

Д. С. Сизых

Н. В. Сизых

DOI 10.31483/r-103761

АНАЛИЗ СОВРЕМЕННЫХ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ И ОСОБЕННОСТИ ИХ ПРАКТИЧЕСКОГО ПРИМЕНЕНИЯ

Аннотация: капитализация компании и оценка ее стоимости являются одним из важнейших факторов для успешного внедрения различных стратегий устойчивого развития. Выбор методов и моделей для оценки стоимости компаний, а также показателей, используемых в них, является актуальной проблемой в современной отечественной и мировой экономике. Ввиду того что оценка является неотъемлемым инструментом в рыночной экономике, все больше появляется необходимости в корректной и объективной оценке стоимости компаний и бизнеса в целом. Поэтому цель проведенного исследования состояла в анализе современных методов оценки стоимости компаний и мультипликаторов для оценки капитализации, а также в предоставлении данной информации менеджерам российских компаний с целью выбора эффективных стратегий устойчивого развития.

Ключевые слова: стоимость компании, оценка стоимости компании, капитализация компании, оценка капитализация компании.

Abstract: the capitalization of a company and its valuation are one of the most important factors for the successful implementation of various sustainable development strategies. The choice of methods and models for assessing the value of a company, as well as the indicators used in them, is an urgent problem in the modern domestic and global economy. Due to the fact that valuation is an integral tool in a market economy, there is an increasing need for a correct and objective assessment of the value of companies and business as a whole. Therefore, the purpose of the study was to analyze modern methods of assessing the value of the company and multipliers for

assessing capitalization, as well as to provide this information to managers of Russian companies in order to choose effective strategies for sustainable development.

Keywords: company value, company valuation, company capitalization, company capitalization valuation.

Введение

Капитализация компании и оценка ее стоимости является одним из важнейших факторов для успешного внедрения различных стратегий устойчивого развития. Процесс оценки стоимости компании является трудоемким и достаточно сложным, что обуславливается рядом факторов. Именно поэтому оценщик должен обладать необходимыми навыками для оценки и иметь должную квалификацию. Выбор метода оценки и модели в рамках выбранного метода является наиболее сложным этапом оценки, ведь от этого выбора зависит качество и точность оценки. В виду того, что все методы и модели обладают своими достоинствами и недостатками, а также ограничениями, должен производиться анализ возможности применения данного метода и модели к конкретной компании.

Для анализа уровня капитализации компании используется большой набор различных мультипликаторов. Умение анализировать и управлять необходимым уровнем мультипликаторов – является достаточно сложной задачей, которую должны выполнять финансовые менеджеры компаний.

Выбор методов и моделей, а также показателей, используемых в них, является актуальной проблемой в современной отечественной и мировой экономике. В виду того, что оценка является неотъемлемым инструментом в рыночной экономике, то все больше появляется необходимость в корректной и объективной оценке стоимости компаний и бизнеса в целом.

Поэтому цель проведенного исследования состояла в анализе современных методов оценки стоимости компаний и мультипликаторов для оценки капитализации, а также предоставлении данной информации менеджерам российских компаний с целью выбора эффективных стратегий устойчивого развития.

Современные подходы к оценке стоимости компаний.

2 <https://phsreda.com>

Содержимое доступно по лицензии Creative Commons Attribution 4.0 license (CC-BY 4.0)

Управление стоимостью компании (Value Based Management – VBM) – в настоящее время применяется во многих успешных компаниях всего мира. В рамках данной концепции оценка стоимости компании – основа для дальнейшего стратегического развития и разработки планов, оценки эффективности деятельности компании и менеджмента, рыночной стоимости акций.

Современные экономические условия, характеризующиеся высоким уровнем неопределенности и нестабильности внешней среды создают проблему создания и развития систем стратегического управления большими организациями в разных отраслях РФ. Стратегическое управление осуществляется на основании определения, сбора и анализа экономической информации организации. Базовые концепции управления, в настоящее время, определяются как инвестиционная, финансовая, инновационная, производственная система. Создание системы управления рыночной стоимостью предприятия является одним из важнейших факторов эффективного стратегического управления. Специфика деятельности компаний, особенности ее функционирования, структура и условия внешней среды определяют взаимосвязь рыночной стоимости компании с ее системой стратегического управления.

В оценке стоимости компании используется концепция управления экономической добавленной стоимостью (Economic Value Added – EVA). Данная модель обрела популярность благодаря американским специалистам: Б. Стюартом и Д. Стерном. И сегодня концепция экономической добавленной стоимости является все более широко применяемой на практике менеджерами отечественных компаний. Данный инструмент позволяет более полно учесть интересы акционеров компаний.

