ИНВЕСТИЦИИ ПО ОТРАСЛЯМ



Книга 21

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ХОЛДИНГИ И КОНГЛОМЕРАТЫ

Виталий Гурьев

Виталий Гурьев

Инвестиционные холдинги и конгломераты

«Автор»
2026

Гурьев В.

Инвестиционные холдинги и конгломераты / В. Гурьев — «Автор», 2026

Инвестиционные холдинги владеют долями в компаниях из разных отраслей, но на бирже часто стоят заметно дешевле суммы своих активов. Почему так происходит и можно ли на этом заработать? Эта книга даёт ответ. Вы узнаете, как оценивать холдинг по сумме частей с учётом публичных и непубличных активов, долга материнской компании и корпоративных расходов. Мы разберём причины холдингового дисконта: сложную структуру, конфликты интересов, перекрёстные займы и неясную дивидендную политику. Отдельное внимание уделено выводу дочерних компаний на биржу, который может раскрыть скрытую стоимость. Вы научитесь понимать, когда дисконт к активам — возможность, а когда — справедливая плата за риск.AI was used in the preparation of the book.

© Гурьев В., 2026
© Автор, 2026

Содержание

Глава 1. Корзина, которая стоит дешевле своих яблок 6
Глава 2. Как рождались империи под одной крышей 14
Глава 3. Зачем бизнесу материнская компания 22
Глава 4. Типы холдингов на карте рынка 30
Глава 5. Отчётность холдинга без тумана 38
Конец ознакомительного фрагмента. 44

Виталий Гурьев
Инвестиционные холдинги и конгломераты

Эта книга носит исключительно образовательный и информационный характер. Ни одно из её положений не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, предложением купить или продать какой-либо финансовый инструмент, налоговой или юридической консультацией.

Все герои, примеры, расчёты и ставки в книге вымышлены или приведены для иллюстрации. Упоминания реальных компаний не являются рекламой или оценкой их текущей деятельности. Требования Банка России, правила биржи и налоговые нормы изложены по состоянию на момент написания книги и могут измениться.

Перед любым решением сверяйтесь с актуальными документами эмитента и нормативными актами, а при необходимости консультируйтесь со специалистом. Инвестиции связаны с риском, включая потерю части или всего вложенного капитала, и решения о вложении денег вы принимаете самостоятельно и под свою ответственность.

Глава 1. Корзина, которая стоит дешевле своих яблок

Роман Игнатьев сидел на кухне своей тюменской квартиры поздно вечером, когда жена уже ушла спать, а на плите остывал чайник. Перед ним лежали ноутбук, старый калькулятор с залипающей клавишей «семь» и листок, исписанный столбиками цифр. Роману сорок четыре года, он руководит отделом закупок в нефтесервисной компании и привык к тому, что любой счёт сначала нужно сложить, а потом уже подписывать. Последние пять лет он понемногу собирал портфель акций, и теперь в нём набралось около 1,8 миллиона рублей. Тот вечер начался с безобидного любопытства, а закончился странным ощущением, будто он нашёл на улице кошелёк, мимо которого прошли тысячи людей.

Поводом стала статья о компании, которую он раньше почти не замечал, — о Вогульской инвестиционной группе из Перми. Сама группа ничего не производила, не продавала и не строила. Ей принадлежали крупные пакеты акций в нескольких других компаниях: контрольная доля в региональном операторе связи, заметная доля в аптечной сети, агропредприятие и девелоперский бизнес. Две из этих компаний торговались на бирже, и Роман без труда нашёл их котировки. Он умножил капитализацию каждой на долю, которой владела группа, и сложил результаты.

Одни только публичные доли, по его прикидке, стоили около 25 миллиардов рублей. Вся Вогульская группа на бирже стоила 14 миллиардов. Роман пересчитал дважды, потом проверил, не перепутал ли он миллионы с миллиардами, потом открыл свежий отчёт и убедился, что доли указаны правильно. Получалось, что рынок оценивал корзину целиком почти вдвое дешевле, чем стоили лишь два яблока из неё, а остальные плоды вообще шли бесплатно. Он отложил калькулятор и подумал, что так не бывает: либо он чего-то не понимает, либо перед ним возможность, которую все упустили.

Такое ощущение знакомо почти каждому, кто впервые сталкивается с инвестиционными холдингами. Сначала кажется, что рынок ошибся и что достаточно купить акции холдинга, чтобы через год получить разницу. Потом выясняется, что разница существует годами, иногда расширяется, а иногда немного сжимается, но редко исчезает полностью. Эта книга посвящена именно такой разнице: откуда она берётся, как её правильно измерить и в каких случаях она действительно означает возможность заработать, а в каких — честную плату за риски, которые новичок просто не видит.

Начнём с того, что такое инвестиционный холдинг. Холдингом называют компанию, главная ценность которой заключается не в собственном производстве, а в пакетах акций или долях других компаний. Само слово пришло из английского языка, где глагол «to hold» означает «держать, владеть». Холдинг держит доли, получает от них дивиденды, голосует на собраниях, назначает директоров и время от времени покупает или продаёт пакеты. Его основной продукт — управление капиталом, вложенным в другие бизнесы.

Обычная операционная компания устроена иначе. Завод выпускает трубы, магазин продаёт продукты, оператор связи оказывает услуги, и выручка каждой такой компании приходит от покупателей её собственного товара. Когда вы покупаете акции операционной компании, вы покупаете долю в конкретном деле: в цехах, складах, клиентах и прибыли этого дела. Покупая акции холдинга, вы приобретаете долю в компании, которая сама владеет долями в других компаниях. Между вами и реальным бизнесом появляется ещё один этаж.

Этот дополнительный этаж меняет почти всё, что касается оценки. Прибыль операционной компании вы можете увидеть в её отчёте о прибылях и убытках и примерить к цене акции. Прибыль холдинга складывается из чужих прибылей, часть которых он получает деньгами, а часть остаётся у дочерних компаний, а долг холдинга может быть его собственным или висеть на дочках. Расходы холдинга — это зарплаты небольшого штата управленцев, юристов

и аналитиков, которые сами ничего не производят. Каждый из этих элементов мы разберём в отдельных главах, а пока важно запомнить главное: холдинг — это обёртка вокруг нескольких бизнесов, и цена обёртки не обязана совпадать с ценой содержимого.

В обычной речи понятия «холдинг» и «конгломерат» часто смешивают, однако между ними есть разница, которая пригодится нам дальше. Конгломератом называют компанию, которая объединяет несколько непохожих друг на друга бизнесов, работающих в разных отраслях. Классический пример из учебников — корпорация, выпускающая одновременно авиадвигатели, бытовую технику и медицинское оборудование, да ещё и выдающая кредиты. Все эти бизнесы могут быть оформлены как подразделения одной компании, без отдельных юридических лиц. В таком случае у конгломерата единый баланс, единая отчётность и одни акции.

Холдинг же почти всегда построен из отдельных юридических лиц, и у каждой дочки свой баланс, свой совет директоров, свои кредиторы, а иногда и свои акционеры, кроме материнской компании. Получается, что холдинг — это форма организации, а конгломерат — это характеристика набора бизнесов. Бывают холдинги, все дочки которых работают в одной отрасли: например, группа из десятка региональных энергосбытовых компаний. Бывают конгломераты, построенные без холдинговой структуры. Чаще всего встречается сочетание: холдинг, владеющий бизнесами из разных отраслей, и тогда его справедливо называют и холдингом, и конгломератом одновременно.

Для инвестора эта разница важна по простой причине. Если у конгломерата единый баланс, вы не можете отдельно купить его авиадвигатели или его кредитный бизнес, вам остаётся оценивать целое. Если же холдинг владеет долями в публичных компаниях, у вас есть выбор: купить акции самого холдинга или напрямую купить акции интересующей вас дочки. Именно наличие этого выбора и делает возможным сравнение, с которого начал Роман. Он видел цену обёртки и цену части содержимого одновременно, и это сравнение оказалось не в пользу обёртки.

Прежде чем идти дальше, договоримся о словах, без которых разговор о холдингах превращается в путаницу. Компанию, которая владеет долями в других компаниях и стоит на вершине структуры, называют материнской, или головной. В английских текстах её часто обозначают словом «parent», а в отчётах российских групп можно встретить выражения «материнская компания», «головная компания» или «корпоративный центр». Последнее выражение подчёркивает, что речь идёт о небольшом управленческом штабе, а не о производстве.

Дочерней называют компанию, которую материнская контролирует. По российскому гражданскому праву общество считается дочерним, если другая компания в силу преобладающего участия в капитале, договора или иным образом может определять его решения. На практике контроль чаще всего означает долю больше половины голосующих акций, хотя иногда хватает и меньшего пакета, если остальные акции распылены между множеством мелких владельцев. Для отчётности по международным стандартам главным критерием тоже служит контроль, то есть способность управлять деятельностью компании и получать от этого выгоду.

Зависимой, или ассоциированной, называют компанию, на которую материнская оказывает существенное влияние, но не контролирует её. Обычно речь идёт о доле от 20 до 50 процентов голосов. Держатель такого пакета может провести своих людей в совет директоров и влиять на стратегию, однако не может в одиночку назначить генерального директора или решить вопрос о дивидендах. Доли меньше 20 процентов чаще всего называют финансовыми вложениями или портфельными инвестициями. Владелец такого пакета похож на обычного крупного акционера: он получает дивиденды и голосует, но на повседневную жизнь компании почти не влияет.

Холдинговую структуру удобно представлять в виде дерева, которое растёт сверху вниз. На вершине стоит материнская компания, ниже — её дочерние и зависимые общества, ещё ниже — дочки этих дочек, которые называют внучками. В крупных группах таких этажей

бывает пять, шесть и больше, а общее число юридических лиц измеряется сотнями. Для инвестора важно понимать, на каком этаже находится то, что он покупает, и сколько промежуточных звеньев стоит между ним и реальными деньгами. Чем выше этажность, тем больше мест, где стоимость может задержаться, потеряться или уйти не туда.

Теперь познакомимся с компанией, которая будет сопровождать нас на протяжении всей книги. Вогульская инвестиционная группа, или сокращённо ВИГ, — вымышленный пермский холдинг, придуманный для того, чтобы на одном примере разобрать все приёмы анализа. Любые совпадения с реальными компаниями случайны, а все цифры условны. Зато они подобраны так, чтобы быть правдоподобными и складываться друг с другом без противоречий. Если в какой-то главе вам встретится расчёт по ВИГ, вы сможете проверить его, опираясь на цифры из предыдущих глав.

У ВИГ выпущен один миллиард обыкновенных акций. В начале нашей истории каждая стоит 14 рублей, поэтому рыночная капитализация группы составляет 14 миллиардов рублей. Основатель группы, Аркадий Лунегов, через свою личную компанию владеет 64 процентами акций. Остальные 36 процентов находятся в свободном обращении на бирже и принадлежат фондам, частным инвесторам и нескольким крупным частным владельцам. Именно эти 36 процентов покупал и Роман.

Главный актив ВИГ — контрольный пакет в 52 процента «Сылвенского телекома», регионального оператора связи, который торгуется на бирже. Вся капитализация телекома составляет 40 миллиардов рублей, значит, пакет ВИГ по рыночной цене стоит 20,8 миллиарда. Второй публичный актив — 30 процентов в сети «Аптеки Прикамья», капитализация которой равна 16 миллиардам рублей. Доля ВИГ в ней по рынку стоит 4,8 миллиарда. Вместе два публичных пакета дают те самые 25,6 миллиарда, которые насчитал Роман.

Кроме публичных пакетов, ВИГ полностью владеет двумя компаниями, акции которых на бирже не обращаются. Первая — агропредприятие «Чусовские поля», которое выращивает зерно и содержит молочные фермы. Вторая — «Лысьвенский девелопмент», строящий жилые кварталы в нескольких городах Пермского края. У этих компаний нет биржевой цены, и их стоимость придётся оценивать косвенными методами. Как это делается, мы подробно разберём в восьмой главе, а пока возьмём оценки, которые позже обоснуем: 10 миллиардов рублей за «Чусовские поля» и 5 миллиардов за девелопера.

Наконец, у самой материнской компании есть деньги на счетах и долг. Денег у неё 3 миллиарда рублей, а долг в виде облигаций и банковских кредитов составляет 15 миллиардов. Кроме того, корпоративный центр каждый год тратит около полумиллиарда рублей на собственное содержание. Эти цифры пока просто стоит запомнить, потому что в шестой главе мы соберём из них полный расчёт. Сейчас нам достаточно увидеть общую картину: у группы четыре бизнеса, немного денег, заметный долг и рыночная цена, которая выглядит подозрительно низкой.

Сделаем ту же грубую прикидку, что и Роман, но немного аккуратнее. Сложим все четыре актива: 20,8 плюс 4,8 плюс 10 плюс 5 дают 40,6 миллиарда рублей. Прибавим деньги и вычтем долг: 40,6 плюс 3 минус 15 получается 28,6 миллиарда. Это и есть первая, ещё неполная оценка того, что принадлежит акционерам ВИГ, если бы группу разобрали на части и раздали каждому его долю. На одну акцию приходится 28,6 рубля, а на бирже за неё платят 14 рублей, то есть разница превышает половину оценки.

Эта разница называется холдинговым дисконтом, или дисконтом к стоимости чистых активов. Чистые активы в английской аббревиатуре обозначают как NAV, от слов «net asset value», и мы будем пользоваться этой аббревиатурой на протяжении всей книги, потому что так её называют в отчётах самих холдингов и в аналитических обзорах. В случае ВИГ дисконт по грубой прикидке составляет около 51 процента. Позже мы уточним расчёт, учтём расходы центра, налоги и другие поправки, и дисконт уменьшится, но останется весьма заметным.

Загадка дисконта притягивает к холдингам самых разных людей, и полезно понимать, кто стоит по другую сторону вашей сделки. Первая группа — терпеливые стоимостные инвесторы. Они рассуждают так: если я покупаю рубль активов за пятьдесят копеек, то со временем либо дисконт сократится, либо сами активы вырастут, и в обоих случаях я выиграю. Таким инвесторам не нужно, чтобы дисконт исчез завтра. Им достаточно, чтобы стоимость активов росла, а скидка хотя бы не расширялась.

Вторая группа — охотники за событиями. Их интересует не дисконт сам по себе, а повод, который может его сжать: продажа дочки, вывод её на биржу, выкуп акций, смена владельца, упрощение структуры. Такие участники покупают незадолго до ожидаемого события и продают, как только оно произошло или стало ясно, что не произойдёт. Их горизонт — месяцы, а не годы. Многие из них профессионалы, которые внимательно читают сообщения о существенных фактах и раньше других замечают признаки перемен.

Третья группа — нетерпеливые новички, к которым в первый вечер едва не присоединился Роман. Они видят большую разницу, покупают на все свободные деньги и ждут, что рынок вот-вот «одумается». Когда проходит полгода, а дисконт остаётся прежним, нетерпение превращается в раздражение. Через год такой инвестор обычно продаёт акции, нередко дешевле, чем купил, и делает вывод, что холдинги — это ловушка. Вывод неверный, но понятный: человек купил не ту идею, которую понимал, а ту, которая показалась ему очевидной.

Наконец, по другую сторону сделки часто стоят сами владельцы холдингов. Они знают свои активы лучше любого аналитика и иногда пользуются дисконтом, выкупая акции на рынке дешевле их внутренней стоимости. В других случаях владельцы, напротив, спокойно относятся к низкой цене, потому что не собираются ничего продавать и получают выгоду иными способами. О том, какими бывают эти способы и почему они важны для миноритария, мы поговорим в двенадцатой главе. Пока заметим только, что владелец холдинга — самый информированный участник рынка его акций, и это стоит держать в голове при любой покупке.

Роман на следующий день позвонил младшей сестре. Вере тридцать один год, она живёт в Новосибирске и работает аудитором в аудиторской фирме, где за несколько лет успела проверить отчётность заводов, торговых сетей и даже одной небольшой группы компаний с полудюжиной дочек. Выслушав брата, она помолчала и сказала фразу, которую потом не раз повторяла в разных вариантах. Дёшево ещё не значит выгодно, сказала Вера, и если что-то лежит на виду и стоит вдвое дешевле, сначала надо понять, почему другие это не берут.

