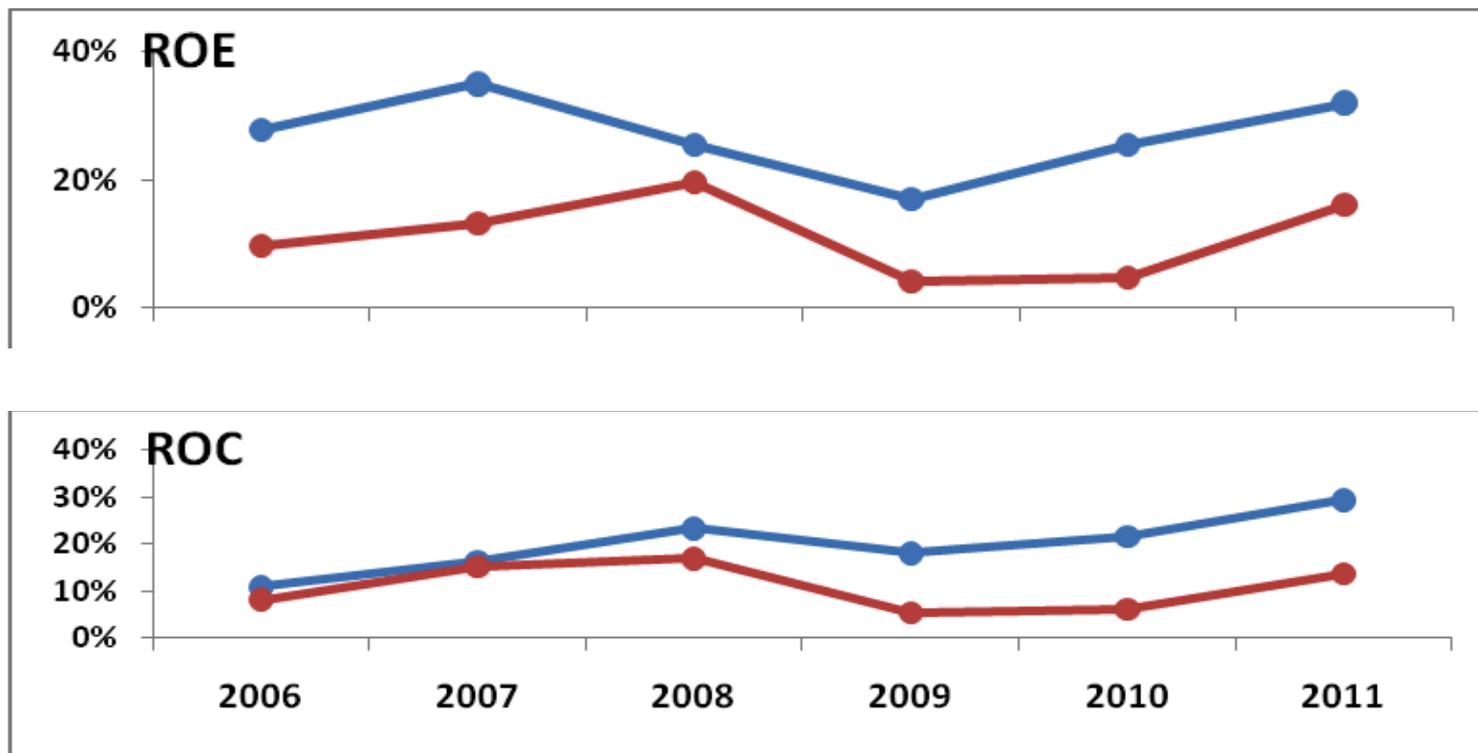
Железнодорожные контейнерные перевозки (1)

Сопоставление ТрансКонтейнер и Globaltrans.

Частная компания Globaltrans более эффективна по финансовым и производственным (операционным) показателям и менее подвержена внешним рыночным шокам.

Приватизация является обоснованным решением проблемы недостаточности инвестиций в отрасли и низкой конкурентной среды.