EVA определяется как разница между рентабельностью активов, которые созданы с привлечением заемного капитала и стоимостью всего инвестированного капитала, с учетом средневзвешенной стоимости. Главной задачей данной концепции и ее экономический смысл является то, акционерам, инвесторам и другим заинтересованным лицам требуется, чтобы весь инвестированный капитал работал с эффективностью, равной норме доходности на него.

Общий вид формулы для расчета показателя EVA выглядит следующим образом:

$$EVA = NOPAT - R_w \times IC;$$

где $NOPAT$ – чистая операционная прибыль за вычетом налогов, но до выплаты процентов;

R_w – средневзвешенная цена капитала (WACC);

IC – инвестированный капитал.

EVA во многом схожа с показателем остаточного дохода, которая используется на практике. Основным отличием EVA от показателя рентабельности инвестирования RI является то, что расчет показателя EVA осуществляется с внесением множества поправок к бухгалтерской отчетности. В целом корректировки необходимы для уравнения данных отчетности не только для кредиторов компании, но и для других заинтересованных лиц.

Также EVA определяется по данной формуле:

$$V = IC + DV_p + DV_f;$$

где V – стоимость компании;

IC – инвестированный капитал;

DV_p – дисконтированная EVA от существующих проектов;

DV_f – дисконтированная EVA от будущих инвестиций.

Показатель добавленной рыночной стоимости (Market Value Added, MVA) – показывает на сколько увеличилась или уменьшилась величина рыночной капитализации компании над стоимостью ее собственного капитала. Рыночная капитализация – есть произведение количества акций, которые находятся в обращении, на их рыночную цену.

Расчет MVA в первую очередь выделяет фактор рыночной капитализации компании, что, несомненно, является преимуществом ее использования если акции компании обращаются на фондовых рынках. В более широком смысле MVA определяется как разница между величиной прироста рыночной стоимости капитала и стоимостью инвестиированного капитала.

Данный показатель рассчитывается по следующей формуле:

4 <https://phsreda.com>

Содержимое доступно по лицензии Creative Commons Attribution 4.0 license (CC-BY 4.0)

$$MVA = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{EVA_i}{(1+WACC_e)^i};$$

где MVA – добавленная рыночная стоимость компании;

EVA_i – показатель EVA i периода;

$WACC_e$ – величина WACC периода e .

Показатель акционерной добавленной стоимости (Shareholder Value Added – SVA) – определяется как капитализированное изменение текущей стоимости операционного денежного потока, который корректируется на текущую стоимость инвестиционных вложений во внеоборотный и оборотный капитал.

Для расчета акционерной добавленной стоимости используют в основном два варианта определения SVA:

$$SVA = \Delta IC;$$

где ΔIC – разница стоимости инвестированного капитала на начало и конец периода

$$SVA = PVRI - PVS;$$

где SVA – акционерная добавленная стоимость компании;

$PVRI$ – текущая стоимость показателя остаточной стоимости компании;

$PVSI$ – текущая стоимость инвестированного капитала.

В результате, расчет стоимости компании производится по следующей формуле:

Стоимость компании = Рыночная стоимость инвестированного капитала на начало года + Накопленная величина SVA прогнозного периода + Рыночная стоимость ценных бумаг и иных инвестиций.

Под величиной ценных бумаг и иных инвестиций имеются ввиду инвестиции, которые не связаны с основной деятельностью компании. Они могут быть свободно реализованы.

Расчет показателя добавленной денежной стоимости (Cash Value Added – CVA) означает определение остаточных денежных потоков, которые поступают в компанию в виде инвестиций. Часто этот показатель называют остаточным денежным потоком (Residual Cash Flow – RCF).

Расчет показателя добавленной денежной стоимости CVA также осуществляется двумя способами. Основной способ расчета приведен ниже:

$$CVA = AOCF - WACC \times TA;$$

где $AOCF$ – (Adjusted Operating Cash Flows) – скорректированный операционный денежный поток;

$WACC$ – средневзвешенная цена капитала;

TA – суммарные скорректированные активы.

Оценка стоимости компаний, в силу ряда обстоятельств, в РФ имеет ряд особенностей. Предпочтительнее является тот метод расчета, который использует показатель стоимости чистых активов компании. Данный показатель представляет собой разность между общей суммой активов, с учетом ряда корректировок, и общей суммой обязательств.