Скепсис Веры был профессиональным: в аудите её научили, что за каждой строкой баланса стоит допущение, и если допущение неверно, цифра превращается в фантазию. Она спросила брата, можно ли на самом деле получить эти 25 миллиардов, если акции телекома и аптечной сети принадлежат не ему, а группе. Спросила, кому будут выплачены деньги, если группа продаст дочку, и сколько из них дойдёт до мелкого акционера. Спросила, кто такой основатель и зачем ему держать компанию, которая стоит на бирже вдвое меньше своих активов. На большинство этих вопросов у Романа не было ответа.

Вопросы Веры точно описывают структуру всей книги. Сначала нужно понять, как устроены холдинги и почему они вообще существуют, затем научиться читать их отчётность, считать стоимость частей и видеть долг на разных этажах. После этого разобрать причины дисконта одну за другой: сложность, конфликты, перекрёстные займы, неясность с дивидендами. Потом изучить события, которые способны дисконт сократить, и случаи, когда холдинги, напротив, стоят дороже своих активов. В конце мы соберём всё это в практическую стратегию.

Роман и Вера будут появляться почти в каждой главе. Роман олицетворяет энтузиазм и практическую хватку: он любит считать и быстро загорается идеями. Вера олицетворяет сомнение и профессиональную осторожность: она задаёт неудобные вопросы и не верит цифрам, пока не увидит, откуда они взялись. Вам, скорее всего, будет близок то один, то другой взгляд,

и это нормально. Хороший инвестор в холдинги совмещает в себе обоих: он загорается возможностью, но проверяет её с холодной головой.

Чтобы спокойно читать дальше, вам понадобятся несколько базовых навыков. Нужно понимать, что такое акция, дивиденд и капитализация, как найти на бирже котировку и как устроена отчётность компании в самых общих чертах. Если такие слова, как выручка, EBITDA, чистый долг и мультипликатор, звучат для вас впервые, их подробно объясняет книга серии о фундаментальном анализе. Мы будем опираться на эти понятия, не пересказывая их заново, и сосредоточимся на том, что отличает холдинги от обычных компаний.

Кроме того, пригодится умение спокойно обращаться с процентами и долями. Почти каждый расчёт в этой книге сводится к нескольким умножениям и сложениям, но легко запутаться, когда доля в доле умножается на ещё одну долю. Например, если холдинг владеет 60 процентами дочки, а дочка — 50 процентами внучки, то на долю холдинга в капитале внучки приходится 30 процентов. Если вы владеете одной тысячной долей процента холдинга, то в этой внучке вам косвенно принадлежат лишь три десятых от этой тысячной доли процента. Звучит сложно, но после двух-трёх примеров такие вычисления становятся привычными.

Отдельно скажем о том, чего в книге не будет. Мы не станем рекомендовать конкретные реальные холдинги к покупке и не будем давать оценок их текущей стоимости, потому что такие оценки устаревают через несколько месяцев, а книга должна служить дольше. Реальные компании, в основном зарубежные и исторические, будут появляться там, где их опыт помогает понять механизм. Российские группы мы описываем обобщённо, без названий, а для расчётов пользуемся вымышленной ВИГ. Так вы научитесь методу, который сможете приложить к любой компании, которую захотите изучить сами.

Вернёмся к прикидке Романа и посмотрим, какие ошибки в ней скрываются, даже если все цифры взяты правильно. Первая ошибка — сравнение капитализации холдинга только с активами, без учёта долга. Роман сложил публичные доли и забыл, что у ВИГ есть 15 миллиардов долга и всего 3 миллиарда денег. Кредиторы стоят в очереди раньше акционеров, поэтому чистый долг в 12 миллиардов нужно вычесть из стоимости активов. Многие новички совершают ту же ошибку, сравнивая стоимость одной публичной дочки с капитализацией холдинга и восклицая, что «остальное достаётся бесплатно».

Вторая ошибка — допущение, что пакет в дочке можно продать по текущей биржевой цене. Когда на бирже торгуется несколько процентов акций телекома в день, цена отражает именно такие небольшие сделки. Если ВИГ попробует продать сразу 52 процента компании, цена может оказаться и выше рыночной, если найдётся покупатель, которому нужен контроль, и ниже, если покупателя не найдётся. Эту тонкость мы подробно разберём в седьмой главе, когда будем говорить об оценке публичных пакетов. Пока важно понимать, что биржевая цена пакета — это ориентир, а не гарантированная выручка.

Третья ошибка — забыть о расходах самой материнской компании. Корпоративный центр ВИГ ежегодно тратит полмиллиарда рублей на зарплаты, аренду, консультантов и юристов. Эти деньги не приносят акционерам прямой отдачи, хотя без них холдинг не мог бы работать. Если такие расходы продолжатся бесконечно, их приведённая стоимость будет заметной величиной, которую тоже нужно учесть. Позже мы покажем, как это сделать, а сейчас просто отметим, что грубая прикидка завышает стоимость, причитающуюся акционерам.

Четвёртая ошибка — вера в то, что дисконт обязан исчезнуть. В реальности у дисконта есть причины, и пока причины действуют, дисконт будет сохраняться. Если основатель холдинга не собирается ничего продавать, а дочки платят материнской компании скромные дивиденды, у рынка нет механизма, который заставил бы цену подняться до стоимости активов. Купить акции холдинга с дисконтом в 50 процентов и через пять лет продать их с тем же дисконтом вполне возможно. В таком случае ваша доходность будет определяться ростом самих активов и дивидендами, а не сжатием скидки.

Пятая ошибка — путаница между дисконтом и недооценкой: дисконт показывает разницу между ценой холдинга и стоимостью его активов. Недооценка означает, что цена ниже справедливой стоимости с учётом всех рисков. Холдинг может торговаться с дисконтом 40 процентов и при этом быть оценённым справедливо, если риски для миноритариев высоки. Другой холдинг может торговаться с дисконтом 10 процентов и при этом быть недооценённым, если его активы растут быстрее, чем думает рынок. В одиннадцатой главе мы научимся разделять дисконт на объяснимую и необъяснимую части, и именно необъяснимая часть представляет интерес для инвестора.

Почему же тогда холдинги вообще стоит изучать, если дисконт может не исчезнуть? Ответ кроется в том, что дисконт — величина подвижная. Он меняется вместе с поведением менеджмента, долговой нагрузкой, рыночными настроениями и событиями в жизни группы. Инвестор, который понимает, из чего складывается дисконт, может заметить, когда одна из его причин начинает ослабевать. В такие моменты акции холдинга способны расти быстрее, чем акции его дочек, потому что к росту активов добавляется сокращение скидки.

Есть и вторая причина: холдинги часто дают доступ к активам, которые нельзя купить напрямую. В случае ВИГ это агропредприятие и девелопер, акции которых не обращаются на бирже. Если вы верите в сельское хозяйство Прикамья или в жилищное строительство региона, купить долю в этих бизнесах можно только через ВИГ. Холдинг становится единственной дверью к таким активам, и иногда дисконт превращает эту дверь в выгодный вход.

Третья причина связана с диверсификацией и удобством. Покупая одну бумагу, вы получаете долю в нескольких отраслях и управленческую команду, которая занимается распределением капитала за вас. Для небольшого портфеля это может быть разумным решением, если управленцы действительно умеют выбирать бизнесы. Впрочем, в третьей главе мы увидим, что инвестор может диверсифицировать портфель и сам, и поэтому довод о диверсификации не стоит переоценивать.

Роман после разговора с сестрой решил не спешить с покупкой новых акций ВИГ. У него уже было 30 000 акций, купленных в разное время по средней цене 16 рублей, всего на 480 000 рублей. Получалось, что он уже сидит в убытке около 60 000 рублей и при этом уверен, что компания стоит вдвое дороже. Это противоречие и заставило его взяться за изучение холдингов всерьёз. Он хотел понять, кто прав: его калькулятор или рынок, который упорно не замечает очевидного.

Вера, со своей стороны, согласилась помочь, но с условием. Она предложила брату вести совместный файл, в который они будут заносить не только расчёты, но и все допущения, на которых эти расчёты построены. Каждое допущение нужно будет подтвердить ссылкой на отчёт, сообщение компании или биржевые данные. Если подтверждения нет, допущение получает пометку «под вопросом». Этот простой приём из арсенала аудитора окажется полезным и вам, когда вы начнёте изучать собственные холдинги.

Чтобы смысл холдингового дисконта стал по-настоящему понятным, представьте обычный субботний рынок. Фермер продаёт яблоки поштучно, и каждое стоит 30 рублей. Рядом стоит перекупщик с корзиной, в которой лежат сорок таких же яблок, и просит за всю корзину 700 рублей вместо 1200. На первый взгляд выгода очевидна: забирай корзину и продавай яблоки поштучно на соседнем прилавке. Однако опытный покупатель сначала спросит, почему перекупщик так щедр.

Ответов может быть несколько, и каждый из них соответствует одной из причин холдингового дисконта: возможно, корзина заперта на замок, и открыть её можно только с разрешения перекупщика, который не торопится этого делать. Возможно, часть яблок на дне уже подгнила, а сверху лежат только самые красивые. Возможно, корзина продаётся вместе с долгом: тот, кто её купит, обязан отдать соседу 400 рублей. Возможно, перекупщик каждую неделю берёт себе

пару яблок за то, что корзину носит. В каждом случае скидка перестаёт выглядеть подарком и становится ценой за конкретное неудобство.

Вместе с тем бывает и так, что скидка действительно лишняя. Перекупщик спешит домой, на корзину никто не обратил внимания, а замок открывается простым поворотом ключа, который лежит рядом. Тогда покупатель, задавший правильные вопросы, получает выгоду, которой не увидели другие. Работа инвестора в холдинги очень похожа на работу такого покупателя: нужно понять, сколько стоят яблоки, есть ли среди них гнилые, кто держит ключ от замка и сколько яблок забирает носильщик. Только после этого можно решать, хороша ли скидка.

Эта аналогия будет полезна нам и дальше, хотя мы не станем злоупотреблять ею. Запомните главное: дисконт сам по себе ничего не доказывает. Он может быть результатом невнимания рынка, а может быть разумной реакцией на реальные риски. Различить эти случаи помогает только тщательная разборка холдинга на части, изучение его истории, долга, денежных потоков и поведения владельцев. Инвестор, который пропускает этот труд и покупает только потому, что «дёшево», похож на покупателя, схватившего корзину с замком без ключа.

Подведём итог первой главы: инвестиционный холдинг — это компания, ценность которой заключается в долях других компаний, и между вами и реальным бизнесом у него появляется дополнительный этаж. Конгломерат объединяет непохожие бизнесы, и часто это одновременно и холдинг. Мы познакомились с языком структуры: материнской компанией, дочерними и зависимыми обществами. Мы встретили сквозной пример, Вогульскую инвестиционную группу, и сделали первую грубую прикидку, которая показала дисконт около половины стоимости активов.

Мы также увидели, кто стоит по другую сторону сделки с акциями холдинга: терпеливые инвесторы, охотники за событиями, нетерпеливые новички и сами владельцы. Разобрали пять ошибок первой прикидки: забытый долг, вера в продажу пакета по биржевой цене, игнорирование расходов центра, ожидание неизбежного исчезновения дисконта и путаница между дисконтом и недооценкой. Познакомились с Романом, который увлечён своей находкой, и Верой, которая не готова принимать её на веру.

Возникает естественный вопрос: если холдинги так часто стоят дешевле своих частей, зачем их вообще создают и почему они существуют уже больше века? Ответ лучше всего искать в истории, которая знает и взлёты моды на конгломераты, и громкие разочарования. Американские корпорации, скупавшие всё подряд, японские семейные империи, корейские группы, пережившие азиатский кризис, шведские семейные холдинги с вековой историей и российские группы девяностых годов дают нам богатый материал для размышлений. О них и пойдёт речь во второй главе.

Роман, к слову, вечером того же дня скачал несколько книг по истории корпораций и открыл первую на главе о шестидесятых годах в Америке. Он хотел понять, не повторяет ли он путь инвесторов, которые полвека назад тоже верили, что нашли бесплатные деньги. Вера ответила на его сообщение коротким советом: сначала изучить, как такие истории заканчивались, а потом уже решать, чем закончится своя. Совет оказался полезным, потому что история конгломератов действительно похожа на маятник, который раз за разом качается в одну и ту же сторону.

Перед тем как перейти к истории, сделаем ещё одно важное замечание о терминах: в англоязычной литературе вы встретите выражения «holding company discount», «conglomerate discount» и «discount to NAV». Все они описывают похожие явления, но с разными оттенками. Конгломератный дисконт обычно относится к компаниям с единым балансом и сравнивает их с оценкой отдельных бизнесов по аналогам. Дисконт к NAV чаще применяют к холдингам с публичными пакетами, где стоимость частей видна напрямую. Для простоты мы будем говорить о холдинговом дисконте, уточняя, если нужно, о каком именно варианте идёт речь.

Наконец, полезно сразу привыкнуть к мысли, что расчёт стоимости частей всегда содержит неопределённость. В нашем примере только две из четырёх частей имеют биржевую цену, а две другие оцениваются косвенно. Даже публичная цена меняется каждый день, а вместе с ней меняется и NAV холдинга. Поэтому дисконт лучше воспринимать не как точное число, а как диапазон, внутри которого находится правда. Если вы считаете, что дисконт ВИГ где-то между 35 и 50 процентами, вы ближе к реальности, чем тот, кто уверенно называет единственную цифру с точностью до десятых.

Этот осторожный взгляд и станет нашим спутником в следующих главах. Мы будем считать аккуратно, с точностью до десятых, потому что так легче проверять арифметику, но всегда будем помнить, что за каждой цифрой стоят допущения. Именно так поступала Вера, когда отказывалась принимать на веру расчёты брата, и именно так поступают профессиональные аналитики, когда пишут отчёты о холдингах. Теперь можно отправиться в прошлое и посмотреть, как первые конгломераты завоевали рынок и почему он потом от них отвернулся.

Глава 2. Как рождались империи под одной крышей

В субботу Роман спустился во двор с ноутбуком под мышкой и столкнулся у подъезда с соседом с третьего этажа. Геннадию Павловичу семьдесят один год, когда-то он преподавал экономику в тюменском институте, а в середине девяностых несколько лет проработал плановиком в большой промышленной группе, собранной из заводов, банка и торгового дома. Узнав, чем увлёкся Роман, сосед усмехнулся и сказал, что видел, как такие группы рождаются, богатеют и разваливаются. Они сели на скамейку, и разговор затянулся до обеда. Геннадий Павлович говорил медленно, словно читал лекцию, и начал, как ни странно, не с девяностых, а с Америки шестидесятых годов.

Начать, впрочем, стоит ещё раньше, с конца XIX века, когда в Америке появились первые крупные холдинговые компании в современном смысле. Долгое время американские корпорации по закону не могли свободно владеть акциями других корпораций, и крупные объединения строились в форме трестов, где акции передавались под управление доверенных лиц. В конце 1880-х годов штат Нью-Джерси изменил своё корпоративное право и разрешил компаниям держать акции других компаний. Многие тресты переоформились в холдинги, и самым известным из них стала нефтяная империя Джона Рокфеллера, головной компанией которой в 1899 году стала Standard Oil of New Jersey.

В 1911 году Верховный суд США признал Standard Oil монополией и обязал её разделиться на 34 самостоятельные компании. Акционеры головной компании получили пропорциональные доли в каждой из наследниц. Произошло то, что потом не раз повторялось в истории: отдельные компании в последующие годы стоили на бирже больше, чем стоил единый холдинг до разделения, и состояние самих акционеров, включая Рокфеллера, заметно выросло. Принудительное разделение, задуманное как наказание, обернулось для владельцев раскрытием стоимости. Этот сюжет стоит запомнить, потому что в пятнадцатой главе мы увидим, как похожие разделения проводятся уже добровольно.

Британская история добавила к этому сюжету ещё один штрих. Конгломерат Hanson, выросший в семидесятые и восьмидесятые годы на покупках недооценённых компаний в Великобритании и США, в 1996 году объявил о разделении на четыре независимые компании и завершил его в начале 1997 года. Его руководители признали, что рынок больше не готов платить за разнородную корзину и что акционерам выгоднее владеть частями по отдельности. Покупатель недооценённых конгломератов в итоге пришёл к тому же выводу, на котором зарабатывал сам.

В шестидесятые годы американский фондовый рынок переживал долгий подъём, и среди его любимцев оказались компании необычного типа. Они скупали бизнесы в самых разных отраслях, никак не связанных между собой, и называли себя конгломератами. Одна такая корпорация могла одновременно владеть сетью гостиниц, пекарнями, страховой компанией, производством электроники и прокатом автомобилей. Инвесторы видели в этом не хаос, а проявление новой управленческой науки. Считалось, что хороший менеджмент универсален и способен улучшить любой бизнес, будь то выпечка хлеба или производство радаров.

