

Опубликовано: На пути к возрождению: теория и практика управления в условиях экономического кризиса: Науч. Тр. Российской научно – практической конференции – СПб: АНО «ИПЭВ», 2009.

**Дементьев А.В.**, Канд.техн.наук. Доцент кафедры финансов учета и анализа СПбГАСУ.

**Дементьев И.А.**, аспирант. Кафедра экономики исследований и разработок СПбГУ.

## Сравнение методов оценки инвестиционной привлекательности компании.

*Циник - это тот человек, который всему знает цену и ничему не знает ценности.*  
Оскар Уайлд.

При оценке бизнеса (коммерческого предприятия) объектом выступает деятельность, направленная на получение прибыли и осуществляемая на основе функционирования имущественного комплекса предприятия.

Оценка бизнеса предприятий основана на предположении, что каждому предприятию присуща его «истинная внутренняя ценность», для усредненного (рыночного) покупателя, которая может быть вычислена с помощью «правильных» вычислительных процедур на основе его финансовых характеристик, перспектив роста (замедления) самого предприятия и его конкурентов, а также экономики страны в целом. Материальные и нематериальные активы предприятия, рискованность вложения денежных средств, другие показатели формируют основные финансовые характеристики для расчета стоимости.

Для реального (а не усредненного) покупателя важны разные аспекты, характеризующие предприятие с точки зрения его функционирования, внешнего окружения и внутреннего содержания. Чтобы установить, что полученные некими методами результаты оценки компании являются правильными, т.е. истиной, а не заблуждением, необходима система критериев истины, которая отсутствует.

Для фондового рынка существует два подхода определения стоимости бизнеса (акций компании): Фундаментальный и технический анализ.

Фундаментальный анализ исследует несколько уровней экономики: Первый уровень - анализ мировой экономики, второй уровень - анализ экономики страны, третий уровень - анализ отраслей промышленности и секторов услуг, четвертый заключительный этап - это анализ

инвестиционной привлекательности компании. Каждый этап имеет свои определенные особенности.

Технический анализ это исследование динамики рынка с целью прогнозирования будущего направления движения цен, ориентированное на принятие инвестиционных решений. Применимо для рынка акций термин «динамика рынка» включает в себя два источника информации, находящихся в распоряжении технического аналитика, а именно - цену и объем сделки.

В настоящей статье проведен анализ методов инвестиционной привлекательности компании (четвертого этапа фундаментального анализа).

Как следствие, стоимость компании рассчитывается различными способами:

#### 1. Стоимость по финансовой отчетности (статическая стоимость).

Имущественный комплекс с точки зрения бухгалтерского баланса включает в себя активы, сформированные за счет обязательств и собственного капитала. Учитывая, что бизнес может включать в себя несколько юридических лиц, необходимо оценивать имущественный комплекс на основании данных консолидированного баланса, с учетом формирования и направления движения денежных потоков для исключения влияния стоимости, полученной внутри бизнеса. Сумма заемного капитала и собственного капитала представляет собой инвестированный капитал на дату отчетного периода. Если задолженность компании по краткосрочным и долгосрочным кредитам и займам подлежит однозначной оценке на момент времени, для которого рассчитывается стоимость компании, то стоимость собственного капитала как раз и является искомой величиной. В финансовой отчетности представлена балансовая стоимость собственного капитала. Балансовая стоимость в современном бизнесе даже примерно не отражает рыночной стоимости собственного капитала компании.

$$CA + LA = TE + TL = IC$$

где, CA – краткосрочные активы, LA – долгосрочные активы, TE – балансовая стоимость собственного капитала, TL – заемный капитал, IC – инвестированный капитал.

#### 2. Потенциальная расчетная стоимость (динамическая стоимость).

Следует разделять балансовую стоимость собственного капитала TE и стоимость, приходящуюся на собственный капитал. Последняя учитывает способность денежных потоков формировать добавленную стоимость собственного капитала в прогнозном и пост прогнозном периоде (с учетом жизненного цикла бизнеса). Такая стоимость, по сути, означает потенциальную стоимость компании. Потенциальная стоимость учитывает

прогноз доходов и расходов компании, прогноз стоимости заемных и собственных средств, которые в свою очередь формируются исходя из стратегических целей компании, анализа макроэкономических показателей, прогнозных показателей отрасли, конкурентов, банковского и биржевого рынков и т.д.

## 2.1. Метод DCF.

Для расчета потенциальной стоимости компании чаще всего используется метод дисконтированных денежных потоков DCF.

Формула для расчета DCF:

$$DCF = DFCF + DTV, \text{ где}$$

DCF – дисконтированный денежный поток; DFCF – дисконтированная величина чистого денежного потока в прогнозный период; DTV - остаточная стоимость бизнеса в пост прогнозный период.

В свою очередь свободный денежный поток рассчитывается следующим образом:

$$FCF = NOCF + NICF, \text{ где}$$

NOCF – чистый денежный поток от операционной деятельности;

NICF – чистый денежный поток от инвестиционной деятельности.