Данный фактор учитывает модель Ольсона, также известная как модель Эдвардса-Белла-Ольсона (Edwards-Bell-Ohlson valuation model, EBO). Оценка стоимости компании в этом случае осуществляется по данной формуле:

$$V = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{M[RI_t]}{(1+r)^t}$$

где B_0 – первоначальный собственный капитал (чистые активы) компании,

M – символ математического ожидания,

r – ставка дисконтирования, соответствующая ожидаемой стоимости обслуживания капитала,

RI_t – величина остаточного дохода на момент времени t .

В данном методе величина RI_t находится по формуле:

$$RI_t = NP_t - r \times IC_{t-1}$$

где NP – чистая прибыль компании.

Модель относится к моделям, использующим показатель RI или модели остаточного дохода. Данная модель широко известна благодаря статьям Д. Ольсона 1990–1995 годов. Главной идеей этого модели является принцип учета чистого прироста. Этот принцип определяет балансовое условие динамики чистых активов.

Расчет стоимости компании методом остаточного дохода.

Показатель EVA, вероятно, является самым известным и широко применяемым, из всех показателей, предназначенных для оценки стоимости компании. Причина этого кроется в том, что данный показатель сочетает два немаловажных фактора: простоту расчета и возможность определения стоимости компании. Также он позволяет оценить эффективность предприятия в целом и отдельных подразделений. В этом смысле EVA является индикатором качества менеджмента компании, т.е. управленческих решений. Положительная величина данного показателя означает увеличение стоимости компании, тогда как отрицательная наоборот – о ее снижении.

EVA вычисляется на основании следующей формулы:

$$EVA = NOPAT - Kw * C$$

где NOPAT – чистая операционная прибыль за вычетом налогов, но до выплаты процентов (Net Operating Profits After Taxes);

Kw – средневзвешенная цена капитала (WACC);

C – стоимостная оценка капитала.

Стоимость компании = Инвестированный капитал + дисконтированная EVA от существующих проектов + дисконтированная EVA от будущих инвестиций

Показатель MVA рассматривает в качестве создания стоимости рыночную капитализацию компаний и рыночную стоимость ее долгов.

Данный показатель определяется как разница между рыночной ценой капитала и стоимостью капитала, инвестированного в компанию.

MVA = Рыночная стоимость долга + рыночная капитализация – совокупный капитал

Добавленная акционерная стоимость – SVA определяется как приращение между двумя показателями – стоимостью акционерного после некоторой операции и стоимостью того же капитала до этой операции.

Очень часто дается другая трактовка данного показателя, а именно SVA – приращение между расчетной стоимостью собственного (акционерного)

капитала и ее балансовой стоимостью. При столь существенном различии этих подходов между ними существует определенная связь – для расчета SVA нужно определить рыночную стоимость собственного капитала. Тут на помощь приходит уже известный нам метод дисконтирования денежных потоков.

SVA = расчетная стоимость акционерного капитала – балансовая стоимость акционерного капитала

Если показатель SVA за рассматриваемый период имеет тенденцию к снижению, то это означает, что акционерам приходится постоянно вкладывать в компанию.

Показатель денежной добавленной стоимости – CVA часто называют также Residual Cash Flow (RCF). В современной практике данному показателю отдают свое предпочтение все большее количество специалистов, т.к. он сочетает в себе простоту расчета и большую эффективность его применения.

В основе данного показателя лежит концепция остаточного дохода (residual income), а формула его расчета имеет следующий вид:

$$RCF (CVA) = AOCF - WACC * TA$$

Рассмотрим возможность применения модели ЕВО. Особенность данной модели в том, что она использует показатель математического ожидания остаточной доходности компании.

Сопоставим оценки стоимости одной из российских компаний нефтегазового сектора.

Таблица 1

Сопоставление результатов оценки стоимости одной из российских компаний нефтегазового сектора

Модель	Стоимость компании, тыс. руб.
IV	1 466 176 114
FCFF	4 194 401 686
FCFD	-1 359 387 648
FCFE	5 550 510 877
EVA	1 361 686 017
MVA	1 016 615 667
SVA	1 972 431 290

CVA	1 391 197 487
EBO	1 235 174 326

Внутренняя стоимость компании (IV) имеет положительное значение (1 466 176 114 тыс. руб.). Это означает, что владельцам компании не приходится постоянно производить инвестиционные вложения для поддержания положительного уровня эффективности деятельности компании. Стоит отметить, что отрицательная стоимость не может служить фактором убыточности компании, поскольку вложенные средства возвращаются в последующих периодах и приносят владельцам стабильный доход. Положительная стоимость компании является показателем привлекательности для инвесторов и помогает компании привлекать новые средства для осуществления новейших проектов.

