

МОДЕЛИ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ**Яркова Я.А., Гальцова В.А.****Научный руководитель Т.А. Мартынова***Сибирский государственный аэрокосмический университет имени академика М.Ф. Решетнева*

Оценка бизнеса необходима не только для проведения сделок купли-продажи или расчета его залоговой стоимости, но и для определения эффективности принятия управленческих решений, основным критерием выбора которых является увеличение стоимости компании. Особенностью процесса оценки стоимости предприятия является ее рыночный характер. Это означает, что определяются не только затраты на создание и приобретение оцениваемого объекта, также учитываются и рыночные факторы, влияющие на стоимость.

Таким образом, оценка предприятия – это определение рыночной стоимости предприятия, хозяйствующего субъекта. Оценка рыночной стоимости предприятия включает углубленный финансовый, организационный и технологический анализ текущей деятельности и перспектив оцениваемого предприятия.

В связи с этим достаточно актуальными представляются вопросы построения моделей оценки предприятия, которые бы позволяли, во-первых, учитывать не только финансовые составляющие стоимости, но также и уровень корпоративного управления в компании и, во-вторых, могли бы эффективно использоваться как самостоятельные методы оценки стоимости бизнеса.

Вопросы теории и практики оценки бизнеса нашли широкое применение в работах как отечественных, так и зарубежных ученых. Именно за разработки в этой области были награждены Нобелевской премией Дж. Тобин (1981), Ф. Модильяни (1985) и Р. Мертон (1997). Такие зарубежные авторы, как И. Ансофф, Р. Брейли, Г. Десмонд, Т. Коллер, Т. Коупленд, Дж. Муррин, Ш. Прагг, Дж. Фишмен, К. Уилсон внесли неоценимый вклад в разработку теорий стоимости и определили роль стоимостного подхода как естественного фактора эволюционных процессов в экономической науке.

Вместе с тем, работы указанных авторов ориентированы на западный рынок, а накопленный преимущественно за рубежом опыт не всегда может быть применен в современных российских условиях. Особенно остро эти проблемы возникают при учете высокой степени неопределенности прогнозирования в условиях российской экономики, при использовании рыночной информации для целей оценки стоимости, при принятии стратегических решений на основе стоимостного подхода к управлению компанией. Как следствие, необходимо найти способы разрешения специфических проблем рыночной экономики России.

Представим наиболее известные модели управления стоимостью предприятия:

1. Модель экономической добавленной стоимости, Economic value added (EVA)
Экономическая добавленная стоимость (EVA), определяется как операционная прибыль после уплаты налогов, но до уплаты процентов за кредит за вычетом расходов по привлечению и обслуживанию инвестированного капитала.
2. Рыночная добавленная стоимость, Market value added (MVA)
Добавленная рыночная стоимость (MVA) — это показатель, который отражает величину превышения рыночной капитализации компании над стоимостью ее чистых активов, показанных в бухгалтерском балансе.
3. Метод анализа добавленной стоимости собственного капитала, Shareholder value added SVA – это приращение между расчетной стоимостью акционерного капитала (например, методом дисконтированных денежных потоков) и балансовой стоимостью акционерного (собственного капитала).
4. Модель «Полной доходности акционерного капитала», Total shareholder return (TSR)

Характеристика: показатель TSR является относительным (то есть представляет собой процентное соотношение), а не абсолютным показателем; показатель TSR игнорирует риск, связанный с инвестициями.

5. Модель «Добавленного потока денежных средств», Cash value added (CVA)

Часто данный показатель также называют Residual Cash Flow (RCF). В последнее время все большее число специалистов отдают предпочтение именно данному критерию создания стоимости, т.к. в качестве отдачи от инвестированного капитала используется потоковый показатель – денежные потоки (cash flows).

На основе представленных моделей, можно провести практический анализ оценки стоимости на примере предприятия ОАО «Новосибирскэнерго». Это крупнейшее предприятие Сибири, основным видом деятельности которого является производство электрической и тепловой энергии, а основные виды продукции это: электроэнергия — 64,7% и теплоэнергия — 32,7 %.

1. Модель экономической добавленной стоимости, Economic value added (EVA)

Компания имеет следующую структуру капитала: 96% собственного капитала, 4% долгосрочные банковские займы. Ставка банковского процента 20% годовых, доходность по акциям должна быть на уровне 15% годовых. Общая сумма капитала 5,7млн. руб. Прибыль компании составляет 462 032 руб. /год. Рассчитаем EVA.

Определим WACC: $WACC = K_s * W_s + K_d * W_d * (1 - T) = 0,96 * 0,15 + 0,04 * 0,2 * (1 - 0,20) = 0,1504$

Определим ROI: $ROI = \text{Прибыль} / \text{Инвестиции} = 462032 / 120 = 3850,3$

Рассчитаем EVA: $EVA = (ROI - WACC) * \text{CAPITAL} = (3850,3 - 0,1504) * 5,7 = 21945,8 \text{ млн.р.}$

Положительная величина EVA свидетельствует об увеличении стоимости компании, отрицательная – об уменьшении. В приведенном примере EVA положителен, следовательно, компания заработала прибыль своим инвесторам, а так же имеет резерв прибыли для внутреннего самофинансирования своей деятельности, причем этот резерв самый дешевый источник финансовых ресурсов для предприятия.