Железнодорожные контейнерные перевозки (2)



Динамика ROE, ROC компаний Globaltrans (синий) и ТрансКонтейнер (красный)

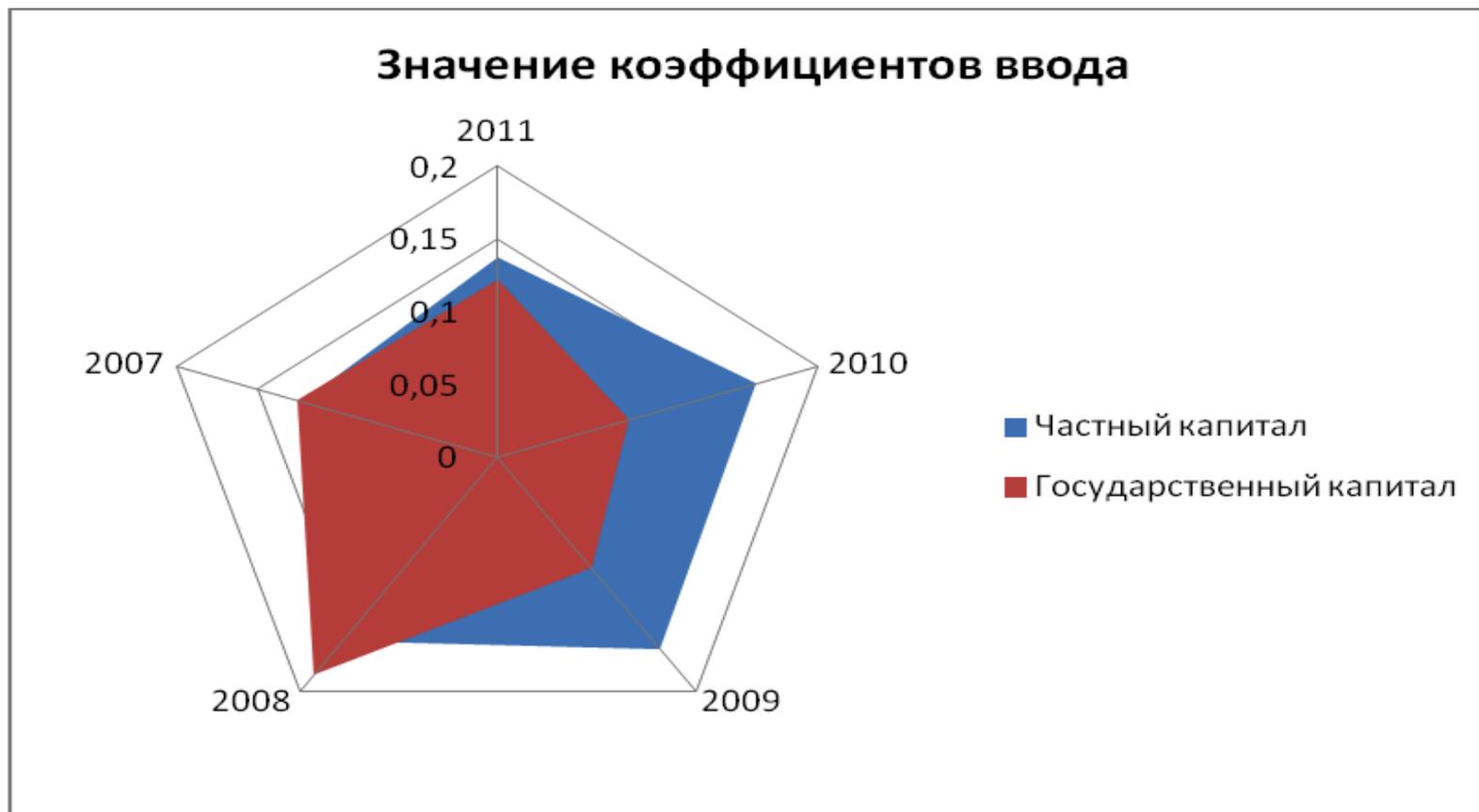


Электроэнергетика (1)

Косвенная доля государства выше 50%	Косвенная доля государства ниже 50%
ОГК-1	ОГК-3
ОГК-2	Э.ОН Россия
ТГК-1	Энел ОГК-5
Мосэнерго	Квадра
ТГК-11	Волжская ТГК

?

Электроэнергетика (2)





Электроэнергетика (3)

Мера измерения инвестиционной активности - коэффициенты ввода мощностей. Коэффициент ввода характеризует степень обновления основных средств.

Для компаний с государственным участием можно констатировать в среднем более низкую интенсивность обновления мощностей, чем для частных.