Формула для расчета TV или остаточной стоимости бизнеса выглядит следующим образом:

$$TV = FCF \text{ (в последний год прогнозного периода)} / WACC;$$

WACC – средневзвешенная стоимость капитала.

Формула для расчета WACC:

$$WACC = (TE * CTE + TL * CTL) / IC,$$

Где CTE, - стоимость собственного капитала; CTL – стоимость заемного капитала.

Таким образом:

$$DCF = \sum_{i=1}^T \frac{CF_i}{(1 + wacc)^{i-0,5}} + \frac{TV}{(1 + wacc)^T}, \quad (1)$$

Где  $i$  – порядковый номер года рассматриваемого периода,

$T$  – прогнозный период, обычно 3- 5 лет.

Несмотря на широкое применение метода DCF оценщиками, инвестиционными компаниями, банками в России и за рубежом, он далеко не безупречен.

На точность метода влияют:

1. **Погрешности в ставке дисконтирования.** Ставка дисконтирования WACC выбирается исходя из предположения о устойчивости (не хаотичности) движения ставок заемного капитала и рыночных индикаторов. WACC в формуле (1) остается постоянным, или плавно меняющимся, на протяжении всего жизненного цикла оцениваемого бизнеса. В реальности этого не происходит. Экономические кризисы, как закономерное явление рыночной экономики, возникают тем не менее внезапно и искажают WACC рассчитанный на момент оценки.
2. **Погрешности прогнозного периода.** Свободный (чистый) денежный поток обычно является только небольшой частью выручки, в большинстве компаний чистый поток на собственный капитал составляет порядка 10% выручки от реализации. Поэтому ошибка в прогнозируемой стоимости оказанных услуг (продаже товаров), а, значит, и в прогнозируемой выручке, например на 20%, приводит к ошибке в прогнозируемом (чистом) денежном потоке (а значит в рыночной цене бизнеса) в сотни процентов.
3. **Погрешности пост прогнозного периода.** Расчет терминальной стоимости бизнеса в пост прогнозном периоде вносит наибольшую погрешность в метод DCF. Вклад терминальной стоимости в DCF составляет в среднем 40-60%, а в бизнесе находящемся в активном инвестиционном цикле 80% и выше. Так, например, в оценках стоимости известных российских сырьевых компаний TV, рассчитанная на основании FCF в последний год прогнозного периода, опирается на цену нефти (металла) например в 2011 или 2012 году. И этот прогноз на 40 – 80% определяет стоимость бизнеса. Ценность такой «оценки» выглядит очень сомнительно.

## 2.2. Метод EVA.

К сожалению, высокой чувствительностью к параметрам прогнозирования характеризуются все расчетные методы, EVA – не исключение.

Три основных источника погрешности метода DCF, перечисленные выше полностью касаются и метода EVA. Вместе с тем существуют определенные преимущества метода EVA:

- позволяет проследить взаимосвязь элементов финансовой отчетности (отчетные формы прибылей и убытков, баланса, движения денежных средств, движения капитала);
- отслеживать изменение структуры инвестиционного капитала;
- возможность декомпозиции базового показателя EVA на показатели по центрам финансовой ответственности, произвести факторный анализ изменения стоимости компании;
- открытость метода для внесения корректировок, связанных с нематериальными факторами стоимости.

Формула расчета стоимости компании по методу добавленной экономической стоимости (EVA):

$$EV = IC + MVA,$$

Где EV – стоимость компании, MVA – добавленная рыночная стоимость, состоящая из суммы экономических добавленных стоимостей прогнозного и пост прогнозного периодов, приведенных к дате оценки:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TVeva}{(1+wacc_n)^n} \quad (2)$$

Где:

t (аналогично i в методе DCF) – номер года, на конец которого осуществляется дискретный прогноз показателей;

n – (аналогично T в методе DCF) - номер последнего периода, для которого осуществляется дискретное прогнозирование показателей;

TVeva – капитализированная стоимость прогнозируемых EVA в пост прогножном периоде деятельности компании.

Формула расчета собственно EVA:

$$EVA = NOPAT - IC * WACC, \quad (3)$$

Где NOPAT – чистая операционная прибыль после налогов.

На рисунке 1 представлена графическая интерпретация формулы EVA.

Видно, что составляющие EVA могут быть делегированы на различные центры ответственности с последующей декомпозицией на уровни

должностной иерархии. EVA таким образом является не только системой измерения результатов работы и оценки стоимости бизнеса, но и механизмом интегрированной структуры финансового управления и системы премирования.

