

МЕТОДИ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ КОМПАНІЇ

В умовах ринкових відносин оцінка вартості бізнесу стає важливим інструментом обґрунтування рішень про інвестування. Необхідність оцінки вартості бізнесу виникає практично на всіх етапах його розвитку: при купівлі та продажу підприємства, його акціонуванні, злиттях та поглинаннях, а також у багатьох інших ситуаціях. Тому вибір моделі оцінки вартості бізнесу є передумовою для якісної оцінки.

Варто зауважити, що в економічній літературі досить детально аналізуються проблеми використання методичних підходів до оцінки вартості бізнесу. В працях вітчизняних та зарубіжних авторів цей аналіз здійснюється в контексті застосування традиційних методів оцінки. Дослідження проблем застосування зазначених методів оцінки вартості бізнесу відображено в наукових публікаціях Н. Іванова, Н. Іванової, Н. Герасимова, Ю. Лахшия, Т. А. Єрофієвої, І. Мунермана, А. Перевозчікова, А. Грегорі, П. Дешоу, Р. Слоана, Е. Хаттона, Р. С. Хігінса та багатьох інших.

Найпоширенішим підходом в практиці визначення вартості компанії є дохідний підхід. Він дозволяє найбільш точно дозволяє оцінити витрати на купівлю бізнесу та майбутні вигоди, що він потенційно може принести. В його основі лежить сподівання, що купований актив коштуватиме стільки ж, скільки грошових коштів він принесе в майбутньому. В межах даного підходу найбільшого поширення набув метод дисконтування грошового потоку. При цьому оцінка вартості об'єкта оцінки відбувається шляхом прогнозування та моделювання вартості очікуваних грошових потоків фірми. Розрахунок вартості компанії за дохідним підходом базується на припущенні про те, що потенційний інвестор не заплатить за даний бізнес суму, більшу, ніж теперішню вартість майбутніх доходів від цього бізнесу. Перевагою методів дохідного підходу є можливість комплексної, системної оцінки, коли необхідно визначити вартість усього майнового комплексу, що охоплює парк взаємозалежного устаткування.

Основними методами дохідного підходу є: метод капіталізації чистого доходу; метод дисконтування грошового потоку. Метод капіталізації чистого доходу визначає потік доходу й перетворює його в поточну вартість шляхом застосування норми капіталізації.

Метод капіталізації доходу є найбільш використовуваним в умовах стабільної економічної ситуації, коли очікується, що підприємство протягом тривалого строку буде одержувати приблизно однакові величини доходу (або темпи його росту будуть постійними).

При визначення вартості компаній даний метод застосовується досить рідко через значні коливання величин прибутків або грошових потоків по роках, характерних для більшості вітчизняних підприємств.

Метод дисконтування грошового потоку (DFCF – discounted free cash flows) найбільше широко застосовується в рамках дохідного підходу. Використовується, коли очікується, що майбутні рівні грошових потоків істотно відрізняються від поточних, прогнозовані майбутні грошові потоки є позитивними величинами для більшості прогнозних років, передбачається, що грошовий потік в останній рік прогнозного періоду буде значною позитивною величиною. Цей метод дозволяє більш реально оцінити майбутній потенціал підприємства.

Очевидно, що ключовими чинниками, що впливають на теперішню вартість компанії, є величина грошових потоків і ставки дисконтування.

У якості дисконтованого доходу, використовується або чистий дохід, або грошовий потік. При цьому грошовий потік по роках визначається як баланс між припливом коштів (чистий дохід плюс амортизація) і їхнім відтоком (приріст чистого оборотного капіталу і капітальних вкладень). Річний чистий оборотний капітал визначається як різниця між поточними активами й поточними пасивами.

Ставка дисконтування у випадку оцінки вартості компанії для акціонерів дорівнює вартості залучення власного капіталу, тобто необхідної нормі віддачі на власний капітал. У разі ж оцінки вартості компанії для всіх інвесторів (маються на увазі як акціонери, так і кредитори) в якості ставки дисконтування доцільно використовувати середньозважену вартість капіталу WACC (weighted average cost of capital).

Слід звернути увагу на те, що короткострокова частина довгострокового запозичення за своєю суттю має все ж довгострокову природу, таким чином, її доцільно класифікувати як довгостроковий борг.

При цьому існують і інші складності коректного включення в розрахунок усіх форм довгострокового позикового фінансування: наприклад, овердрафт є короткостроковим джерелом, проте може мати постійну природу, – суму запозичень необхідно розбивати на постійний і змінний елементи та включати постійний елемент в розрахунок.