2. Рыночная добавленная стоимость, Market value added (MVA)

Добавленная рыночная стоимость (MVA, Market Value Added) — это показатель, который отражает величину превышения рыночной капитализации компании (рыночной цены ее акции, умноженной на число акций, выпущенных в обращение) над стоимостью ее чистых активов, показанных в бухгалтерском балансе. Данный показатель рассчитывается по следующей формуле: $MVA = \text{Рыночная стоимость капитала} - \text{Стоимость чистых активов (собственного капитала) по балансу компании}$.

Показатель MVA имеет некоторые недостатки. Во-первых, он не дает представления о том, когда стоимость была создана. Поэтому более правильным будет ориентироваться на ежегодное изменение MVA. Кроме того, поскольку величина задействованного капитала взята из бухгалтерского баланса, то существующие ограничения методов бухгалтерского учета отражаются и на этом показателе. Очевидно, что рыночная капитализация компании (суммарная рыночная стоимость выпущенных в обращение акций компании) может существенно отличаться от ее балансовой стоимости (стоимости чистых активов по балансу). Соответственно разница между рыночной и балансовой стоимостью компании может отразить факт «добавления» рыночной стоимости, которая не отражается в финансовой отчетности. Таким образом, максимизация этой добавленной стоимости может представлять собой одну из стратегических целей компании. Изменение показателя MVA отражает величину созданной за год стоимости и может быть представлено следующей формулой: $\Delta(MVA_t) = MVA_t - MVA_{t-1}$

Рыночная стоимость капитала в 2011 году равна 8077 д.е., в 2012 году – 7123 д.е. Балансовая стоимость собственного капитала компании в 2011 году – 7108 д.е., в 2012 году – 5766 д.е. Таким образом, показатель MVA в 2011 году: $8077 - 7108 = 969 \text{ д.е.}$

Соответственно в 2012 году – 1357 д.е. Изменение показателя MVA в 2012 году равен 388 д.е.

Исходя из полученных данных видно, что рыночная стоимость компании на 2012 году возрастет на 388 тыс. руб.

3. Метод анализа добавленной стоимости собственного капитала, Shareholder value added (SVA)

Данный показатель используется для оценки правильности принятия стратегических решений. В общем виде он рассчитывается как разность между стоимостью компании после принятия решения и стоимостью компании до принятия решения.

Для выделения фондов, которые будут использоваться в прогнозном периоде (функционирующие фонды) производится следующая корректировка статей баланса:

- 1) Краткосрочные займы переносятся из раздела «Краткосрочные обязательства» в раздел «Заемный капитал»;
- 2) Определяется оборотный капитал как разница между оборотными активами и краткосрочными обязательствами: $WC = CA - StL$, $WC = 1800 \text{ т.р.} - 202 \text{ т.р.} = 1598 \text{ т.р.}$ - 2012 год; $WC = 3030 \text{ т.р.} - 1931 \text{ т.р.} = 1099 \text{ т.р.}$ - 2011 год.

Темп роста объема реализации: $g = (\Delta S / So) * 100\%$, где ΔS – изменение объема продаж, So – объем продаж в текущем периоде. Таким образом, $g = (12063 / 12170) * 100\% = 99.12\%$ Рентабельность продаж: $RS = \text{Чистая прибыль} / \text{Объем продаж 2012г.} = (462032 / 107298) * 100\% = 4,31\%$

Зависимость инвестиций в основные средства от темпа роста – прямо пропорциональная
Зависимость инвестиций в оборотный капитал от темпа роста - прямо пропорциональная
 $n = 2$ года – Период прогнозирования; $Tax = 20\%$ - Ставка налогообложения
Прогноз показателей выручки от реализации (S), прибыли до выплаты процентов и налогов ($EBIT$), налоговых выплат (Tax), прибыли от основной деятельности после выплаты процентов и налогов ($NOPAT$), основных средств (FA), оборотного капитала (WC), соответственно, будет следующий: $NCF (446,4 - 319,45)$

Для оценки приведенной стоимости полученного NCF используем ставку дисконтирования $k = 15\%$, определенную по методу WACC.

$PVn = 126,95$ – приведенная стоимость NCF за 2 года.

Дисконтированную продленную стоимость CV по формуле: $CV = (NOPATn) / (k * (1+k)^n)$
 $CV = 2587,83$

$PV = PVn + CV$ – совокупная приведенная стоимость $PV = 2714,78$

$PVe = PV - DC$ – стоимость акционерного капитала $PVe = 2714,78 + 239160,48 = 241875,26$

$SVA = PVe - TE$ – добавленная стоимость акционерного капитала; $SVA = 241875,26 - 5766 = 236109,26$

Таким образом, добавленная акционерная стоимость нашей компании равняется 236109,26 тыс. руб.