Самым известным символом эпохи стала корпорация ITT под руководством Гарольда Джинина, который возглавлял её с 1959 по 1977 год. Компания, начинавшая как оператор телефонной связи, за эти годы купила сотни других компаний, среди которых были сеть отелей Sheraton, прокатная фирма Avis и крупный производитель хлеба. Джинин прославился жёсткой системой финансового контроля и ежемесячными совещаниями, на которых руководители подразделений отчитывались по десяткам показателей. Под его началом ITT превратилась в одну из крупнейших корпораций страны. Её история стала хрестоматийной и в хорошем, и в плохом смысле.

Рядом с ITT росли и другие конгломераты: Litton Industries, Textron, LTV, Gulf+Western. Последняя, например, в 1966 году купила киностудию Paramount Pictures, хотя начинала с торговли автомобильными запчастями. Руководители этих компаний стали знаменитостями деловой прессы, а их акции торговались с высокими мультипликаторами. Рынок готов был платить за каждую новую покупку, потому что верил, что управленцы конгломерата сделают из купленного бизнеса нечто лучшее. Вера эта держалась на красивой арифметике, которую стоит разобрать подробнее.

Отчасти мода на конгломераты подогревалась и законодательством. В 1950 году в США был принят закон Селлера — Кефовера, который ужесточил контроль над слияниями конкурентов и поглощениями поставщиков и покупателей. Крупной компании стало сложнее покупать соперников в своей отрасли, поэтому рост через покупку бизнесов из других отраслей оказался самым доступным путём. Антимонопольные органы реже возражали против сделок, в которых производитель электроники покупал пекарню. Так закон, задуманный для защиты конкуренции, косвенно подтолкнул компании к разнородным империям.

Теперь о той самой арифметике, которую Геннадий Павлович рисовал на обороте старого чека. Представьте конгломерат, акции которого рынок оценивает в 25 годовых прибылей, то есть с мультипликатором P/E, равным 25. Конгломерат зарабатывает 100 миллионов долларов в год, значит, его капитализация составляет 2,5 миллиарда. Он находит скучную компанию, которая тоже зарабатывает 100 миллионов, но рынок оценивает её всего в 10 прибылей, то есть в 1 миллиард. Конгломерат покупает её, расплачиваясь собственными акциями.

Чтобы заплатить миллиард, конгломерату нужно выпустить новые акции на эту сумму, что составляет 40 процентов от его прежней капитализации. После сделки у него в 1,4 раза больше акций, а прибыль выросла вдвое, со 100 до 200 миллионов. Прибыль на одну акцию увеличилась примерно на 43 процента, хотя ни один из бизнесов не стал работать лучше. Если рынок продолжит оценивать конгломерат в 25 прибылей, его капитализация вырастет до 5 миллиардов, а цена акции поднимется на те же 43 процента. Возникает ощущение роста, который на самом деле создан одной только разницей мультипликаторов.

Этот механизм в англоязычной литературе называют «бутстрэппингом» прибыли на акцию. Он работает, пока рынок соглашается платить за конгломерат высокий мультипликатор. Стоит инвесторам усомниться, и мультипликатор падает, а вместе с ним исчезает и возможность покупать бизнесы выгодно. Чтобы поддерживать иллюзию роста, конгломерату приходится покупать всё больше и всё быстрее, и в какой-то момент цепочка рвётся. Именно это и произошло в конце шестидесятых годов.

В 1969–1970 годах американский рынок пережил заметный спад, и акции конгломератов пострадали особенно сильно. Выяснилось, что многие купленные бизнесы работают не лучше, чем до покупки, а управленцы центра плохо понимают, чем живут пекарни или страховые компании. Прибыль на акцию перестала расти, мультипликаторы сжались, и некогда любимые бумаги потеряли значительную часть стоимости. Некоторые конгломераты оказались в тяжёлом финансовом положении, потому что покупали в долг и теперь не могли обслуживать займы. Вера в универсального управленца пошатнулась.

Семидесятые годы стали для конгломератов временем похмелья. Высокая инфляция, нефтяные потрясения и долгий застой на фондовом рынке сделали акции дешёвыми, и многие разнородные корпорации стоили на бирже меньше, чем можно было бы выручить за их подразделения по отдельности. Руководители конгломератов поначалу не придавали этому значения, потому что продавать бизнесы не собирались. Однако дешевизна не могла долго оставаться незамеченной. В восьмидесятые годы на сцену вышли люди, которые научились на ней зарабатывать.

Этими людьми стали покупатели компаний с помощью долга, которых потом назовут фондами прямых инвестиций. Схема была на удивление простой: найти конгломерат, торгую-

щийся с большим дисконтом к стоимости своих частей, занять деньги под залог его же активов, купить контрольный пакет, а затем продать подразделения по одному тем, кто ценит их выше. Выручки от продажи хватало, чтобы погасить долг, и оставалась прибыль. В англоязычной прессе такие сделки получили выразительное название «поглощения ради разборки». Сам по себе холдинговый дисконт превратился в мишень.

Волна таких сделок изменила отношение менеджмента к структуре компаний. Руководители поняли, что если они не раскроют стоимость сами, это сделает кто-то другой, а их отправят на пенсию. Многие корпорации начали продавать непрофильные подразделения, сосредоточиваться на одной-двух отраслях и выкупать собственные акции. Модным стало слово «фокус», а слово «диверсификация» в устах генерального директора начало вызывать у аналитиков настороженность. К концу восьмидесятых годов многие американские конгломераты либо распались, либо существенно сократились.

Почти одновременно экономисты начали изучать конгломератный дисконт систематически, сравнивая стоимость разнородных компаний с оценками их подразделений по аналогам. Выводы этих работ мы подробно разберём в одиннадцатой главе, а сейчас отметим главное. Академическая наука подтвердила то, что практики заметили ещё раньше: в среднем разнородные компании действительно оценивались дешевле, чем сумма похожих специализированных компаний. Это превратило дисконт из анекдота в признанное явление, с которым приходилось считаться и менеджменту, и инвесторам.

Тем временем на другом конце света существовала совсем иная модель. В Японии до Второй мировой войны экономикой управляли дзайбацу — огромные семейные объединения, на вершине которых стояла холдинговая компания, принадлежащая семье. Крупнейшими из них были Mitsui, Mitsubishi, Sumitomo и Yasuda. Каждая группа владела банком, торговым домом, заводами, шахтами, судоходными компаниями, и всё это управлялось из одного центра. Семья через холдинговую компанию контролировала десятки и сотни предприятий, вложив в них лишь малую часть общего капитала.

После поражения Японии в войне оккупационные власти решили, что дзайбацу слишком сильны, и начали их роспуск. Холдинговые компании были ликвидированы, семьи лишились контрольных пакетов, а акции дочерних предприятий были распроданы широкой публике и работникам. Принятый в 1947 году антимонопольный закон запретил чистые холдинговые компании, и этот запрет продержался в Японии полвека, до поправок 1997 года. Казалось, что семейные империи ушли в прошлое навсегда.

На месте дзайбацу, однако, выросли новые объединения, которые назвали кэйрэцу. В отличие от прежних групп, у них не было холдинговой компании на вершине. Вместо этого компании группы держали небольшие пакеты акций друг друга, пользовались услугами общего главного банка и регулярно встречались на совещаниях президентов. Связи внутри кэйрэцу держались не столько на контроле сверху, сколько на взаимном владении и долгосрочных отношениях. Многие компании носили прежние знаменитые названия, и для внешнего наблюдателя преемственность была очевидной.

Модель кэйрэцу хорошо работала в годы послевоенного роста, потому что защищала компании от враждебных поглощений и давала им дешёвое долгосрочное финансирование. Её минусы проявились позже, когда рост замедлился. Перекрёстное владение защищало не только от поглощений, но и от давления акционеров, требующих эффективности. Банки продолжали кредитовать слабые компании своей группы, потому что разорвать связи было неловко. О том, как перекрёстное владение искажает картину капитала, мы подробно поговорим в тринадцатой главе.

Ещё одна азиатская модель сложилась в Южной Корее. После войны правительство страны сделало ставку на несколько крупных семейных групп, которые получили название чеболи. Государство давало им дешёвые кредиты, лицензии и защиту от импорта, а взамен

ожидало быстрого роста экспорта. Группы стремительно расширялись, осваивая судостроение, электронику, автомобили, строительство и финансы. К девяностым годам крупнейшие чеболи производили значительную часть всей промышленной продукции страны.

Структура корейских групп была запутанной. Семья основателя обычно владела небольшой прямой долей, но контролировала всю группу через цепочки взаимного владения, когда одна компания группы держит акции другой, та — третьей, а третья — снова первой. Компании группы поручались друг за друга по кредитам, и долг одной дочки фактически становился долгом всей группы. Пока экономика росла, такая конструкция выглядела прочной. Испытание пришло в 1997 году.

Азиатский финансовый кризис 1997 года ударил по Корее с особой силой. В январе того года обанкротилась крупная металлургическая группа Hanbo, затем проблемы начались у автопроизводителя Kia, а к концу года страна была вынуждена обратиться за помощью к Международному валютному фонду. Выяснилось, что многие чеболи набрали огромные долги, во много раз превышавшие их собственный капитал, и вкладывали деньги в расширение, не заботясь о доходности. Поручительства внутри групп сыграли роковую роль: проблемы одной компании мгновенно перекидывались на остальные. Одна из крупнейших групп страны, Daewoo, в 1999 году развалилась под тяжестью долгов.

После кризиса Корея провела серьёзные реформы. Группам пришлось сократить долговую нагрузку, отказаться от части перекрёстных поручительств, улучшить раскрытие информации и продать непрофильные активы. Позднее в стране разрешили и даже стали поощрять создание прозрачных холдинговых компаний вместо запутанных цепочек взаимного владения. Многие группы перешли на такую структуру, хотя семейный контроль в них сохранился. Акции корейских компаний и сегодня нередко торгуются дешевле, чем аналогичные бизнесы в других странах, и часть этой разницы рынок объясняет именно особенностями семейного контроля.

Корейский опыт даёт инвестору важный урок о долге и поручительствах. Конгломерат, в котором компании отвечают друг за друга, выглядит прочным, пока все растут, и оказывается хрупким, когда трудности начинаются хотя бы у одной. Взаимные гарантии превращают диверсификацию в её противоположность: вместо того чтобы распределить риск, они его концентрируют. Этот механизм мы разберём на цифрах ВИГ в девятой главе, когда будем говорить о долге на этажах холдинговой пирамиды.

Семейные бизнес-группы характерны и для других развивающихся рынков. В Индии крупнейшие частные группы веками строились вокруг семей, а самая известная из них, Tata, объединяет компании, производящие сталь, автомобили, программное обеспечение, гостиничные услуги и многое другое. На вершине группы стоит холдинговая компания Tata Sons, около двух третей акций которой принадлежат благотворительным фондам, созданным членами семьи. Такая конструкция позволяет сохранять единство группы на протяжении поколений, хотя и порождает свои споры о том, кто и как управляет капиталом.

Похожие группы существуют в Латинской Америке, Турции, Индонезии, Таиланде и на Филиппинах. Исследователи объясняют их распространённость слабостью рыночных институтов. Там, где сложно получить кредит, найти надёжного поставщика или нанять опытного менеджера, крупная группа сама становится банком, отделом кадров и гарантом исполнения контрактов. По мере развития финансового рынка эти преимущества ослабевают, и группы начинают выделять отдельные бизнесы на биржу. Для инвестора на развивающихся рынках семейная группа часто оказывается не исключением, а нормой.

Особое место в истории холдингов занимают шведские и бельгийские инвестиционные компании. В Швеции в 1916 году семья Валленбергов создала компанию Investor, которая приняла акции промышленных компаний, ранее принадлежавших семейному банку. За следующее столетие Investor стала крупным акционером многих известных шведских промышленных

компаний. Семья контролирует её через благотворительные фонды и акции с повышенным числом голосов. Рядом существуют и другие шведские холдинги, например Industrivärden, связанная с другой банковской группой.

Похожие истории знает и Бельгия, где компания Sofina, основанная в конце XIX века для финансирования трамвайных и электрических сетей, со временем превратилась в инвестиционную компанию с портфелем долей в разных отраслях. Холдинг Groupe Bruxelles Lambert, подконтрольный нескольким семьям, долгие годы владеет крупными пакетами известных европейских промышленных компаний. Обе компании прошли через войны, кризисы и смену поколений, сохранив свою холдинговую природу.

Чем интересны эти европейские примеры для частного инвестора? Прежде всего тем, что они показывают: холдинг может существовать десятилетиями и создавать стоимость для акционеров, если управляется последовательно и прозрачно. Акции некоторых из этих компаний на протяжении долгих периодов торговались с дисконтом к стоимости активов, однако рост самих активов и дивиденды обеспечивали достойную доходность. Подробнее о том, как отдельные холдинги добиваются стоимости выше суммы частей, мы поговорим в восемнадцатой главе.

Второй урок европейских холдингов связан с публикацией стоимости активов. Многие из них регулярно сообщают рынку свою оценку NAV и размер дисконта, объясняют, какие активы как оценены, и сравнивают свою доходность с биржевым индексом. Такая прозрачность делает дисконт видимым и измеримым. Инвестор может отслеживать его динамику так же, как отслеживает цену акции, и принимать решения на основании фактов, а не догадок.

Геннадий Павлович рассказывал о шведах с заметной завистью. По его словам, в девяностые годы российские промышленные группы тоже задумывались как долговременные семейные или корпоративные империи, но жизнь распорядилась иначе. Он помнил, как его группу собирали из бывших государственных заводов, местного банка и торгового дома, который продавал продукцию заводов за рубеж. Помнил он и то, как первые годы прибыль уходила на счета торгового дома, а заводы жили в долгах. Именно об этих годах он и перешёл рассказывать, когда Роман спросил о российских холдингах.

В России история холдингов началась вместе с рыночной экономикой. В начале девяностых годов бывшие государственные предприятия прошли приватизацию, и их акции оказались в руках трудовых коллективов, директоров, ваучерных фондов и первых частных банков. Почти сразу началось собирание этих разрозненных пакетов в крупные группы. Государство поначалу поощряло этот процесс: в 1993 году вышел президентский указ о финансово-промышленных группах, а в 1995 году был принят федеральный закон о них. Предполагалось, что объединение банков и заводов поможет промышленности получить инвестиции и пережить трудные времена.

Финансово-промышленные группы, официально зарегистрированные по этому закону, так и не стали главной формой российского бизнеса. Гораздо важнее оказались неформальные группы, которые выросли вокруг крупных банков и предпринимателей и использовали обычные холдинговые структуры. Такие группы приобретали предприятия на приватизационных аукционах, скупали акции у работников, получали пакеты в обмен на долги. О наиболее известных сделках того времени, включая залоговые аукционы, подробно рассказывает книга серии об истории российского фондового рынка. Здесь нас интересует не история отдельных сделок, а то, какие холдинговые привычки они оставили.

Первой привычкой стала многоэтажность: чтобы скрыть реального владельца, защититься от конкурентов или снизить налоги, группы строили структуры из множества компаний, зарегистрированных в разных юрисдикциях. Между головной компанией и заводом могло стоять пять-шесть промежуточных звеньев. Инвестору, купившему акции завода на бирже, было практически невозможно понять, кто им владеет и куда уходит прибыль. Именно в те годы

возникло выражение «трансфертные цены», когда продукция продавалась аффилированному торговому дому дёшево, а дальше перепродавалась уже по рыночной цене.

Второй привычкой стало пренебрежение миноритариями, и во многих группах конца девяностых годов мелкие акционеры дочерних предприятий воспринимались как помеха. Их доли размывались дополнительными выпусками акций, на которых они не могли участвовать, а дивиденды годами не выплачивались. Геннадий Павлович вспоминал, как в его группе обсуждали, не провести ли допэмиссию на заводе так, чтобы доля работников сократилась с трети до нескольких процентов. Такие практики стали одной из главных причин, по которым иностранные инвесторы долго относились к российским холдингам с подозрением.

Третьей привычкой стало смешение собственных денег владельца и денег группы. Займы основателю, сделки с его личными компаниями, покупка активов у родственников — всё это встречалось сплошь и рядом. В двенадцатой и тринадцатой главах мы подробно разберём, как такие практики выглядят сегодня и как их распознать в отчётности. Пока отметим, что многие из них берут начало именно в девяностых годах, когда правила корпоративного управления только складывались.