Величина оценки стоимости компании с использованием свободного денежного потока фирмы составила 4 194 401 686 тыс. руб. Данный результат является вторым по уровню стоимости компании. Положительный показатель FCFF означает, что деятельность компании полностью окупается и приносит стабильный доход своим инвесторам, прибыль компании покрывает расходы по заемным средствам и кредитам. Стабильный положительный темп роста данного показателя свидетельствует о хороших перспективах развития компании и правильных, высокоэффективных решениях руководства и менеджмента компании.

Стоимость компании, рассчитанная с помощью модели дисконтирования показателя FCFD – отрицательная (-1 359 387 648 тыс. руб.). Таким образом компания за исследуемый период привлекла заемных средств больше, чем произвела выплат своих кредиторам. Компания частично погашает старые кредиты и займы за счет привлечения новых.

Оценка стоимости компании с использованием показателя FCFE дала самый высокий результат оценки, который равен 5 550 510 877 тыс. руб., следовательно компания является выгодным проектом для инвестиционных вложений собственников и их средства используются эффективно.

Практический анализ оценки стоимости российских компаний показал, что увеличение периода ретроспективного анализа, а следовательно, и прогнозного периода до пяти лет может привести к увеличению показателя дисперсии более чем в два раза. Это означает, что погрешность расчетов и конечный результат оценки может иметь достаточно большую погрешность. Поэтому для оценки российских компаний целесообразно ограничить период оценки до трех лет.

Результаты оценки, которая проводилась на основе метода остаточного дохода, имеют довольно большие отклонения между собой. Это объясняется тем, что показатели EVA, SVA, CVA, MVA имеют разную основу для расчетов и, например, прибыль компании и денежные потоки.

Использование моделей EVA, MVA, SVA, CVA и EBO также имеет свои особенности и ограничения. Показатель EVA целесообразно использовать для зрелых компаний, у которых стратегия компании опирается на среднесрочные показатели роста, при этом компания не делает упор на долгосрочных вложениях, которые имеют большой срок окупаемости. Можно сделать вывод, что применение показателя EVA для оценки российских компаний часто неэффективна, поскольку данная модель не учитывает прибыль, которую получит компания в конце срока окупаемости инвестиций в компанию.

Показатель MVA используется преимущественно для сравнения компаний, которые имеют свободно обращающиеся акции на фондовых рынках. Для оценки компаний с позиции собственников, кредиторов и инвесторов данная модель не применяется.

Оценка стоимости с использованием показателя SVA позволит акционерам оценить эффективность стратегических проектов, на которые были потрачены средства собственников компании. Полученные результаты оценки подтверждают данное умозаключение. Стоимость компании по показателю SVA имеет наилучший результат среди результатов оценки на основе метода RIM.

Стоимость компании по модели CVA играют большую роль для инвесторов компаний, т.к. в данной модели оценивается остаточный доход, который генерируется инвестициями в компанию. Использование данной модели аналогично

использованию модели EVA, но несколько удобнее и легче в применении, поскольку данный показатель совмещает положения метода остаточного дохода с преимуществами операционного денежного потока в измерении доходов, приносимых компанией. Сходство методов подтверждается и результатами оценки – 1 361 686 017 тыс. руб. по показателю EVA и 1 391 197 487 тыс. руб. по показателю CVA.

Оценка стоимости компании с использованием модели EBO подходит для множества компаний в РФ. Это обусловлено тем, что данная модель использует данные бухгалтерского учета и сглаживает недостатки двух подходов к оценке стоимости – затратного и доходного. Данная модель не пользуется популярностью в РФ, однако она могла бы стать отличной альтернативой моделям, используемым в методе DCF.

Рыночные мультипликаторы на базе показателя капитализации компании

Среди данных мультипликаторов основными являются следующие: цена/прибыль P/E, рыночная/балансовая стоимость P/B, цена/объем продаж P/S. Кроме основных на практике используется и ряд дополнительных коэффициентов.