При цьому важливим є визначення грошового потоку, який передбачається дисконтувати для отримання теперішньої вартості компанії:

–вільний грошовий потік для акціонерів компанії (FCFE – free cash flow to equity);

–або вільний грошовий потік для компанії в цілому (FCFF – free cash flow to firm).

З одного боку, оскільки нові власники компанії можуть вносити зміни в використовувані джерела позикового фінансування і, зокрема, можуть самі виступати позикодавцями, було б доцільно розглядати вартість компанії для всіх акціонерів і, отже, використовувати такий показник, як вільний грошовий потік для компанії в цілому.

Особливістю методу дисконтованих грошових потоків і його головною перевагою є те, що він дозволяє врахувати несистематичні зміни потоку доходів, які не можна описати якою-небудь математичною моделлю. Дана обставина робить привабливим використання дисконтування грошового потоку в умовах української економіки, що характеризується сильною мінливістю цін на готову продукцію, сировину, матеріали та інші компоненти, що істотно впливають на вартість оцінюваного устаткування.

Ще одним аргументом, що виступає на користь застосування методу дисконтування грошового потоку, є наявність інформації, що дозволяє обґрунтувати модель доходів (фінансова звітність підприємства, ретроспективний аналіз оцінюваного підприємства, дані маркетингового дослідження ринку, плани розвитку компанії).

Однак, не варто забувати про те, що даний метод застосовується тільки для прибуткових, стабільних підприємств.

Однак, коли мова йде про інвестиційну вартість компанії, то досить часто для її визначення проводиться порівняльний аналіз DCF і EVA. При цьому акцент робиться на показнику вартості компанії для акціонерів.

Метод EVA застосовується в доповнення методу DCF. Застосування методу EVA вимагає безлічі додаткових коригувань і значно більш трудомісткий на практиці.

Якщо говорити про методи оцінки стосовно вартості бізнесу, то можна виділити так звані змішані методи, такі як метод опціонів, метод EVA (від англ. economic value added – економічної доданої вартості) і пов'язаний з ним метод MVA (від англ. market value added – доданої ринкової вартості), в основі якого лежать дохідний і витратний підходи.

Метод EVA базується на оцінці приросту вартості самої компанії в часі. По суті, даний метод базується на основній передумові мікроекономічної теорії про те, що метою діяльності комерційної фірми в ринковій економіці є максимізація прибутку. При цьому мається на увазі не бухгалтерський, а економічний прибуток, тобто прибуток з урахуванням умовних витрат, а не тільки фактично понесених – бухгалтерських витрат. Таким чином, економічні витрати включають в себе втрати від вкладення коштів в інший, більш ефективний проект (компанію), а економічний прибуток є різницею між загальним доходом на вкладений капітал і вартістю цього капіталу.

В аналізі та оцінці вартості бізнесу існує також метод MVA (від англ. Market value added), який тісно пов'язаний з методом EVA і є різницею між вартістю компанії, розрахованої за методом EVA, та вартістю активів компанії за даними бухгалтерського обліку та звітності.

Крім перерахованих можна виділити й інші методи, зокрема, метод оцінки за допомогою дерева цілей з урахуванням ймовірностей здійснення різних перспектив. Його застосування може бути доцільним при наявності суттєвого ризику та невизначеності, при побудові різних сценаріїв подій.

В принципі метод DCF (або його модифікація – метод доданої акціонерної вартості SVA – shareholder value analysis) і метод EVA повинні давати однакові результати, проте на практиці, внаслідок недосконалості методів прогнозування та побудови моделей, вони можуть давати децю різні результати і по-різному реагувати на зміни вихідних показників моделей (мати різну чутливість до вихідних факторів).

Описані вище методи за своєю природою і по сформованій практиці застосування ґрунтуються на точкових детерміністичних прогнозах і не враховують повною мірою ймовірнісних характеристик як незалежних змінних (складових грошових потоків, ставки дисконтування), так і вартості самої компанії. На практиці при використанні умовної моделі, коли на вартість компанії впливає безліч різних чинників, результати, отримані в рамках методу DCF і EVA, можуть різнитися між собою.

Список літератури

1. Ярошук, О. В. Дохідний підхід до оцінювання вартості компанії. Наука молода. 2012. № 18. С. 192-195.
2. Ярошук, О. Методи оцінки впливу умов реалізації інвестиційного проекту на його ефективність. Наука молода. 2013. № 20. С. 229-232.