В двухтысячные годы ситуация начала меняться. Группы, которые хотели привлечь капитал за рубежом или на российской бирже, были вынуждены упрощать структуру, переходить на международные стандарты отчётности, приглашать независимых директоров и платить дивиденды. Многие разнородные империи девяностых годов распались: их владельцы продавали непрофильные бизнесы и сосредотачивались на одной-двух отраслях. Закон о финансово-промышленных группах утратил силу во второй половине двухтысячных годов, когда к нему уже почти никто не обращался. На его месте осталось обычное корпоративное право с понятиями дочерних и зависимых обществ.

К концу двухтысячных годов на российском рынке сложилось несколько публичных диверсифицированных холдингов, владеющих долями в связи, розничной торговле, сельском хозяйстве, медицине, недвижимости и промышленности. Их акции торговались с заметным дисконтом к стоимости активов, и это стало привычной темой обсуждения на инвестиционных форумах. В двадцатые годы нашего века многие из них начали выводить дочерние компании на биржу, и об этом процессе мы подробно поговорим в четырнадцатой главе. Сейчас важно понимать, что российские холдинги унаследовали от своего прошлого и сильные стороны, и особенности, которые рынок до сих пор учитывает в цене.

Если оглянуться на всю историю, в ней хорошо виден маятник. В одни десятилетия рынок верит в объединение: в синергию, универсальный менеджмент, внутренний рынок капитала, защиту от поглощений. Компании растут через покупки, и инвесторы платят за разнородность премию. В другие десятилетия рынок разочаровывается: акции конгломератов дешевеют, появляются покупатели, которые зарабатывают на разделении, а руководители начинают говорить о фокусе и раскрытии стоимости.

Маятник качается вовсе не случайно, ведь эпохи объединения обычно совпадают с периодами дешёвых денег, высокого доверия к менеджменту и неразвитых финансовых рынков, когда внутренний рынок капитала действительно полезен. Эпохи разделения наступают, когда финансовый рынок становится зрелым, инвесторы могут сами собрать диверсифицированный портфель, а активные акционеры требуют прозрачности. Разные страны находятся в разных точках этого цикла, и в каждой из них маятник качается в своём темпе. В двадцатой главе мы обсудим, куда он качается сейчас.

Для частного инвестора из этой истории следуют три вывода. Первый: красивая арифметика роста через покупки может скрывать отсутствие реального улучшения бизнеса, поэтому рост прибыли на акцию у холдинга нужно проверять на происхождение. Второй: холдинговый дисконт может сохраняться десятилетиями, но в какой-то момент он становится достаточно большим, чтобы привлечь тех, кто способен его закрыть. Третий: устойчивыми оказываются

те холдинги, которые прозрачны, умеренно закредитованы и последовательны в обращении с капиталом акционеров.

История конгломератов полезна ещё и тем, что показывает типичные заблуждения инвесторов, которые повторяются из поколения в поколение. Самое живучее из них — вера в гениального управленца, который может улучшить любой бизнес. В шестидесятые годы такими героями были руководители американских конгломератов, в девяностые — основатели российских групп, в наши дни их место нередко занимают создатели технологических экосистем. Каждый раз рынок поначалу платит за эту веру премию, а затем выясняется, что даже талантливый человек не может глубоко понимать десяток разных отраслей одновременно.

Второе заблуждение — путаница между ростом размера и ростом стоимости. Конгломерат, который каждый год покупает новые бизнесы, выглядит динамичным: его выручка, активы и число сотрудников растут. Однако акционеру важна не величина империи, а стоимость, которая приходится на одну его акцию. Если покупки оплачиваются выпуском новых акций или долгом и не приносят доходности выше стоимости капитала, империя становится больше, а акционер — беднее. В восемнадцатой главе мы покажем, почему лучшие холдинги измеряют свой успех ростом стоимости активов на одну акцию, а не размером портфеля.

Третье заблуждение — уверенность в том, что раз дисконт существует давно, он будет существовать всегда. Покупатели восьмидесятых годов доказали обратное. Когда разница между ценой конгломерата и стоимостью его частей стала достаточно большой, нашлись люди с деньгами и решимостью, которые эту разницу закрыли. Сегодня ту же роль иногда играют активистские инвесторы, о которых пойдёт речь в семнадцатой главе, и сами владельцы, решившие раскрыть стоимость через размещение дочек на бирже. Дисконт устойчив, но не вечен.

Четвёртое заблуждение — вера в то, что взаимные связи делают группу прочнее. Корейский кризис наглядно показал, что поручительства и перекрёстное владение превращают проблемы одной компании в проблемы всех. Японские кэйрэцу продемонстрировали, что защита от внешнего давления может обернуться застоем и неэффективностью. Связи внутри группы полезны, когда они прозрачны и ограничены, и опасны, когда их невозможно оценить со стороны.

Роман слушал соседа и мысленно примерял эти уроки к ВИГ. Группа не росла через покупки за счёт выпуска акций, это он проверил по истории капитала. Долг центра был заметным, но не запредельным, хотя точно оценить его опасность Роман пока не умел. Основатель владел почти двумя третями акций, и это напоминало истории семейных групп, о которых рассказывал Геннадий Павлович. Самое главное, ВИГ не публиковала собственную оценку стоимости активов, и это отличало её от шведских холдингов, которыми восхищался сосед.

Вечером Роман пересказал разговор Вере по видеосвязи. Сестра задала вопрос, который показался ему неожиданным: если холдинги так часто разочаровывают, почему их владельцы не разделяют свои группы сами, а инвесторы продолжают покупать их акции? Ответ на первую половину этого вопроса связан с тем, что у холдингов есть реальные экономические преимущества, которые нельзя сбрасывать со счетов. Ответ на вторую половину связан с тем, что эти преимущества иногда перевешивают недостатки. Именно об этом пойдёт речь в следующей главе.

Подведём итог нашего исторического путешествия. Американские конгломераты шестидесятых годов росли на вере в универсальный менеджмент и на арифметике прибыли на акцию, а в семидесятые и восьмидесятые годы стали добычей покупателей, зарабатывавших на разделении. Японские дзайбацу были распущены после войны, а их место заняли кэйрэцу, связанные перекрёстным владением. Корейские чеболи пережили жестокое испытание кризисом 1997 года и перешли к более прозрачным холдинговым структурам. Индийские и другие семейные группы остаются нормой развивающихся рынков, а шведские и бельгийские инвестиционные компании показывают, что холдинг может успешно существовать больше века.

Российские холдинги прошли путь от многоэтажных конструкций девяностых годов к более простым и прозрачным структурам, но рынок до сих пор помнит их историю. Маятник объединения и разделения качается в каждой стране в своём темпе, и понимание того, где он находится сейчас, помогает инвестору оценивать перспективы сужения дисконта. Из истории мы вынесли четыре заблуждения, от которых стоит избавиться: вера в универсального управленца, путаница между размером и стоимостью, уверенность в вечности дисконта и убеждённость в прочности взаимных связей.

Прежде чем двигаться дальше, стоит сказать несколько слов о том, как читать исторические примеры. Каждый из них — это не готовый рецепт, а иллюстрация механизма. ITT, Daewoo или Investor интересны не тем, что их можно купить сегодня, а тем, что на их судьбе видно, как работают внутренний рынок капитала, долговые поручительства и долгосрочное владение. Когда вы будете изучать российский холдинг, полезно спросить себя, на какую историческую модель он больше всего похож. Ответ часто подсказывает, какие риски заложены в его конструкцию.

Если холдинг напоминает конгломерат шестидесятых годов, ищите признаки роста ради роста и проверьте, не оплачиваются ли покупки дорогими акциями. Если он похож на корейскую семейную группу, внимательно изучите поручительства и перекрёстное владение. Если перед вами подобие шведской инвестиционной компании, проверьте, действительно ли она публикует NAV, как меняется его величина на одну акцию и насколько последовательна дивидендная политика. Такое сравнение не заменяет расчётов, но помогает понять, куда смотреть в первую очередь.

Есть и ещё одна деталь, которая ускользает от взгляда при беглом чтении истории. Почти в каждой эпохе разделения инициатива исходила не от самих руководителей конгломератов, а от внешней силы: суда, кредиторов, покупателей с заёмными деньгами или кризиса. Добровольно отказываться от власти над большой империей готовы немногие. Поэтому, оценивая шансы на сужение дисконта, полезно спрашивать не только о том, выгодно ли разделение акционерам, но и о том, кто способен его потребовать.

Наконец, история учит скромности в прогнозах. В каждую эпоху находились уважаемые эксперты, уверенные, что новая модель конгломерата наконец решила старые проблемы, и каждый раз маятник рано или поздно качался обратно. Это не значит, что холдинги обречены, а значит лишь то, что любая модель имеет свои пределы. В третьей главе мы разберём, какие экономические причины заставляют бизнес объединяться под крышей материнской компании, и попробуем понять, где эти причины работают, а где превращаются в удобное оправдание.

Глава 3. Зачем бизнесу материнская компания

В конференц-зале пермской гостиницы было душно, хотя кондиционеры гудели изо всех сил. Роман взял на работе два дня отгула и прилетел на день инвестора Вогульской инвестиционной группы, который компания проводила раз в год для аналитиков, управляющих фондами и частных акционеров. На сцене сменяли друг друга руководители: генеральный директор говорил о стратегии, финансовый директор показывал графики долга, руководители дочерних компаний рассказывали о своих планах. Роман сидел в шестом ряду с блокнотом и старался записывать всё, что могло объяснить, почему группа существует именно в таком виде.

Генеральный директор ВИГ, сухощавый человек лет пятидесяти, начал с фразы, которую Роман потом подчеркнул дважды. По его словам, группа создаёт ценность, которую ни одна из дочек не смогла бы создать сама, и именно эта ценность оправдывает существование корпоративного центра. Дальше он перечислил несколько доводов: внутренний рынок капитала, общая управленческая команда, налоговая эффективность, доступ к сделкам, защита от рисков и долгосрочный взгляд владельца. Каждый из этих доводов звучал убедительно, и Роман поймал себя на том, что начинает верить в синергию.

Вечером, уже в номере, он позвонил Вере и пересказал выступление. Сестра выслушала и предложила пройтись по каждому доводу отдельно, задавая один и тот же вопрос: может ли акционер получить эту выгоду сам, без холдинга, и если не может, то сколько она стоит. Этот вопрос оказался ключом ко всей главе. Доводы в пользу холдинга бывают настоящими, а бывают удобными оправданиями, и различить их можно только при внимательном рассмотрении каждого.

Первый и самый серьёзный довод — внутренний рынок капитала. Представьте холдинг, у которого есть зрелый бизнес, приносящий много денег, но уже не нуждающийся в больших вложениях, и молодой бизнес, который быстро растёт и требует денег на расширение. В случае ВИГ зрелым бизнесом служит телеком, который платит щедрые дивиденды, а растущим может быть агропредприятие, которому нужны деньги на новые фермы. Холдинг забирает деньги у телекома и направляет их в агробизнес. Если бы агропредприятие было самостоятельным, ему пришлось бы занимать у банков или выпускать акции.

Внутренний рынок капитала имеет несколько реальных преимуществ перед внешним. Руководители холдинга знают дочки изнутри, видят их управленческую отчётность и могут оценить проект лучше, чем внешний банк или инвестор. Сделка внутри группы обходится дешевле: не нужно платить организаторам размещения, готовить проспект, проходить кредитный комитет. Деньги можно выделить быстро, когда появляется удачная возможность, не дожидаясь благоприятной ситуации на рынке. На развивающихся рынках, где кредиты дороги и не всегда доступны, эти преимущества особенно заметны.

Однако у внутреннего рынка капитала есть и тёмная сторона, которую экономисты изучают уже несколько десятилетий. Руководители центра склонны распределять деньги не туда, где доходность выше, а туда, где громче просят, где работают их давние знакомые или где бизнес попал в беду и его жалко бросать. Сильный бизнес начинает субсидировать слабый, вместо того чтобы возвращать деньги акционерам. Этот эффект подробно разбирается в одиннадцатой главе как одна из причин дисконта. Здесь же достаточно понять, что внутренний рынок капитала полезен ровно настолько, насколько хороши люди, которые им управляют.

Для инвестора отсюда следует практический вопрос: как проверить, хорошо ли холдинг распределяет капитал? Самый простой способ — посмотреть на историю. Куда группа вкладывала деньги последние пять-десять лет, какую доходность принесли эти вложения, были ли списания стоимости купленных активов. Если холдинг регулярно направлял деньги в бизнесы, которые потом приходилось продавать с убытком, внутренний рынок капитала работает про-

тив акционеров. Если же вложения приносили доходность выше стоимости капитала, довод генерального директора подтверждается фактами.

Роман на дне инвестора задал вопрос как раз об этом. Он спросил, какую доходность на вложенный капитал принесли инвестиции в «Чусовские поля» за последние пять лет. Финансовый директор ответил уклончиво, сославшись на высокие цены на зерно в одни годы и низкие в другие, но в конце пообещал добавить такую информацию в следующий годовой отчёт. Роман записал обещание в блокнот, чтобы проверить его через год. Такие записи оказываются бесценными, когда приходит время оценивать надёжность менеджмента.

Второй довод — общий бренд, деловые связи и управленческая команда. Холдинг может нанять сильных специалистов по финансам, юриспруденции, закупкам и информационным технологиям, которых не потянула бы одна небольшая дочка. Общий бренд помогает дочкам в переговорах с поставщиками, банками и государственными органами. Связи основателя открывают двери, которые закрыты для новичков. Всё это реальные невидимые активы, которые не отражаются в балансе, но влияют на результаты дочек.

С этим доводом связана, впрочем, и важная оговорка. Невидимые активы центра стоят денег, и их стоимость оплачивают акционеры через расходы корпоративного центра. Если центр тратит полмиллиарда рублей в год, а его услуги дочкам можно было бы купить на рынке за двести миллионов, разница уходит в никуда. Если же сильная команда центра позволяет дочкам сэкономить больше, чем стоит её содержание, довод оправдан. В шестой главе мы покажем, как учесть расходы центра в расчёте стоимости, а здесь важно запомнить сам принцип сравнения затрат и пользы.

Третий довод, который любят руководители холдингов, — диверсификация. Группа, владеющая бизнесами в разных отраслях, меньше страдает от неудач в одной из них. Когда цены на зерно падают, телеком продолжает приносить стабильный доход, а когда связь сталкивается с конкуренцией, аптечная сеть может расти благодаря старению населения. Выручка группы в целом колеблется меньше, чем выручка каждого бизнеса по отдельности. Это снижает риск банкротства и позволяет занимать дешевле.

Для самой компании и её кредиторов эти преимущества реальны. Однако для акционера всё выглядит иначе, и именно здесь кроется одна из главных причин скептического отношения рынка к конгломератам. Частный инвестор может диверсифицировать свой портфель самостоятельно, купив акции телекома, аптечной сети и сельскохозяйственной компании по отдельности. Ему не нужно, чтобы кто-то делал это за него и брал за это плату в виде расходов центра. Более того, самостоятельно собранный портфель гибче: инвестор может выбрать пропорции, продать одну из позиций или добавить новую.

Экономисты формулируют эту мысль так: диверсификация на уровне компании не создаёт стоимости для акционера, который может диверсифицироваться сам и почти бесплатно. Стоимость создаётся только тогда, когда объединение бизнесов даёт что-то, чего акционер не может получить самостоятельно, например более дешёвый долг или экономию на общих расходах. Довод генерального директора о диверсификации, таким образом, работает для кредиторов группы, но почти не работает для её акционеров. Роман, услышав это от Веры, вспомнил, как радовался, что одна бумага ВИГ даёт ему доли в четырёх отраслях.

Есть, правда, одно исключение, которое стоит упомянуть. Если холдинг владеет непубличными бизнесами, акционер не может купить их напрямую, и тогда диверсификация через холдинг становится единственным способом получить к ним доступ. Это не столько диверсификация, сколько доступ к активам, и о нём мы поговорим чуть ниже. Для публичных дочек, которые торгуются на той же бирже, что и материнская компания, довод о диверсификации почти полностью теряет силу.

