

Олексій ЯРОЩУК

АІ О²АІ ЕЕ І ²АО²А АІ І О²І Р ААІ І В ААФОІ НО² ЕІ І І АІ ²

Розглянуто суть дохідного підходу до оцінювання вартості компанії. Визначено основні чинники, що впливають на об'єктивність оцінки. Охарактеризовано основні методи оцінювання вартості компанії, окреслено переваги та недоліки їхнього застосування.

The essence of the income approach to assessing company's value is considered. The main factors affecting the objectivity of evaluation, describes the main methods of valuation of the company. Outlines the advantages and disadvantages of their use.

В умовах ринкових відносин оцінювання 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. З огляду на це вибір моделі оцінки вартості бізнесу є передумовою для якісної оцінки.

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

Метою статті є виявлення переваг та недоліків застосування методів оцінювання вартості бізнесу в рамках дохідного підходу, що і визначає завдання нашого дослідження.

Найпоширенішим підходом в практиці визначення вартості компанії є дохідний підхід. Він дає змогу найбільш точно оцінити витрати на купівлю бізнесу та майбутні вигоди, які він потенційно може принести. За його основу беруть сподівання, що купований актив коштуватиме стільки ж, скільки грошових коштів він принесе в майбутньому. В межах такого підходу найбільшого поширення набув метод дисконтування грошового потоку. При цьому оцінювання 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. Норма капіталізації – це дещо спрощений коефіцієнт дисконтування. Вартість компанії за цим методом обраховується за формулою:

$$V = I/R,$$

де V – вартість бізнесу;

I – чистий дохід;

R – норма прибутку (доходу).

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 зростання будуть постійними).

При визначення вартості компаній цей метод застосовується доволі рідко через значні коливання величин прибутків або грошових потоків за роками, характерних для більшості вітчизняних підприємств.

Метод дисконтування грошового потоку (DFCF – discounted free cash flows) найбільше широко застосовується в межах дохідного підходу. Він 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 дає змогу більш реально оцінити майбутній потенціал підприємства.

Оцінювання вартості компанії за методом DFCF зазвичай проводиться в рамках двофазної моделі, коли все «майбутнє життя компанії» поділяється на два періоди – прогнозний і постпрогнозний:

$$V_{(DFCF)} = \underbrace{CF_1/(1+r)^1 + CF_2/(1+r)^2 + \dots + CF_n/(1+r)^n}_{\text{Прогнозний період}} + \underbrace{\frac{CF_n \cdot (1+g) / (r-g)}{(1+r)^{(n+1)}}}_{\text{Постпрогнозний період}} = \sum_{i=1, n} CF_i / (1+r)^i + TV \quad (1)$$

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

У ролі дисконтованого доходу, використовується або чистий дохід, або грошовий потік. При цьому останній за роками визначається як баланс між припливом коштів (чистий дохід плюс амортизація) і їхнім відпливом (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), яка розраховується за формулою:

$$WACC = r_d \cdot (1 - T) \cdot D / C + r_e \cdot E / C, \quad (2)$$

де r_d – вартість залучення довгострокового боргового фінансування;

r_e – вартість залучення власного капіталу;

T – ставка податку на прибуток;

D – сума довгострокових запозичень у структурі капіталу;

E – сума акціонерного капіталу компанії;

C – сумарне значення капіталу ($C = D + E$).

Потрібно звернути увагу на те, що короткострокова частина довгострокового запозичення за своєю суттю має все ж довгострокову природу, отже, 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.

Водночас 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 загалом (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, отже, використовувати такий показник, як вільний грошовий потік для компанії загалом.

Особливістю методу дисконтованих грошових потоків і його головною перевагою є те, що він дає змогу врахувати несистематичні зміни потоку доходів, які не можна описати якою-небудь математичною

моделлю. Ця 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 дає змогу обґрунтувати модель доходів (фінансова звітність підприємства, ретроспективний аналіз оцінюваного підприємства, дані маркетингового дослідження ринку, плани розвитку компанії).