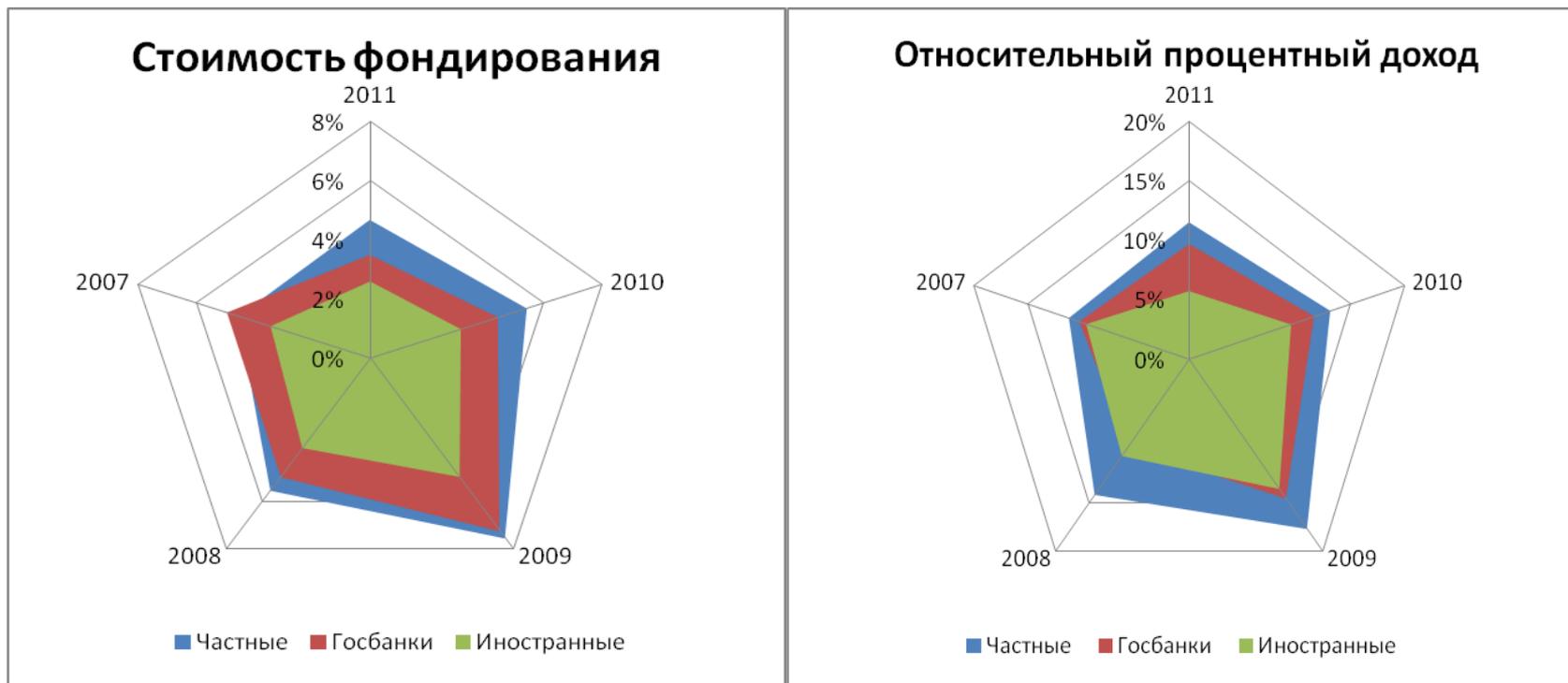
Финансовый сектор – Банки (1)

Сравнение 16 банков, 2007 – 2011 гг.

Государственные	Частные	Иностранные
Сбербанк	Альфа-Банк	Юникредит банк
Группа ВТБ	Промсвязьбанк	Росбанк
Газпромбанк	Номос банк	Райффайзен банк
	Уралсиб банк	Нордеа банк
	МДМ банк	
	Банк Санкт-Петербург	
	Московский кредитный банк	
	Ханты-мансийский банк	
	Петрокоммерц банк	



Финансовый сектор – Банки (2)





Финансовый сектор – Банки (3)

Выводы

Согласно данным, нельзя утверждать, что государственные банки характеризуются меньшей эффективностью (можно сопоставить отдельные банки).

Приватизация в перспективе одного-двух лет маловероятно окажет влияние на банковский сектор, поэтому государственным органам скорее следует сосредоточиться на максимизации возможных доходов от приватизации, а не на скорости ее проведения.



Выводы по отраслям

Стратегически важные:

1.Авиационные перевозки. Присутствие государства необходимо в рамках одной компании.

Не очевидный вывод:

Телекоммуникации. Присутствие государства временно объяснимо в одной компании, которая покрывает нужды государственных органов (Ростелеком).

Компании с государственным участием эффективны в:

1. Машиностроении. Однако появление эффективного иностранного собственника положительно сказывается на результатах государственных компаний.

Компании с государственным участием менее эффективны в:

1.Нефтяной отрасли. Частные нефтяные компании более эффективны.

2.Железнодорожных перевозках. Частная компания более эффективна по финансовым и операционным показателям.

3.Электроэнергетической отрасли. Компании с государственным участием имеют более низкую интенсивность обновления мощностей, чем частные.

Однозначного вывода нет:

1.Финансовый сектор (банки)