Четвёртый довод — налоговая эффективность внутри группы. В России, как и во многих других странах, предусмотрена льгота по налогу на дивиденды, которые одна компания полу-

чает от другой. По действующей на момент написания книги редакции Налогового кодекса российская организация платит налог на полученные дивиденды по ставке 0 процентов, если на день принятия решения о выплате она непрерывно в течение не менее 365 дней владеет не менее чем 50 процентами капитала выплачивающей компании. Если доля меньше или срок владения короче, применяется обычная ставка налога на дивиденды для организаций. Налоговые нормы регулярно меняются, поэтому перед любыми расчётами стоит сверяться с актуальной редакцией кодекса.

Эта льгота существует для того, чтобы избежать многократного налогообложения одной и той же прибыли при её движении вверх по цепочке холдинга. Представьте, что такой льготы не существует вовсе: дочка заплатила налог на прибыль, затем выплатила дивиденды материнской компании, и та снова заплатила налог, а потом выплатила дивиденды своим акционерам, которые заплатили налог в третий раз. С каждым этажом от первоначальной прибыли оставалось бы всё меньше. Льгота устраняет средний этаж налога для тех случаев, когда материнская компания действительно контролирует дочку.

Для инвестора отсюда следует важный практический вывод. Доля в 52 процента, как у ВИГ в телекоме, даёт право на льготу, и дивиденды телекома поступают в центр без налога. Доля в 30 процентов, как в аптечной сети, такого права не даёт, и с каждого рубля дивидендов аптек центр отдаёт часть государству. Это значит, что рубль дивидендов от контролируемой дочки ценнее рубля от зависимой, и при оценке холдинга это нужно учитывать. Подробный расчёт каскада выплат с налогами мы проведём в десятой главе на цифрах ВИГ.

Налоговый довод имеет и обратную сторону, о которой руководители говорят реже. Если холдинг решит продать часть пакета в дочке и его доля опустится ниже половины, он потеряет льготу на будущие дивиденды. Это создаёт стимул сохранять контрольные пакеты любой ценой, даже когда продажа части акций была бы выгодна акционерам. Кроме того, при продаже пакета холдинг платит налог на прибыль с разницы между ценой продажи и ценой покупки, а это ещё одно трение, которое уменьшает реальную стоимость активов для акционеров. О налоге при продаже пакета мы подробнее поговорим в седьмой главе.

Пятый довод — доступ к сделкам, недоступным публичному рынку. Холдинг может покупать частные компании, участвовать в закрытых сделках, финансировать стартапы и выкупать доли у основателей, которые не хотят выходить на биржу. Частный инвестор обычно лишён такой возможности: ему недоступны ни переговоры с владельцами частного бизнеса, ни необходимые для этого суммы. Покупая акции холдинга, он получает косвенный доступ к таким вложениям. В этом смысле холдинг напоминает закрытый клуб, в который можно войти, купив одну акцию на бирже.

Этот довод особенно силён, когда холдинг действительно умеет находить хорошие частные сделки и покупать их дешевле, чем они стоили бы на бирже. Именно так работают лучшие инвестиционные холдинги мира, о которых мы поговорим в восемнадцатой главе. Однако доступ к сделкам имеет смысл только тогда, когда сделки приносят доходность. Если холдинг покупает частные компании дороже их реальной стоимости, доступ превращается в способ терять деньги, которые акционеры не потеряли бы, держа их на депозите.

Шестой довод касается изоляции рисков: каждая дочка холдинга существует как отдельное юридическое лицо, и по общему правилу материнская компания не отвечает по её долгам. Если один бизнес группы попадёт в беду, проиграет крупный судебный спор или обанкротится, его кредиторы не смогут забрать активы других дочек. Отдельное юрлицо работает как водонепроницаемая перегородка в корпусе корабля: пробоина в одном отсеке не топит всё судно. Девелоперский бизнес, например, всегда несёт риск задержки строительства и претензий дольщиков, и разумно держать его отдельно от стабильного телекома.

В этом доводе есть серьёзная оговорка. Перегородка работает только тогда, когда материнская компания не поручилась за долги дочки, не выдала ей больших займов и не связала

её с другими компаниями группы взаимными обязательствами. На практике банки часто требуют от дочек поручительства материнской компании, а иногда и других дочек, и перегородка превращается в решето. Кроме того, российское законодательство о банкротстве позволяет в определённых случаях привлекать контролирующих лиц к субсидиарной ответственности по долгам обанкротившейся компании. Поэтому изоляция рисков в холдинге никогда не бывает полной.

Для инвестора важно не верить декларациям об изоляции, а проверять её в отчётности. Нужно найти раскрытие информации о выданных поручительствах и гарантиях, о займах внутри группы и о залогах акций дочек. Если материнская компания поручилась за долги рискованной дочки, эти долги фактически становятся её собственными. В тринадцатой главе мы подробно разберём, как такие скрытые обязательства влияют на оценку стоимости холдинга.

Седьмой довод касается семейного капитала, и его лучше всего объяснить на жизненном примере. Олеся Кравец, тридцатишестилетняя владелица сети из семи пекарен в Тюмени, однажды пришла к своему бухгалтеру с вопросом, как защитить бизнес на случай, если с ней что-то случится. За пятнадцать лет она построила не только пекарни, но и небольшое кафе и купила два помещения, которые сдавала в аренду. Всё это было оформлено на разные компании и на неё лично, и Олеся понимала, что её дети, если придётся, не разберутся в этой путанице. Бухгалтер посоветовала ей создать небольшой семейный холдинг.

Олеся учредила компанию, которой передала свои доли в пекарнях, кафе и компании, владеющей помещениями. Теперь вместо нескольких разрозненных долей у неё была одна доля в одном холдинге. Для передачи бизнеса наследникам достаточно было бы передать одну эту долю. Управление стало проще: решения о распределении прибыли между бизнесами принимались внутри холдинга, и Олеся могла направить деньги из прибыльной арендной компании на ремонт пекарен. Через несколько лет, когда старший сын вырос, она подарила ему часть доли в холдинге, сохранив за собой контроль.

У решения Олеси была и цена, о которой бухгалтер тоже предупредила. Холдинг требовал отдельной бухгалтерии, отдельной отчётности и регулярных расходов на юристов, а каждое движение денег между компаниями приходилось оформлять договорами. Для маленького семейного бизнеса эти расходы были ощутимыми, но Олеся сочла их разумной платой за порядок и спокойствие. Ровно такое же сравнение пользы и затрат предстоит сделать и инвестору в крупный публичный холдинг.

На примере Олеси хорошо видно, почему многие крупные публичные группы мира на вершине имеют семейный холдинг. Семья хочет сохранить контроль над бизнесом на протяжении поколений, избежать дробления пакетов между наследниками и сохранить единую стратегию. Холдинговая компания решает эти задачи: наследники получают доли в холдинге, а не в отдельных компаниях, и не могут распродать бизнес по частям без согласия остальных. Шведские и индийские примеры из предыдущей главы построены именно по такой логике.

Для внешнего акционера семейный холдинг на вершине имеет двоякое значение. С одной стороны, семья мыслит длинными горизонтами, не гонится за квартальными результатами и редко продаёт бизнес по низкой цене. С другой стороны, интересы семьи могут не совпадать с интересами остальных акционеров: семья может предпочитать контроль доходности, стабильность росту или сохранение рабочих мест прибыли. О том, как такие расхождения интересов влияют на миноритариев, мы подробно поговорим в двенадцатой главе.

Восьмой довод — роль материнской компании как заёмщика и поручителя группы. Крупный холдинг с диверсифицированным портфелем активов может занимать деньги дешевле, чем каждая дочка по отдельности. Банки охотнее кредитуют компанию, у которой несколько источников дохода, а облигации холдинга с известным именем легче разместить на бирже. Привлечённые деньги центр затем распределяет между дочками в виде займов или вкладов в

капитал. Для небольших дочек, которые сами не могли бы выпустить облигации, это реальное преимущество.

В случае ВИГ так и происходит. Материнская компания выпустила облигации и взяла кредиты на общую сумму 15 миллиардов рублей. Часть этих денег пошла на покупку пакета в аптечной сети, часть — на расширение «Чусовских полей», часть — на рефинансирование старых долгов. Ни аптечная сеть, ни агропредприятие не могли бы сами привлечь такие суммы на таких условиях. Однако долг центра обслуживается только за счёт дивидендов, которые приходят от дочек, и это создаёт особые риски, о которых подробно поговорим в девятой главе.

Здесь уместно задать вопрос, который Вера задала брату: почему бы дочкам не занимать самостоятельно, а акционерам не владеть ими напрямую? Ответ зависит от того, насколько дешевле обходится долг центра по сравнению с долгом дочек, и от того, не создаёт ли он лишнего риска. Если разница в стоимости долга невелика, а долг центра делает холдинг уязвимым при падении рынка, довод о дешёвом финансировании теряет силу. Если же разница существенна, а долг умеренный, холдинг действительно создаёт стоимость.

Вернёмся в конференц-зал пермской гостиницы. После выступлений началась сессия вопросов, и Роман внимательно слушал, о чём спрашивают профессионалы. Аналитик крупного фонда спросил, почему группа не публикует собственную оценку стоимости активов, как это делают европейские холдинги. Генеральный директор ответил, что оценка непубличных активов слишком субъективна и может ввести инвесторов в заблуждение. Управляющий другого фонда поинтересовался, планирует ли группа выводить на биржу «Чусовские поля», и получил ответ, что такая возможность рассматривается, но решение будет принято с учётом рыночной конъюнктуры.

Третий вопрос задала пожилая женщина из первого ряда, представившаяся частным акционером с двадцатилетним стажем. Она спросила, почему расходы корпоративного центра выросли за пять лет почти вдвое, а дивиденды за то же время не изменились. В зале на несколько секунд стало совсем тихо. Финансовый директор начал объяснять рост расходов расширением команды, новыми проектами и инфляцией, но было видно, что вопрос попал в цель. Роман отметил, что именно такие вопросы, неудобные и конкретные, лучше всего проверяют, насколько довод о ценности центра подтверждается делом.

На обратном пути, в самолёте, Роман составил для себя таблицу доводов, только не на бумаге, а в голове, повторяя каждый пункт по несколько раз. Внутренний рынок капитала полезен, если центр умеет выбирать проекты, а проверить это можно по истории вложений. Общая команда и бренд полезны, если их ценность для дочек выше расходов центра. Диверсификация полезна кредиторам, но почти бесполезна акционерам. Налоговая льгота реальна для контролируемых дочек и отсутствует для зависимых.

Доступ к сделкам ценен, если сделки удачны, и вреден, если холдинг переплачивает. Изоляция рисков работает, только если центр не поручился за дочки. Семейный контроль даёт длинный горизонт, но может расходиться с интересами миноритариев. Роль центра как заёмщика снижает стоимость долга, но создаёт особый риск, когда долг обслуживается только дивидендами дочек. Каждый довод, таким образом, имел условие, при котором он работает, и условие, при котором он превращается в оправдание.

Где же доводы в пользу холдинга перестают работать полностью? Первый признак — когда центр не может назвать конкретную ценность, которую он создаёт для дочек, и отвечает общими словами о синергии. Синергия — красивое слово, которое часто прикрывает отсутствие реального плана. Если руководители холдинга говорят о синергии, полезно спросить, в чём она выражается в рублях: сколько сэкономлено на закупках, сколько заработано на перекрёстных продажах, насколько дешевле обходится общий долг. Если цифр нет, скорее всего, нет и синергии.

Посмотрим, как такая проверка выглядит на цифрах. Допустим, руководство ВИГ заявляет, что централизованные закупки, общая бухгалтерия и единая служба информационных технологий экономят дочкам 300 миллионов рублей в год. Это звучит внушительно, пока не вспомнить, что сам корпоративный центр обходится акционерам в 500 миллионов рублей ежегодно. Чистый результат его работы в части общих услуг составляет минус 200 миллионов в год. Чтобы центр окупался, его вклад в распределение капитала должен приносить акционерам больше этих двухсот миллионов, и именно это нужно искать в истории вложений группы.

Такой расчёт полезен ещё и тем, что переводит разговор с языка обещаний на язык сравнения. Если вы спросите менеджмент, окупается ли центр, вы почти наверняка услышите утвердительный ответ. Если же вы попросите назвать сумму экономии и сопоставите её с расходами центра, ответ появится сам. Роман решил, что на следующем дне инвестора задаст именно такой вопрос, сформулированный в рублях, а не в общих словах.

Второй признак — когда бизнесы холдинга не связаны между собой ничем, кроме владельца. Телеком, аптечная сеть, агропредприятие и девелопер в составе ВИГ не покупают друг у друга товары, не имеют общих клиентов и не используют общие технологии. Единственное, что их объединяет, — капитал основателя и управленческая команда центра. В таком случае ценность холдинга целиком зависит от качества распределения капитала, и если оно посредственное, холдингу трудно оправдать своё существование.

Третий признак — когда центр растёт быстрее, чем стоимость активов. Если расходы на содержание корпоративного центра увеличиваются год за годом, а стоимость портфеля на одну акцию стоит на месте, значит, холдинг работает больше на себя, чем на акционеров. Именно на это указала пожилая акционерка на дне инвестора. Такой разрыв легко увидеть, если сравнить динамику расходов центра с динамикой стоимости активов за несколько лет.

Четвёртый признак — когда холдинг удерживает дочки, которые уже не нуждаются в его помощи. Зрелый телеком, который сам может занимать на рынке, платит дивиденды и имеет сильное управление, мало что получает от материнской компании. Если холдинг удерживает его только ради денежного потока для обслуживания своего долга или финансирования других проектов, акционеры телекома и акционеры холдинга оказываются в разном положении. В такой ситуации многие инвесторы предпочитают владеть телекомом напрямую, а холдинг получает дисконт.

Пятый признак — когда холдинг превращается в инструмент личных интересов владельца. Если через структуру группы проходят сделки с компаниями основателя, займы его родственникам или покупки активов, которые выгодны прежде всего ему, никакие экономические доводы не могут компенсировать этот ущерб. О таких ситуациях пойдёт речь в двенадцатой главе, а здесь отметим только, что этот признак самый опасный, потому что его труднее всего заметить со стороны.

Обратите внимание, что эти признаки не дают однозначного ответа о том, плох холдинг или хорош. Они лишь подсказывают, в каких местах экономическая логика холдинга может давать сбой. Большинство реальных холдингов находится где-то посередине: часть доводов работает, часть нет. Задача инвестора — оценить, какой вес имеет каждая сторона, и понять, насколько рыночный дисконт отражает это соотношение.

Полезно разобрать и несколько типичных ошибок новичка, связанных с доводами в пользу холдингов. Первая ошибка — принимать слова руководства за факт. На дне инвестора и в годовых отчётах менеджмент всегда рассказывает о синергии, ценности центра и стратегическом видении. Эти слова не обязательно лживы, но они отражают точку зрения людей, чья зарплата зависит от существования центра. Независимая проверка цифрами всегда важнее красноречия.

Вторая ошибка — считать диверсификацию холдинга аргументом в пользу покупки его акций. Многие начинающие инвесторы рассуждают так: у меня небольшой портфель, я не могу

купить много разных бумаг, а холдинг даёт мне сразу несколько отраслей. Это рассуждение не совсем ошибочно, но оно не учитывает, что за такую диверсификацию приходится платить расходами центра и дисконтом, а современный рынок позволяет собрать диверсифицированный портфель и через биржевые фонды. Если вы покупаете холдинг ради диверсификации, сравните это решение с покупкой фонда на широкий индекс.

Третья ошибка — забывать о налоговых последствиях при оценке активов. Новичок видит пакет в 30 процентов аптечной сети и считает его стоимость по рынку, не задумываясь, что дивиденды от этого пакета облагаются налогом в центре, а продажа пакета принесёт налог на прибыль. Через несколько глав мы научимся учитывать эти потери, а пока важно запомнить, что стоимость пакета для акционера холдинга может быть заметно ниже его рыночной стоимости.

Четвёртая ошибка — недооценивать значение личности основателя. Многие холдинги, особенно на развивающихся рынках, представляют собой продолжение воли одного человека или семьи. Их стратегия, дивидендная политика и отношение к миноритариям определяются прежде всего этим человеком. Изучая холдинг, полезно узнать как можно больше о его владельце: о его истории, прошлых сделках, отношении к акционерам других компаний, где он был крупным собственником. Такое знакомство иногда говорит больше, чем любая финансовая модель.