4. Модель «Полной доходности акционерного капитала», Total shareholder return (TSR)

Полная доходность акционеров выражается в процентах и включает полученную ими “стоимость” в форме дивидендов и повышения (понижения) цены акций.

1 января 2011 года обыкновенные акции ОАО “Новосибирскэнерго” стоили 100 рублей за штуку. В январе 2012 года стоимость акций составила 123 рубля. Выплаты дивидендов по акциям составили в 2011 году 5 рублей на акцию. Таким образом, совокупный доход акционеров составил $((123 - 100) + 5) / 100 = 28\%$. Это и есть TSR.

5. Модель «Добавленного потока денежных средств», Cash value added (CVA)

Заданы следующие исходные данные: стоимость капитальных активов (величина инвестиции), длительность экономической жизни которых — 5 лет, составляет 50 тыс. долл.; остаточная стоимость принимается равной нулю; используется обычная

(прямолинейная) амортизация; ежегодные денежные потоки, генерируемые рассматриваемой инвестицией, — 17 500 долл.; предельная ставка налога — 30%; средневзвешенная стоимость капитала — 15%. Вычисляется годовое значение CVA.

$N = 5$ - длительность экономической жизни, $I = 50000$ - величина инвестиций,

$Cf_{year} = 17500$ - величина годового денежного потока от инвестиций,

$Tax\% = 20\%$ - предельная ставка налога,

$WACC = 15\%$ - средневзвешенная стоимость капитала,

$Tax_{cf} = 17500 * 20\% = 3500$; $Net_{cf} = 17500 - 3500 = 14000$; $Dept_{year} = 10000$

$Adj_{year} = Dept_{year} * Tax\% = 10000 * 20\% = 2000$; $Adj_{cf} = 14000 + 2000 = 16000$

$Cost_{cap} = I * WACC = 50000 * 0,15 = 7500$ - затраты на капитал

$CVA_{year} = Adj_{cf} - Cost_{cap}$ - искомое значение CVA за год

$CVA_{year} = 16000 - 7500 = 8500$

По итогам проведенных исследований можно сделать следующие выводы:

Оценка стоимости предприятия (бизнеса) - это расчет и обоснование стоимости предприятия на определенную дату и представляет собой целенаправленный упорядоченный процесс определения величины стоимости объекта в денежном выражении, с учетом влияющих на нее факторов в конкретный момент времени в условиях конкретного рынка.

Оценку предприятия проводят в следующих целях: повышения эффективности текущего управления предприятием; принятия обоснованного инвестиционного решения; купли-продажи предприятия; реструктуризация предприятия; разработки плана развития предприятия; определения кредитоспособности предприятия и др.

Для определения стоимости предприятия применяют специальные приемы и способы расчета, которые получили название методов оценки. Каждый метод оценки предполагает анализ определенной информационной базы и соответствующий алгоритм расчета. Все методы оценки позволяют определить стоимость бизнеса на конкретную дату, все методы являются рыночными, так как учитывают сложившуюся рыночную конъюнктуру, ожидания инвесторов, риски, сопряженные с оцениваемым бизнесом, предполагаемую «реакцию» рынка при сделках с оцениваемым объектом.

В представленной работе была проведена оценка стоимости предприятия ОАО «Новосибирсэнерго». По результатам финансового анализа, ОАО «Новосибирсэнерго» обладает не достаточным запасом финансовой устойчивости поскольку имеет недостаток собственных источников формирования оборотных средств ($dEc < 0$), недостаток собственных и долгосрочных заемных источников формирования запасов и затрат ($dEt < 0$), излишек общей величины источников формирования запасов и затрат ($dEs > 0$), однако сохраняется возможность изменения финансовой ситуации и восстановления равновесия за счет привлечения краткосрочных кредитов и займов.

Следует отметить, что стоимость данного предприятия по современным оценкам не достаточно высока, и это объясняется тем, что финансовая политика ОАО «Новосибирсэнерго», не достаточно четко придерживается тенденции - крайне редко прибегать к привлечению капитала со стороны (кредиты и займы), также сохранять очень маленькую сумму кредиторской задолженности.

Таким образом, оценочная деятельность представляет собой важнейшую составляющую при создании развитой инфраструктуры, которая необходима для дальнейших экономических преобразований в нашей стране. Уже 10 лет результаты оценки стоимости различных объектов собственности служат основой для принятия решения большинства решений в частном и государственных секторах. Оценка стоимости стала неотъемлемым инструментом в арсенале современного российского бизнесмена, финансиста, менеджера. Без представлений об оценочной деятельности трудно обойтись в условиях рыночной экономики и простому гражданину, и государственному чиновнику, и политику, и предпринимателю.