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

Однак коли мова йде про інвестиційну вартість компанії, то доволі 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. Його застосування вимагає безлічі додаткових коригувань і значно більш трудомістке 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), за основу якого взято дохідний і витратний підходи.

Метод EVA базується на оцінці приросту вартості самої компанії в часі. По суті, цей 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. Отже, економічні витрати включають 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.

У загальному вигляді додана вартість компанії за допомогою даного методу може бути розрахована так:

$$EVA_t = NOPAT_t - C_t * WACC_t, \quad (3)$$

де $NOPAT_t$ (net operating profit after tax) – операційний прибуток після оподаткування;

C_t (long-term capital) – вартість капіталу;

$WACC_t$ (weighted average cost of capital) – середньозважена вартість капіталу.

Зауважимо, що

$$NOPAT_t = EBIT_t * (1-t),$$

де $EBIT$ (earning before interest and taxes) – операційний прибуток до сплати відсотків і податків.

У методі EVA також можуть бути використані поняття прогнозного і постпрогнозного періоду, для якого в аналітика немає точних даних для визначення всіх факторів, тому визначається якийсь усереднений ріст на весь період.

Таким чином, сьогоdnішня вартість компанії з урахуванням щорічного значення доданої вартості визначається за формулою (4):

$$V = \underbrace{C_i + \sum (EVA_t / (1+WACC_t)^t)}_{\text{Прогнозний період}} + \underbrace{EVA_n * (1+g) / (WACC_n - g) / (1+WACC_n)^n}_{\text{Постпрогнозний період}}$$

При цьому C_i – загальний інвестований капітал у компанію на сьогоднішній день.

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, розрахованою 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 мають давати однакові результати, проте на практиці, внаслідок недосконалості методів прогнозування та побудови моделей, вони можуть давати дещо різні результати і по-різному реагувати на зміни вихідних показників моделей (мати різну чутливість до вихідних факторів).

Описані вище методи за своєю природою і сформованою практикою застосування ґрунтуються на точкових детерміністичних прогнозах і не враховують повною мірою імовірнісних 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.

Практична реалізація методів цього підходу можлива лише при врахуванні його переваг і недоліків. Серед переваг потрібно назвати такі:

1. Методи дохідного підходу мають здатність до адаптації і гнучкості.
2. Методи дохідного підходу добре відомі і мають широке визнання.
3. Методи дохідного підходу добре піддаються інтерпретації в різних напрямках загальної оцінки та оцінки вартості.
4. Методи дохідного підходу доволі точно моделюють реальний процес ухвалення рішень учасниками ринку.

5. Методи дохідного підходу є найбільш суворими і структурованими інструментами оцінки.

Однак поряд із позитивними сторонами, методи цього підходу мають і недоліки, а саме:

1. Методи дохідного підходу допускають присутність певного елемента суб'єктивності.
2. Методи дохідного підходу допускають можливість вчинення ненавмисних помилок, а також заздалегідь позначених нечесних маніпуляцій.
3. Методи дохідного підходу допускають можливість подвійного рахунку, тобто завищення вартості активів.
4. Методи дохідного підходу іноді не піддаються перевірці на основі ринкових даних.

Отже, у статті було розглянуто основні методи, які належать до дохідного підходу щодо оцінки вартості компанії. Подальші наукові дослідження, безумовно, будуть пов'язані з практичною апробацією моделі оцінки вартості компанії за дохідним підходом.

Література

1. Дамодаран А. *Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов* / А. Дамодаран ; пер. с англ. – М. : Альпина Бизнес Букс. 2001. – 1342 с.
2. Коупленд Т. *Стоимость компаний: оценка и управление* / Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Мурын ; пер. с англ. – М. : Олимп-Бизнес, 1999. – 565 с.
3. Block St. B. *Foundations of Financial Manangement* / Stanley B. Block, Geoffrey A. Hirt. – Boston : Irwin McGraw-Hill. 2005. – 682 p.