Психологически доводы в пользу холдинга особенно опасны для инвестора, который уже купил его акции. Роман, держа 30 000 акций ВИГ с бумажным убытком, был склонен верить каждому доводу генерального директора, потому что эти доводы подтверждали правильность его покупки. Психологи называют это предвзятостью подтверждения: мы охотнее принимаем информацию, которая согласуется с нашими убеждениями, и отмахиваемся от той, что им противоречит. Вера, не имевшая акций ВИГ, смотрела на те же доводы гораздо холоднее.

Противоядие от этой предвзятости простое, хотя и требует дисциплины. Перед тем как принять довод руководства, попробуйте сформулировать самый сильный контрдовод и честно оценить, какой из них убедительнее. Если генеральный директор говорит о внутреннем рынке капитала, спросите себя, что было бы, если бы дочки занимали самостоятельно, а акционеры получали все дивиденды напрямую. Если он говорит о синергии, найдите хотя бы одну конкретную цифру, которая её подтверждает. Такая привычка поможет вам и при изучении всех следующих тем этой книги.

Подведём итог главы: холдинг существует потому, что у него есть реальные экономические преимущества: внутренний рынок капитала, общая управленческая команда, налоговая льгота по дивидендам внутри группы, доступ к частным сделкам, изоляция рисков, удобство сохранения семейного капитала и возможность занимать дешевле. Каждое из этих преимуществ работает при определённых условиях и превращается в оправдание, когда условия не выполняются. Диверсификация на уровне компании полезна кредиторам, но мало что даёт акционерам, которые могут диверсифицироваться сами.

Мы научились задавать каждому доводу простой вопрос: может ли акционер получить эту выгоду сам, и если нет, то сколько она стоит. Мы перечислили признаки, при которых доводы перестают работать: общие слова о синергии без цифр, отсутствие связей между бизнесами, рост центра быстрее стоимости активов, удержание зрелых дочек ради денежного потока и использование структуры в интересах владельца. Наконец, разобрали типичные ошибки новичка и предвзятость подтверждения, которая мешает трезво оценить доводы руководства, особенно если вы уже купили акции.

Роман вернулся из Перми с блокнотом, исписанным вопросами, и с пониманием, что холдинги бывают очень разными. ВИГ показалась ему чем-то средним между семейной группой и инвестиционной компанией, но он затруднялся точно определить её тип. Вера предложила разобраться в этом подробнее, потому что от типа холдинга зависит, какие методы оценки

к нему применять и какой дисконт можно считать нормальным. Классификации холдингов и посвящена следующая, четвёртая глава.

Напоследок стоит заметить, что вопрос о смысле существования холдинга нельзя решить раз и навсегда. Условия, при которых он создаёт стоимость, меняются вместе с рынком. Когда кредиты дорожают, внутренний рынок капитала становится ценнее, а когда финансовый рынок развивается, ценность его снижается. Когда в стране появляются новые возможности для частных сделок, доступ к ним через холдинг становится важнее. Поэтому ответ на вопрос «зачем этот холдинг существует» полезно пересматривать хотя бы раз в год, вместе с годовым отчётом.

Олеся Кравец, к слову, через несколько лет после создания семейного холдинга столкнулась с тем же вопросом в миниатюре. Её арендная компания стала приносить больше, чем пекарни, и она задумалась, не продать ли пекарни вовсе и не превратиться ли в чисто арендный бизнес. Холдинг дал ей возможность принять это решение спокойно, без спешки и без конфликтов с детьми. Именно так, в идеале, и должна работать материнская компания: давать владельцам свободу распоряжаться капиталом, не превращаясь в самоцель. Посмотрим теперь, какими бывают холдинги и чем они отличаются друг от друга.

Глава 4. Типы холдингов на карте рынка

В обеденный перерыв Вера обычно не выходила из офиса, а разогревала контейнер с гречкой в общей кухне аудиторской фирмы. В тот день за столом напротив сидел Тимофей, двадцатисемилетний младший аудитор, который недавно перевёлся из налогового отдела. Он заметил, что Вера рисует на салфетке какие-то кружки со стрелками, и спросил, не новый ли это клиент. Вера рассмеялась и объяснила, что брат втянул её в изучение холдингов, а она пытается понять, на какие группы их можно разделить. Тимофей отодвинул свой обед и предложил помочь, потому что в налоговом отделе он видел структуры самых разных групп компаний.

Через полчаса на салфетке появилось несколько кружков с подписями, и Вера поняла, что холдинги действительно сильно различаются между собой. Одни владеют небольшими пакетами в крупных компаниях и почти не вмешиваются в их управление, другие полностью контролируют свои дочки и меняют там менеджмент, стратегию и структуру. Третьи вообще не имеют отдельных дочек, а ведут несколько бизнесов внутри одной компании. Четвёртые построены вокруг одного огромного актива, к которому добавлены несколько мелких. От того, к какому типу относится холдинг, зависят методы его оценки, ожидаемый размер дисконта и главные риски.

Начнём с самого простого типа — портфельного холдинга. Такая компания владеет миноритарными или небольшими контрольными пакетами в нескольких компаниях, чаще всего публичных, и почти не участвует в их оперативном управлении. Её роль похожа на роль крупного активного акционера: она голосует на собраниях, иногда выдвигает кандидатов в советы директоров, получает дивиденды и время от времени покупает или продаёт пакеты. Штат такого холдинга обычно невелик, а расходы на содержание центра скромны по отношению к стоимости активов. Классические примеры портфельных холдингов встречаются в Европе, где некоторые семейные инвестиционные компании владеют пакетами от нескольких до двадцати-тридцати процентов в известных промышленных компаниях.

Портфельный холдинг удобнее всего оценивать, потому что большая часть его активов имеет биржевую цену. Чтобы рассчитать его NAV, достаточно умножить капитализацию каждой компании на долю холдинга, сложить результаты, прибавить деньги и вычесть долг. Дисконт у таких холдингов обычно невелик по сравнению с другими типами, поскольку инвестор видит почти всё, что купил. Однако и пользы от центра у портфельного холдинга меньше: если он ничего не меняет в компаниях, которыми владеет, акционеру трудно понять, зачем платить за его содержание.

Портфельный холдинг ближе всего к обычному паевому фонду, хотя есть и важные отличия. Фонд обязан соблюдать правила диверсификации, раскрывать стоимость своих активов каждый день и выкупать паи по этой стоимости, если речь идёт об открытом фонде. Холдинг ничего такого делать не обязан: он может держать половину капитала в одной компании, публиковать оценку стоимости раз в год или не публиковать вовсе. Его акции торгуются на бирже по той цене, которую согласен платить рынок, и никто не гарантирует, что эта цена будет близка к стоимости активов. Именно отсутствие механизма выкупа и делает дисконт возможным.

Второй тип составляет стратегический холдинг, который владеет контрольными пакетами и активно управляет дочками: назначает генеральных директоров, утверждает стратегию и бюджеты, проводит реорганизации, покупает и продаёт бизнесы. Штат корпоративного центра здесь больше, в нём работают не только финансисты и юристы, но и специалисты по отраслям, проектные команды и аналитики сделок. Стратегический холдинг стремится не просто владеть компаниями, а делать их лучше и затем либо получать от них растущие дивиденды, либо продавать подороже.

ВИГ по большей части относится именно к этому типу. Группа контролирует телеком, полностью владеет агропредприятием и девелопером и вмешивается в стратегию каждого из этих бизнесов. Исключение составляет доля в аптечной сети, где ВИГ держит 30 процентов и выступает скорее как влиятельный миноритарий. Такое сочетание типично: большинство реальных холдингов представляет собой смесь нескольких типов, и для анализа важно понимать, какой из них преобладает.

Стратегический холдинг сложнее оценить, чем портфельный. Его дочки часто непубличны, их стоимость нужно оценивать по аналогам или моделям, а планы по их развитию известны только из презентаций менеджмента. При этом у стратегического холдинга больше возможностей создавать стоимость, если команда центра действительно умеет улучшать бизнесы. Рынок поэтому оценивает такие холдинги очень по-разному: от глубокого дисконта, если доверия к управлению нет, до премии, если холдинг годами доказывает свою способность наращивать стоимость.

Третий тип — операционный конгломерат с единым балансом. Это компания, которая ведёт несколько непохожих бизнесов, но не выделяет их в отдельные юридические лица или выделяет лишь формально, сохраняя единое управление, общую казну и общий долг. Исторически к этому типу относились крупные промышленные корпорации, выпускавшие одновременно энергетическое оборудование, медицинскую технику, двигатели и бытовые приборы. В такой компании акционер не может увидеть рыночную цену ни одного из бизнесов, потому что ни один из них не торгуется отдельно.

Для оценки операционного конгломерата приходится разбирать его сегментную отчётность и оценивать каждый сегмент по мультипликаторам похожих специализированных компаний. Именно для таких компаний экономисты придумали понятие конгломератного дисконта, сравнивая их рыночную стоимость с суммой оценок сегментов. Точность такого расчёта ниже, чем у портфельного холдинга, потому что распределение долга и общих расходов между сегментами всегда условно. Об этом подробнее пойдёт речь в пятой главе, когда мы будем разбирать сегментную отчётность.

Четвёртый тип можно назвать холдингом с ядром и спутниками. В нём есть один главный актив, который составляет большую часть стоимости, например 70 или 80 процентов, и несколько небольших, которые добавлены к нему ради развития, диверсификации или по историческим причинам. Такой холдинг часто возникает, когда владелец крупной компании начинает вкладывать её прибыль в новые направления, оформляя их как отдельные дочки. Со временем спутники могут вырасти и стать самостоятельными, но чаще они так и остаются небольшим дополнением к ядру.

Для инвестора холдинг с ядром ведёт себя почти как само ядро, только с примесью. Если главный актив торгуется на бирже, акции холдинга будут двигаться вслед за его акциями, а спутники лишь немного сдвигают результат. Дисконт здесь легко измерить, но его природа особая: инвестор, которому интересно ядро, может купить его напрямую, а холдинг предлагает то же самое плюс спутники, расходы центра и долг. Если спутники не создают заметной стоимости, рынок обычно оценивает такой холдинг с ощутимым дисконтом к ядру.

ВИГ отчасти тоже похожа на этот тип. Доля в телекоме составляет 20,8 миллиарда рублей из 40,6 миллиарда валовой стоимости активов, то есть чуть больше половины. Это не так много, как в классическом холдинге с ядром, но достаточно, чтобы акции ВИГ заметно реагировали на новости о телекоме. Роман, кстати, это уже замечал: когда телеком объявлял о повышении дивидендов, акции ВИГ тоже росли, хотя и слабее.

Пятый тип — публичные фонды прямых и венчурных инвестиций. Это компании, чей бизнес состоит в покупке долей в частных компаниях, их развитии и продаже через несколько лет с прибылью. В отличие от обычных фондов прямых инвестиций, которые собирают деньги у ограниченного круга инвесторов на определённый срок, публичные версии торгуются на

бирже, и их акции может купить любой желающий. В Великобритании, например, давно существует 3i Group, которая была создана после Второй мировой войны при участии Банка Англии и крупных банков для финансирования малого и среднего бизнеса, а затем превратилась в публичную инвестиционную компанию. В Японии примером технологического инвестиционного холдинга считается SoftBank Group, владеющая долями во множестве технологических компаний по всему миру.

Публичные фонды прямых инвестиций отличаются от обычных холдингов тем, что они изначально не собираются владеть компаниями вечно. Их модель предполагает регулярные продажи активов, и выручка от этих продаж становится главным источником прибыли. Для инвестора это удобно, потому что продажи регулярно проверяют оценку активов рыночной ценой. Если фонд продаёт компанию дороже, чем она была оценена в отчётности, доверие к его оценкам растёт, а дисконт сужается. Если продажи происходят ниже оценки или не происходят вовсе, рынок начинает сомневаться в объявленном NAV.

Венчурные холдинги — особая разновидность этого типа. Они вкладывают деньги в молодые технологические компании на ранних стадиях, когда у тех ещё нет прибыли, а иногда и выручки. Стоимость таких вложений определяется по ценам последних раундов финансирования, и она может сильно отличаться от того, что удастся получить при продаже. О том, как оценивать венчурные активы и почему их стоимость в отчётности иногда раздута, мы поговорим в восьмой главе. Пока отметим, что венчурные холдинги — самые рискованные и самые непредсказуемые из всех типов.

Шестой тип — холдинги, где преобладают непубличные активы. Это могут быть стратегические холдинги, владеющие частными компаниями, или семейные группы, которые никогда не выводили свои дочки на биржу. Для инвестора такой холдинг — тёмная комната, в которую можно заглянуть только через отчётность и заявления менеджмента. Его NAV приходится считать почти целиком по моделям и аналогам, а это открывает широкое поле для ошибок и для оптимистичных оценок со стороны самого холдинга. Дисконт у таких холдингов обычно больше, потому что рынок закладывает в цену неопределённость.

Вместе с тем именно непубличные холдинги иногда дают самые интересные возможности. Когда холдинг решает вывести одну из своих частных дочек на биржу, её стоимость внезапно становится видимой, и если она оказывается выше, чем предполагал рынок, акции холдинга растут. Этот механизм мы подробно разберём в четырнадцатой главе. Сейчас важно понимать, что непубличный холдинг — это одновременно больший риск и больший потенциал, и инвестор должен решить, насколько он готов работать с неопределённостью.

Седьмой тип — холдинги-копилки, у которых значительная часть активов приходится на деньги и ликвидные ценные бумаги. Такое положение часто возникает после того, как холдинг продал крупный актив и ещё не решил, куда вложить выручку. Иногда холдинг сознательно держит много денег, чтобы быть готовым к удачным сделкам во время кризиса. Внешне такой холдинг выглядит надёжным: деньги легко оценить, их стоимость не зависит от настроений рынка.

Однако копилка таит свой особый риск, который можно назвать риском распоряжения. Деньги на счетах холдинга принадлежат акционерам лишь косвенно, а решения о том, как их потратить, принимает менеджмент или контролирующий владелец. Деньги могут быть возвращены акционерам через дивиденды или выкуп акций, а могут быть потрачены на дорогую покупку, которая не принесёт доходности. Рынок часто оценивает такие холдинги с дисконтом даже к сумме денег на их счетах, если не доверяет тому, как эти деньги будут использованы. Ситуация, когда компания стоит на бирже меньше денег у неё на счетах, кажется абсурдной, но встречается регулярно.

Вера, слушая Тимофея, вспомнила одного клиента своей фирмы, группу из нескольких торговых компаний, которая продала свой основной бизнес и несколько лет держала деньги на

депозитах. За это время владельцы дважды объявляли о новых крупных проектах и дважды от них отказывались. Акции группы всё это время торговались примерно на пятую часть дешевле суммы денег на её счетах. Когда владельцы наконец объявили о специальном дивиденде, разница сократилась почти мгновенно. Вера тогда не придала этому значения, а теперь поняла, что видела классический случай холдинга-копилки.

Какие же типы холдингов встречаются на российском рынке? Чистых портфельных холдингов европейского образца на Московской бирже почти нет. Российские холдинги обычно возникали не как инвестиционные компании, а как продолжение деловых интересов основателей, поэтому они чаще контролируют свои дочки, чем держат в них миноритарные пакеты. Самый распространённый тип — диверсифицированный стратегический холдинг, владеющий бизнесами в нескольких отраслях, от связи и розничной торговли до медицины, сельского хозяйства и недвижимости. Именно на такие холдинги больше всего похожа наша ВИГ.

Второй заметный тип на российском рынке — холдинги с ядром, построенные вокруг крупного промышленного, финансового или сырьевого актива. Часто такая структура возникает в результате того, что владелец крупной компании оформляет свой контроль через отдельное юридическое лицо, акции которого тоже обращаются на бирже. Инвестор тогда может выбирать между акциями самой компании и акциями её владельца. Разница в цене между ними и становится предметом анализа.

Третий тип, который встречается на российском рынке, связан с особенностями привилегированных акций и казначейских пакетов. В некоторых группах дочерние компании держат акции материнской компании или друг друга, и эти пакеты искажают картину капитала. О том, как их учитывать в расчётах, мы поговорим в шестой главе, а о перекрёстном владении — в тринадцатой. Наконец, в последние годы на российском рынке появились компании, которые сами называют себя технологическими или инвестиционными холдингами и вкладывают деньги в молодые цифровые проекты. По сути они ближе к венчурному типу, хотя и с собственным операционным ядром.