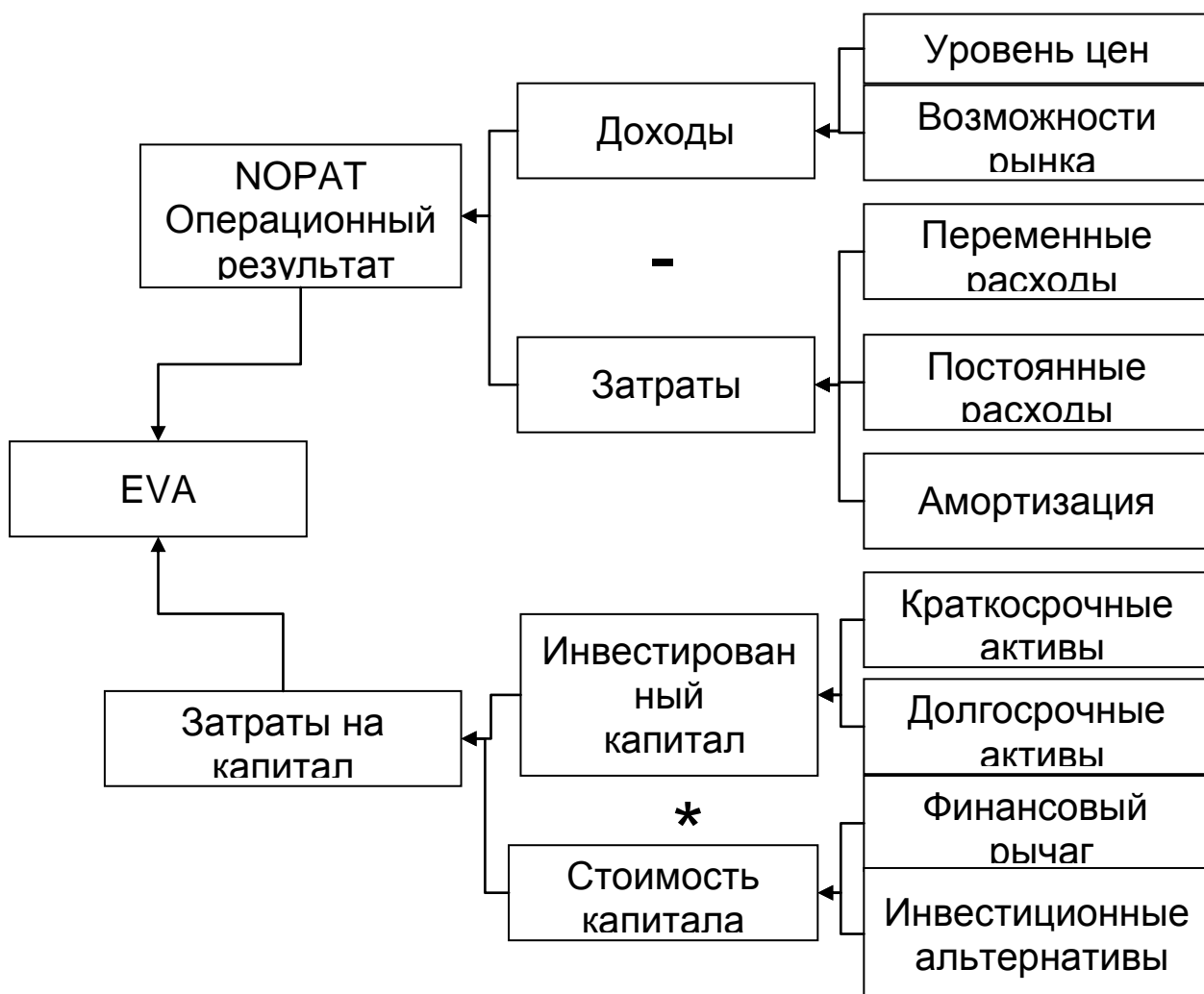


Рис.1 Составляющие EVA

Использование многочисленных поправок при расчете EVA позволяет учесть стоимость собственного капитала с учетом его организационно правовой формы, отраслевых особенностей и нематериальных активов, включая goodwill.

### 3. Качество управления бизнесом как добавленная стоимость.

Потребность инвестора в бизнесе как товаре зависит от процессов, которые происходят как внутри самого бизнеса, так и во внешней среде.

Из этого вытекает еще одна особенность бизнеса как товара — внедренные управляющие системы бизнеса повышают надежность его оценки. Если в компании работает система стратегического управления, позволяющая связать стратегические цели (своеобразный компромисс

внешних возможностей и внутренних ресурсов), бизнес процессы (способствующие децентрализации принятия решений, мобилизации внутренних ресурсов на основных направлениях), систему стимулирования (вознаграждения за увеличение стоимости) шансы на то что бизнес принесет ту стоимость на которую рассчитывает инвестор значительно увеличиваются. Т.е расчетные значения стоимости на основе EVA становятся осязаемыми и управляемыми. Это в свою очередь снижает риск инвестирования и повышает, таким образом, реальную продажную стоимость компании. И, наверное, это все, что разумный инвестор может ожидать от управления в сегодняшней экономической среде.