Для российского инвестора важно понимать ещё одну особенность. Многие холдинги на отечественном рынке контролируются одним владельцем или семьёй, и доля акций в свободном обращении у них невелика, иногда меньше пятой части капитала. Это означает, что цена акций определяется небольшим числом сделок, а решения о дивидендах, продаже активов и реструктуризации принимает фактически один человек. Тип холдинга в таких условиях иногда меняется вместе с настроением владельца: сегодня группа говорит о себе как о долгосрочном стратегическом инвесторе, а завтра объявляет о продаже половины активов. Поэтому при анализе российского холдинга полезно изучать не только его нынешний тип, но и историю заявлений владельца о будущем группы.

Вернёмся к Вере и её салфетке. Когда Тимофей ушёл на совещание, она открыла на телефоне список компаний, которые знала по работе и по разговорам с братом, и попробовала распределить их по типам. Одна известная ей промышленная группа владела контрольным пакетом металлургического завода, который давал больше трёх четвертей её стоимости, и несколькими мелкими сервисными компаниями. Вера записала её в холдинги с ядром. Другая группа владела долями в связи, медицине и туризме и активно управляла каждым бизнесом, так что Вера отнесла её к стратегическим диверсифицированным холдингам.

С третьей компанией оказалось сложнее. Она называла себя инвестиционным холдингом, но почти все её активы были частными, а оценки этих активов публиковались только в презентациях для инвесторов. Вера долго колебалась между типом с преобладанием непубличных активов и венчурным типом, пока не поняла, что одно не исключает другого. Многие холдинги одновременно принадлежат к нескольким типам, и классификация нужна не для того, чтобы навесить ярлык, а для того, чтобы понять, какие вопросы задавать.

К концу перерыва у Веры получилась простая логика, которую она потом пересказала брату. Если в холдинге преобладают публичные активы, главный вопрос — почему цена холдинга ниже суммы рыночных цен его пакетов. Если преобладают частные активы, главный вопрос — насколько можно доверять оценкам этих активов. Если холдинг построен вокруг одного ядра, главный вопрос — зачем покупать его, а не само ядро. Если у холдинга много денег, главный вопрос — как они будут потрачены.

Теперь о том, как определить тип холдинга по годовому отчёту за полчаса. Первые пять минут стоит потратить на раздел о структуре группы, где обычно приводится список дочерних и зависимых компаний с долями владения. Из этого списка сразу видно, сколько у холдинга крупных активов, какие из них полностью принадлежат ему, а в каких есть другие акционеры. Если список занимает несколько страниц и включает десятки компаний в разных странах, перед вами многоэтажная структура, требующая особого внимания.

Следующие десять минут уделите сегментной информации в консолидированной отчётности. Там приводятся выручка, операционная прибыль и активы каждого направления бизнеса. Посчитайте, какую долю в общей операционной прибыли даёт крупнейший сегмент. Если больше двух третей, скорее всего, перед вами холдинг с ядром. Если доли распределены равномерно между тремя-пятью сегментами, это диверсифицированный холдинг или конгломерат.

Ещё десять минут понадобятся, чтобы найти информацию о публичности активов. Проверьте, какие из дочек торгуются на бирже, и сравните их рыночную стоимость с общей оценкой активов холдинга. Если публичные пакеты составляют большую часть стоимости, вы имеете дело с холдингом, который легко оценить. Если публичных пакетов нет или они составляют малую долю, приготовьтесь к долгой работе с моделями и аналогами.

Последние пять минут стоит потратить на раздел о крупных акционерах и корпоративном управлении. Кто контролирует холдинг, сколько акций находится в свободном обращении, есть ли в совете директоров независимые члены. Если холдинг контролируется одним человеком с долей больше половины, многие решения будут зависеть от его воли, и это нужно учитывать при оценке любого типа. За эти полчаса вы не оцените холдинг, но поймёте, к какому типу он относится и с какой стороны к нему подходить.

Классификация по составу активов — не единственный способ смотреть на холдинги. Не менее важно, кто стоит на вершине структуры. Здесь можно выделить три основных варианта: холдинги с семейным или личным контролем, холдинги с государственным участием и холдинги без контролирующего акционера, где акции распылены между множеством инвесторов. Каждый из этих вариантов накладывает свой отпечаток на поведение компании, и тип по составу активов полезно дополнять типом по владельцу.

Холдинг с личным или семейным контролем — самый распространённый вариант и в России, и на других развивающихся рынках. Его поведение определяется целями владельца: кто-то стремится передать бизнес детям в целости, кто-то хочет максимизировать собственное состояние, кто-то строит империю ради влияния и статуса. Для миноритария важно понять, какая цель преобладает, потому что от этого зависят дивиденды, продажа активов и готовность сокращать дисконт. В ВИГ основатель владеет 64 процентами акций, и его планы на группу Роману ещё только предстояло изучить.

Холдинги с государственным участием устроены по своим законам, которые подробно разбирает книга серии о компаниях с госучастием. Здесь отметим только, что государство как владелец преследует не только финансовые цели, и это влияет на распределение капитала внутри группы. Холдинг без контролирующего акционера, напротив, управляется наёмными менеджерами, и главный риск здесь другой: менеджмент может строить империю ради собственных интересов, поскольку никто не держит достаточно крупного пакета, чтобы его остановить. Американские конгломераты шестидесятых годов, о которых шла речь во второй главе, часто относились именно к этому варианту.

Совмещая два способа классификации, вы получаете довольно точную картину. Например, стратегический диверсифицированный холдинг с семейным контролем, как ВИГ, ведёт себя иначе, чем портфельный холдинг без контролирующего акционера. В первом главные вопросы связаны с намерениями семьи и распределением капитала между бизнесами, во втором — с расходами менеджмента и его мотивацией. Вера нарисовала на обороте салфетки таблицу из двух осей, и каждый знакомый ей холдинг нашёл в ней своё место.

Важно понимать и то, что тип холдинга не высечен в камне. Холдинги переходят из одного типа в другой по мере того, как продают или покупают активы. Стратегический холдинг, который вывел свои дочки на биржу и продал часть акций, постепенно превращается в портфельный. Холдинг с ядром, который продал ядро, становится копилкой, а затем, вложив деньги в новые бизнесы, — диверсифицированным стратегическим холдингом. Наблюдая за этими переходами, инвестор может заранее понять, как изменятся методы оценки и какой дисконт будет уместен.

Переход из одного типа в другой часто сопровождается изменением дисконта. Когда частная дочка становится публичной, холдинг приближается к портфельному типу, и рынок обычно начинает оценивать его увереннее. Когда холдинг продаёт актив и превращается в копилку, всё зависит от того, что он сделает с деньгами. Если он вернёт их акционерам, дисконт может исчезнуть, если потратит на сомнительную покупку, дисконт может вырасти. Понимание типа помогает предвидеть такие сдвиги.

Разберём несколько типичных ошибок при определении типа холдинга. Первая ошибка состоит в том, чтобы верить самоназванию: многие компании называют себя инвестиционными холдингами, хотя на деле представляют собой операционный бизнес с несколькими побочными вложениями. Другие называют себя технологическими компаниями, хотя их основные активы — доли в чужих стартапах. Название в пресс-релизе ничего не говорит о реальном типе, и его нужно проверять по структуре активов.

Вторая ошибка — смотреть только на число дочек, а не на их вес. Холдинг может владеть пятьюдесятью компаниями, из которых одна даёт девять десятых стоимости, а остальные — мелкие сервисные структуры. Такой холдинг по сути является холдингом с ядром, а не диверсифицированной группой. Чтобы не ошибиться, нужно смотреть на долю каждого актива в общей стоимости, а не на длину списка.

Третья ошибка — путать консолидацию с владением. В консолидированной отчётности дочка, которой холдинг владеет на 51 процент, отражается так же, как дочка, которой он владеет на 100 процентов: вся её выручка и все её активы попадают в отчётность группы. Новичку кажется, что холдинг владеет всем бизнесом целиком, хотя почти половина принадлежит другим акционерам. О том, как правильно читать консолидированную отчётность, мы подробно поговорим в следующей главе.

Четвёртая ошибка — игнорировать тип владельца. Два холдинга с одинаковым набором активов могут вести себя совершенно по-разному, если один принадлежит семье с давней историей бережного отношения к миноритариям, а другой — предпринимателю, известному агрессивными сделками. Тип по владельцу иногда важнее типа по активам, потому что он определяет, как будут использоваться эти активы. Вера, имевшая дело с отчётностью многих групп, знала это лучше брата.

Чтобы классификация стала по-настоящему полезной, приведём аналогию, которая поможет её запомнить. Представьте разные виды загородных хозяйств. Портфельный холдинг похож на владельца паёв в нескольких чужих садах: он получает часть урожая, но сам ничего не сажает и не поливает. Стратегический холдинг похож на хозяина собственного большого участка, который сам решает, что и где сажать, нанимает работников и отвечает за урожай. Операционный конгломерат напоминает один огромный огород, где растёт всё подряд на

общей земле и с общим поливом, так что невозможно отделить урожай картофеля от урожая клубники.

Холдинг с ядром похож на фермера, у которого есть большой яблоневый сад и пара грядок с зеленью у дома. Публичный фонд прямых инвестиций напоминает человека, который покупает запущенные участки, приводит их в порядок и продаёт через несколько лет. Венчурный холдинг сажает множество семян в надежде, что хотя бы несколько из них вырастут в большие деревья. Холдинг-копилка — это хозяин, который продал свой участок и держит деньги в банке, обещая когда-нибудь купить новый. Каждому из этих хозяев нужны разные вопросы, если вы хотите понять, сколько стоит его хозяйство.

Тип холдинга определяет и то, каким методом его оценивать, хотя сам метод мы будем подробно разбирать в шестой, седьмой и восьмой главах. Для портфельного холдинга главный инструмент — рыночные цены пакетов. Для стратегического и непубличного это оценка по аналогам и денежным потокам, для операционного конгломерата — сегментный анализ. Для фонда прямых инвестиций — проверка оценок через фактические продажи. Для копилки — анализ того, как будут потрачены деньги.

Перед тем как подвести итог, вернёмся к одному практическому вопросу, который задал Вере Тимофей. Он спросил, почему инвестору вообще стоит покупать холдинг одного типа, а не другого. Ответ зависит от того, что инвестор умеет и чего хочет. Если вы предпочитаете прозрачность и готовы довольствоваться небольшим дисконтом, вам подойдут портфельные холдинги с публичными активами. Если вы готовы работать с неопределённостью ради большего потенциала, стоит смотреть на холдинги с непубличными активами, особенно накануне вывода их дочек на биржу.

Если вы хорошо разбираетесь в одной отрасли, вам может быть удобнее холдинг с ядром из этой отрасли, потому что большую часть его стоимости вы сможете оценить самостоятельно. Если же вы не хотите тратить много времени на анализ, возможно, холдинги вообще не лучший выбор, и стоит предпочесть прямые вложения в понятные компании или биржевые фонды. Холдинги требуют больше работы, чем обычные акции, и это нужно честно признать с самого начала.

Подведём итог четвёртой главы: мы выделили семь типов холдингов по составу активов: портфельный, стратегический, операционный конгломерат, холдинг с ядром, публичный фонд прямых или венчурных инвестиций, холдинг с преобладанием непубличных активов и холдинг-копилка. Дополнили эту классификацию типом по владельцу: семейный или личный контроль, государственное участие и отсутствие контролирующего акционера. Посмотрели, какие типы встречаются на российском рынке, и разобрались, как определить тип холдинга по годовому отчёту за полчаса.

Мы также увидели, что тип холдинга со временем меняется, и эти изменения часто сопровождаются сдвигами дисконта. Разобрали четыре ошибки классификации: доверие самоназванию, подсчёт дочек вместо их веса, путаницу консолидации с владением и игнорирование типа владельца. Наконец, связали тип с методом оценки и с тем, какому инвестору подходит тот или иной холдинг. Эта карта поможет вам ориентироваться, когда вы начнёте изучать конкретные компании.

Роман, услышав про получасовую проверку, в тот же вечер попробовал применить её к ВИГ. В списке компаний группы он насчитал двадцать три юридических лица, но лишь четыре из них имели реальный вес, а остальные оказались сервисными и промежуточными структурами. В сегментной информации телеком давал около 58 процентов операционной прибыли группы, что недотягивало до двух третей и подтверждало диверсифицированный характер холдинга. Публичные пакеты, по его расчёту, составляли 25,6 миллиарда из 40,6 миллиарда валовой стоимости активов, то есть примерно 63 процента. Оставшиеся 37 процентов приходились на частные компании, и именно они требовали самой осторожной оценки.

Вечером Вера позвонила брату и рассказала о своей классификации. Роман согласился, что ВИГ — это прежде всего стратегический диверсифицированный холдинг с семейным контролем, у которого есть черты холдинга с ядром из-за большой доли телекома. Он сказал, что теперь понимает, почему на дне инвестора аналитики задавали столько вопросов о непубличных активах. Половина стоимости ВИГ приходилась на компании, которые невозможно оценить по биржевой цене, и это требовало доверия к отчётности.

Вера ответила, что доверие к отчётности — это как раз её профессия. Она предложила брату в следующие выходные вместе пройтись по годовому отчёту ВИГ и посмотреть, что в нём можно найти, а что в нём спрятано. Роман признался, что уже пытался читать этот отчёт и бросил на сотой странице, запутавшись в консолидации, долях неконтролирующих акционеров и сегментах. Вера рассмеялась и сказала, что с этого места начинается самое интересное. Как читать отчётность холдинга, чтобы не потеряться в ней, — тема пятой главы.

Остаётся добавить одно замечание: классификация помогает, но не заменяет внимательного изучения каждого конкретного холдинга. Два холдинга одного типа могут сильно различаться по качеству управления, долговой нагрузке и отношению к акционерам. Поэтому тип — это лишь первый шаг, после которого начинается настоящая работа с цифрами. Эту работу мы и начнём в следующей главе, открыв годовой отчёт ВИГ на первой странице и пообещав себе не бросать его, пока не станет ясно, что именно скрывается за каждой крупной цифрой.

Глава 5. Отчётность холдинга без тумана

В субботу утром Роман разложил на кухонном столе распечатку годового отчёта ВИГ, которая весила почти как кирпич. Триста двенадцать страниц, из них больше половины — консолидированная финансовая отчётность по международным стандартам с примечаниями. Он уже пытался читать этот документ две недели назад и сдался где-то на сотой странице, когда дошёл до таблицы с непонятным заголовком о долях неконтролирующих акционеров. Теперь на экране ноутбука висело лицо Веры, которая из Новосибирска подключилась по видеосвязи и попросила брата открыть отчёт не с начала, а с конца.

Роман удивился, но послушался, и Вера объяснила, что годовой отчёт холдинга похож на матрёшку: снаружи красивая обложка со словами о стратегии и миссии, внутри — консолидированные цифры, которые складывают всю группу в одну большую компанию, а в самой глубине, в примечаниях, прячутся ответы на вопросы, которые действительно интересуют акционера. Если читать с начала, можно утонуть в общих словах раньше, чем доберёшься до сути. Она предложила пройти отчёт в особом порядке, который за годы работы выработала для себя, и пообещала, что к обеду брат будет понимать в нём больше, чем большинство частных акционеров ВИГ.

Начнём с того, что такое консолидированная отчётность и почему она одновременно полезна и обманчива. Когда материнская компания контролирует дочку, международные стандарты требуют объединять их отчётность так, словно это одна компания. Выручка дочки прибавляется к выручке группы, её активы — к активам группы, её долги — к долгам группы. Если ВИГ контролирует телеком с выручкой 30 миллиардов рублей, агропредприятие с выручкой 12 миллиардов и девелопера с выручкой 8 миллиардов, консолидированная выручка группы составит около 50 миллиардов. Тот факт, что ВИГ владеет телекомом лишь на 52 процента, на этом этапе не имеет значения.

Консолидация полезна тем, что показывает масштаб всей империи, которой управляет холдинг. Она позволяет увидеть общий долг группы, общие денежные потоки и общие риски. Кредиторам такая картина важна, потому что проблемы одной дочки могут перекинуться на всю группу. Однако для акционера материнской компании консолидированная отчётность обманчива в нескольких отношениях. Она смешивает в одну кучу то, что принадлежит акционерам холдинга, и то, что принадлежит другим акционерам дочек.

Посмотрим сначала на долг: в консолидированном балансе ВИГ отражён весь долг телекома, хотя ВИГ владеет им лишь наполовину, а также долг агропредприятия и девелопера. Допустим, у телекома чистый долг 20 миллиардов рублей, у агропредприятия 5 миллиардов, у девелопера 2 миллиарда, а у самой материнской компании 12 миллиардов. Консолидированный чистый долг группы составит 39 миллиардов рублей. Новичок, увидев эту цифру, ужаснётся, потому что она почти втрое превышает капитализацию ВИГ.

На самом деле картина совсем иная: из этих 39 миллиардов только 12 висят непосредственно на материнской компании и обслуживаются из её денежного потока. Долги дочек обслуживаются из их собственной прибыли, и по общему правилу кредиторы дочек не могут требовать погашения с ВИГ, если только ВИГ не дала поручительства. Половина долга телекома, грубо говоря, приходится на других его акционеров. Поэтому консолидированный долг почти ничего не говорит о долговой нагрузке, которая важна для акционера холдинга. Как правильно считать долг на разных этажах структуры, мы подробно разберём в девятой главе.

С прибылью происходит похожая история, и здесь на сцену выходят те самые доли неконтролирующих акционеров, на которых споткнулся Роман. Неконтролирующими акционерами называют всех акционеров дочки, кроме материнской компании. В случае телекома это владельцы оставшихся 48 процентов его акций: фонды, частные инвесторы, может быть, другие

крупные компании. Когда группа консолидирует телеком, в её отчёт о прибылях попадает вся прибыль телекома, но затем отдельной строкой показывается, какая её часть принадлежит неконтролирующим акционерам.

Допустим, телеком заработал за год 5 миллиардов рублей чистой прибыли. В консолидированном отчёте ВИГ все 5 миллиардов войдут в прибыль группы, но ниже будет указано, что 2,4 миллиарда, то есть 48 процентов, причитаются неконтролирующим акционерам. Только оставшиеся 2,6 миллиарда приходятся на долю акционеров ВИГ. Если новичок возьмёт из отчёта строку «прибыль за год» и разделит на число акций холдинга, он получит завышенную прибыль на акцию. Правильная строка называется «прибыль, причитающаяся акционерам материнской компании», и именно её нужно использовать для любых расчётов.

То же самое относится и к капиталу. В консолидированном балансе есть строка с общим капиталом группы, но внутри неё отдельно показан капитал, приходящийся на неконтролирующих акционеров. Для акционеров ВИГ важен только капитал, причитающийся акционерам материнской компании. Разница между двумя цифрами может быть значительной, особенно если у холдинга много дочек с большими долями внешних акционеров. Вера посоветовала брату взять маркер и обвести в отчёте все строки со словами «причитающийся акционерам материнской компании», чтобы больше не путаться.

Совсем иначе в отчётности отражается доля ВИГ в аптечной сети. Поскольку ВИГ владеет лишь 30 процентами и не контролирует аптеки, их выручка и долги в консолидированную отчётность группы не попадают. Вместо этого применяется метод долевого участия. В балансе группы появляется одна строка — инвестиция в ассоциированную компанию, а в отчёте о прибылях — одна строка с долей в прибыли ассоциированной компании. Если аптечная сеть заработала за год 1,4 миллиарда рублей, ВИГ отразит в своей прибыли 30 процентов от этой суммы, то есть 420 миллионов.

Метод долевого участия таит две ловушки для неопытного читателя. Первая связана с тем, что доля в прибыли отражается в отчёте о прибылях независимо от того, получил ли холдинг деньги. Аптечная сеть могла заработать 1,4 миллиарда и выплатить дивидендами только 1 миллиард, и тогда ВИГ получит наличными 300 миллионов, а в прибыли покажет 420. Разница остаётся внутри аптечной сети и увеличивает балансовую стоимость инвестиции, но в кассу холдинга не поступает. Для холдинга, который обслуживает долг за счёт входящих денег, такое различие имеет первостепенное значение.

Вторая ловушка связана с балансовой стоимостью инвестиции. По методу долевого участия она отражается не по рыночной цене, а по стоимости покупки, увеличенной на накопленную долю в нераспределённой прибыли. Если ВИГ купила 30 процентов аптек десять лет назад за 2 миллиарда, а сейчас их рыночная стоимость составляет 4,8 миллиарда, в балансе может стоять, например, 3 миллиарда. Разница между балансовой и рыночной стоимостью — одна из причин, по которой балансовый капитал холдинга часто мало говорит о его реальной стоимости. Для оценки нужна рыночная цена, и в шестой главе мы будем пользоваться именно ею.

Теперь самое важное, что Вера называла окном в корпоративный центр. Помимо консолидированной отчётности по международным стандартам, российская материнская компания обязана составлять собственную бухгалтерскую отчётность по российским стандартам, которую часто называют отдельной. В ней материнская компания показана сама по себе, без дочек: её собственные деньги, собственные долги, собственные расходы и доходы. Дочки в такой отчётности выглядят просто как финансовые вложения, а дивиденды от них — как доходы от участия в других организациях. Эту отчётность публичные компании раскрывают на своих сайтах и на сайтах раскрытия информации.

Для инвестора в холдинг отдельная отчётность материнской компании — едва ли не важнее консолидированной. Именно в ней видно, сколько денег пришло в центр в виде дивидендов, сколько ушло на проценты по долгу, сколько потрачено на содержание аппарата и сколько

осталось для выплаты акционерам. Именно в ней виден долг, за который материнская компания отвечает непосредственно. Именно в ней можно найти займы, выданные дочкам и другим связанным лицам, и поручительства, выданные за них. Роман признался, что даже не знал о существовании такого документа.

Вера показала брату, как читать отчёт о финансовых результатах центра ВИГ. В строке доходов от участия в других организациях значилось чуть больше 3,1 миллиарда рублей, складывавшихся из дивидендов телекома, аптек и агропредприятия. В строке процентов к уплате стояло 1,8 миллиарда рублей, а управленческие расходы составили около полумиллиарда. Получалось, что после всех обязательных расходов у центра оставалось примерно 840 миллионов рублей, из которых он выплатил акционерам дивиденды на 500 миллионов. Подробно этот денежный поток мы разберём в десятой главе, а здесь важно, что вся эта картина видна только в отдельной отчётности.

Третий важный источник информации — сегментная отчётность. Международный стандарт требует, чтобы компании, ведущие несколько направлений бизнеса, раскрывали показатели по каждому из них так, как их видит руководство. Обычно в сегментной информации приводятся выручка, операционная прибыль или EBITDA, капитальные вложения и иногда активы и обязательства каждого сегмента. Для ВИГ сегментами служат связь, сельское хозяйство, девелопмент и корпоративный центр, а аптечная сеть упоминается отдельно как ассоциированная компания.

Сегментная информация особенно полезна, когда дочка не торгуется на бирже. Например, «Чусовские поля» публичной отчётности не публикуют, и единственный способ узнать их EBITDA — найти её в сегментной информации ВИГ. Именно оттуда берётся цифра в 3 миллиарда рублей, на которую мы будем опираться при оценке агропредприятия в восьмой главе. Если бы холдинг не раскрывал сегменты, оценить его непубличные активы было бы почти невозможно.

С сегментной информацией тоже нужно обращаться осторожно. Компания сама решает, как распределять общие расходы между сегментами и какие показатели раскрывать. Иногда расходы центра частично разносятся по сегментам, и тогда их прибыль выглядит ниже, чем была бы у самостоятельной компании. Иногда, наоборот, сегменты пользуются бесплатными услугами центра, и их прибыль завышена. Внимательный читатель всегда проверяет, есть ли в сегментной информации строка корпоративного центра и какие расходы в неё попадают.

Четвёртое, о чём стоит помнить, — исключение внутригрупповых оборотов. Если телеком оказывает услуги связи агропредприятию, а девелопер строит для телекома офисное здание, эти сделки не должны увеличивать выручку группы, ведь деньги просто перекладываются из одного кармана в другой. При консолидации все такие обороты исключаются, и сумма выручки сегментов поэтому может не совпадать с консолидированной выручкой. В сегментной информации обычно есть отдельная строка для таких исключений. Если она большая, значит, бизнесы группы активно торгуют друг с другом, и стоит разобраться, по каким ценам.

Существует категория холдингов, к которым правила консолидации применяются совсем иначе. Международный стандарт о консолидированной отчётности, известный как МСФО 10, выделяет так называемые инвестиционные организации. Это компании, которые получают деньги от инвесторов, обязуются вкладывать их исключительно ради прироста стоимости и инвестиционного дохода и оценивают свои вложения по справедливой стоимости. Такие организации не консолидируют свои дочки, а отражают их в балансе по справедливой стоимости, изменения которой проходят через отчёт о прибылях и убытках.

Для инвестора это существенная разница. У инвестиционной организации баланс выглядит почти как отчёт о стоимости чистых активов: справа долги, слева вложения, каждое из которых оценено по текущей стоимости. Её прибыль за год складывается в основном из изменения оценки вложений, а не из выручки дочек. Многие европейские фонды прямых инве-

стиций и некоторые инвестиционные холдинги пользуются этим статусом. Если ваш холдинг относится к инвестиционным организациям, его балансовый капитал почти совпадает с NAV, и задача оценки сильно упрощается.

Важно понимать, что справедливая стоимость в такой отчётности — это тоже оценка, а не рыночная цена. Для публичных вложений она обычно равна биржевой котировке, а для частных определяется по моделям, аналогам или ценам последних сделок. Аудитор проверяет, разумны ли методы, но не может гарантировать, что актив будет продан именно по этой цене. Поэтому даже у инвестиционной организации стоит внимательно читать примечание о справедливой стоимости и смотреть, какая доля активов оценена по наблюдаемым рыночным ценам, а какая — по внутренним моделям. Международные стандарты требуют раскрывать эту разбивку по трём уровням иерархии справедливой стоимости.

ВИГ к инвестиционным организациям не относится, потому что активно управляет своими дочками и рассматривает их как долгосрочный бизнес, а не как вложения ради перепродажи. Поэтому её отчётность построена на обычной консолидации. Большинство российских холдингов устроены так же, и это означает, что для расчёта NAV инвестору приходится самостоятельно пересобирать отчётность, заменяя балансовые цифры рыночными оценками. Именно этим мы займёмся в следующей главе. Работа эта кропотливая, но именно она отличает инвестора, понимающего холдинг, от инвестора, который лишь верит его рекламе.

Помимо обязательной отчётности, многие холдинги публикуют презентации для инвесторов. Это слайды, которые сопровождают выступления менеджмента на дне инвестора, при публикации годовых результатов или при размещении облигаций. Презентации написаны понятным языком, в них много графиков и мало примечаний. Для новичка они кажутся удобнее отчётности, и это действительно хорошая отправная точка. Однако презентация — документ маркетинговый, и в ней менеджмент показывает то, что считает нужным показать.

Самая ценная информация, которую иногда содержат презентации, — оценка NAV, рассчитанная самим холдингом. Европейские инвестиционные компании публикуют её регулярно, часто ежеквартально, с разбивкой по активам и методам оценки. Некоторые российские холдинги тоже начали раскрывать такие расчёты, особенно накануне размещений дочерних компаний или в ответ на вопросы инвесторов о дисконте. Если холдинг публикует NAV, это сильно облегчает работу аналитика, но не освобождает его от проверки.

Как проверять NAV, опубликованный самим холдингом? Прежде всего нужно сравнить оценку публичных активов с их текущими котировками: если холдинг оценивает свою долю в публичной дочке дороже рынка, это уже повод для вопросов. Затем стоит посмотреть, какими мультипликаторами оценены непубличные активы, и сравнить их с мультипликаторами публичных аналогов. Наконец, важно проверить, вычтены ли из оценки долг центра, расходы центра и налоги при гипотетической продаже. Многие холдинги показывают NAV без учёта расходов центра, и тогда дисконт к их собственной оценке выглядит больше, чем есть на самом деле.

ВИГ собственную оценку NAV не публиковала, и Роман решил спросить о ней напрямую. Он написал письмо в отдел по работе с инвесторами, и через три дня ему ответила Лилия Шестакова, менеджер этого отдела. Лилия вежливо объяснила, что группа пока не раскрывает оценку непубличных активов, но сегментная информация в годовом отчёте позволяет инвесторам рассчитать её самостоятельно. Она добавила, что в следующем году группа планирует расширить раскрытие по «Чусовским полям» и начать публиковать их ключевые операционные показатели ежеквартально.

Роман переслал ответ Вере, и та заметила, что письмо содержит больше информации, чем кажется. Обещание расширить раскрытие по агропредприятию может означать, что группа готовит его к выходу на биржу, потому что перед размещением компании обычно начинают публиковать больше данных. Вера посоветовала брату сохранить письмо и вернуться к нему через год. Отдел по работе с инвесторами, добавила она, существует для того, чтобы отвечать

акционерам, и не стоит стесняться задавать ему вопросы, даже если вы владеете лишь небольшим пакетом.

Есть ещё несколько источников информации, которые полезны при изучении холдинга. Сообщения о существенных фактах публикуются компаниями на сайтах раскрытия информации и содержат сведения о сделках, решениях советов директоров, выплатах дивидендов и изменениях в составе акционеров. Ежеквартальные отчёты эмитентов, которые российские компании публиковали в прошлом, содержали подробные сведения о структуре группы и крупных сделках. Отчёты о сделках с заинтересованностью показывают операции со связанными сторонами. Протоколы собраний акционеров позволяют понять, как голосовали крупные владельцы.

Объём раскрытия у российских компаний в последние годы менялся. В отдельные периоды компаниям разрешали не публиковать часть информации, в том числе о крупных акционерах и некоторых сделках. Это делает анализ холдингов сложнее, и инвестору приходится работать с тем, что доступно. Если важная информация не раскрыта, это само по себе становится фактором риска, который рынок закладывает в дисконт. Правила раскрытия могут меняться, поэтому стоит следить за актуальными требованиями Банка России.

Теперь вернёмся на кухню к Роману и посмотрим, в каком порядке Вера предложила ему читать годовой отчёт. Первым шагом она назвала примечание о структуре группы, где перечислены дочерние и ассоциированные компании с долями владения. На это ушло пятнадцать минут, и Роман впервые увидел ВИГ целиком: двадцать три юридических лица, из которых четыре были крупными операционными компаниями, а остальные служили промежуточными звеньями, сервисными структурами или давно не работающими компаниями, которые по каким-то причинам не ликвидировали. Вера посоветовала обращать внимание на компании, зарегистрированные за рубежом, и на те, чья роль в группе непонятна, потому что именно там иногда прячутся интересные вещи.

Вторым шагом стала отдельная отчётность материнской компании. Здесь Роман нашёл всё, что мы обсуждали выше: входящие дивиденды, проценты по долгу, управленческие расходы, деньги на счетах и долг центра. Вера показала ему ещё и раздел о финансовых вложениях, где перечислялись займы, выданные дочкам и другим компаниям. Среди них оказался заём на 800 миллионов рублей компании, название которой ничего не говорило Роману. Вера отметила этот заём карандашом и сказала, что к нему они ещё вернутся, когда будут говорить о перекрёстных займах.

Третьим шагом была сегментная информация в консолидированной отчётности. Отсюда Роман выписал выручку, EBITDA и капитальные вложения каждого бизнеса. Он заметил, что EBITDA «Чусовских полей» за последние три года прыгала от 2,2 до 3,6 миллиарда рублей в зависимости от урожая и цен, и что в среднем за три года получалось около 3 миллиардов. Вера похвалила его за то, что он посмотрел на несколько лет, а не только на последний год, потому что оценка по одному удачному или неудачному году может сильно ввести в заблуждение.

Четвёртым шагом стали примечания о связанных сторонах. По международным стандартам компания обязана раскрывать операции с лицами, которые её контролируют, с ключевым управленческим персоналом и с компаниями, которые контролируют эти лица. Роман нашёл там несколько интересных строк: аренду офиса у компании, принадлежащей основателю, услуги консалтинговой фирмы, связанной с одним из директоров, и вознаграждение членов правления. Вера объяснила, что это примечание — одно из самых важных для понимания отношений между владельцем и миноритариями, и что подробно о нём пойдёт речь в двенадцатой главе.

Пятым шагом было примечание о долгах, где расписаны все кредиты и облигации группы с указанием заёмщика, ставки, срока и обеспечения. Здесь Роман впервые увидел, какой долг висит на материнской компании, а какой на дочках, и выяснил, что часть кредитов телекома

обеспечена поручительством ВИГ. Шестым шагом стало примечание об условных обязательствах, где перечислены выданные гарантии, судебные споры и налоговые риски. Вера сказала, что это примечание часто оказывается самым коротким и самым недооценённым, хотя именно в нём прячутся будущие неприятности.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, купив полную легальную версию на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.