Коэффициент цена/прибыль P/E (Price/Earnings, P/E ratio, PE ratio, Price to Earnings ratio) показывает рыночную стоимость единицы прибыли компании и используется для сравнительной оценки ее инвестиционной привлекательности. Коэффициент отражает временной период, в течение которого акционеры согласны платить сложившуюся цену за одну единицу чистой прибыли компании (количество лет или количество годовых прибылей) и показывает, насколько быстро могут окупиться инвестиции в акции компании, при условии, что уровень прибыли постоянен и компания ее выплачивает акционерам в полном объеме. Определять данный коэффициент можно как относительно компании в целом (соотношение стоимости всей компании к ее чистой прибыли), так и в расчете на одну акцию (соотношение стоимости одной акции к прибыли, приходящейся на одну акцию). При этом используются следующие формулы:

$P/E = \text{Рыночная капитализация компании} / \text{Прибыль после уплаты налогов и дивидендов по привилегированным акциям}$

или $P/E = \text{Рыночная цена одной акции} / \text{Прибыль на одну акцию}$, где

– прибыль после уплаты налогов и дивидендов по привилегированным акциям (*Earnings after Taxes and Preference Dividends*) определяется как чистая прибыль минус дивиденды по привилегированным акциям;

– рыночная цена одной акции (*Market Value per Share, Market Price per Share*) – цена акции на фондовом рынке;

– прибыль на одну акцию – разводненная прибыль на акцию *EPOS*, если компания имеет сложную структуру капитала, или базовая прибыль на акцию *EPS* (*Earnings Per Share*), если простая структура капитала и не сообщается разводненная прибыль.

Анализ показателя Р/Е проводится на основе следующего положения: чем выше его значение, тем меньше текущая доходность акций, а значит и их привлекательность для инвестора. Чем меньше значение коэффициента Р/Е для компании относительно аналогичных компаний, тем более дешевые ее акции. С другой стороны, анализировать данный показатель можно и с точки зрения доверия инвесторов в будущие доходы компании и их рыночного восприятия уровня риска. При этом, чем больше значение Р/Е, тем прогноз инвесторов в будущие доходы выше, и наоборот. Принято сравнивать Р/Е компаний между собой в рамках одной отрасли, поскольку разные отрасли имеют разные доходности и перспективы. Компании с убытками (отрицательной прибылью) не оцениваются коэффициентом Р/Е. Можно оценивать коэффициент Р/Е для отдельных отраслей, фондовых рынков и пр. Средневзвешенные коэффициенты Р/Е в последние годы показывают большие колебания в рамках компаний и отрасли. Необходимо учитывать, что высокое значение Р/Е может указывать, как на высокую капитализацию компании, так и на нежелательное падение чистой прибыли.

По среднеотраслевому значению показателя Р/Е можно определить переоцененность или недооцененность акций по прибыли. Чем меньше коэффициент по отношению к среднему, тем более недооцененной считается компания по

сравнению с аналогами. Рекомендовано подбирать компании-аналоги таким образом, чтобы показатели рентабельности ROE и ROS были практически одинаковыми.

Среднее для отрасли значение P/E используется для оценки капитализация непубличной компании через умножение данного показателя на значение прибыли компании. Поэтому для непубличных компаний наиболее оптимальным является использование показателя P/S, а не P/E.

Коэффициент цена-прибыль P/E имеет ряд недостатков, таких как:

- его точность зависит от точности вычисления прибыли на акцию, которая является бухгалтерской величиной и подвержена влиянию неденежных статей или манипуляциям (например, за счет амортизации и износа);
- может иметь большую волатильность, обусловленную колебаниями показателей прибыли и среднесрочными экономическими циклами в экономике в целом;
- не может применяться для компаний, имеющих убытки, поскольку стоимость компаний при этом будет отрицательной;
- имеет ограниченные объяснительные возможности и не представляет полную картину, поскольку не учитываются расходы и обязательства компании, а стоимость акции и чистая прибыль на акцию могут быть не скоррелированы между собой, поскольку изменение рыночной стоимости акции не зависит от деятельности предприятия;
- не учитывает будущее развитие компании.

При использовании данного мультипликатора рекомендуется проанализировать показатели прибыли компании и при необходимости внести корректировки, например, исключить влияние единовременных доходов и расходов, т. е. нормализовать ее. Кроме того, можно использовать среднегодовую величину прибыли, вычисленную за последние несколько лет. Учитывая то, что долгосрочная средняя сглаживает возможные краткосрочные колебания и влияние среднесрочных экономических циклов, предложено использование *соотношения P/E10* (синонимы: циклически скорректированное соотношение цена-

прибыль – Cyclically Adjusted Price-Earnings ratios CAPE, или соотношение PE Шиллера). Возможны варианты P/E5, P/E15 и пр. Данные соотношения учитывают инфляционную составляющую и рассчитываются следующим образом:

*P/E10=Рыночная цена акции на конец года / ((EPS для каждого года за предыдущие 10 лет * Показатель инфляции) / 10)*

Показатель P/E10 является менее волатильным, чем традиционное соотношение P/E, кроме того, он имеет более высокую корреляцию с 10-летней доходностью инвестиций. При этом отмечаются следующие недостатки показателя P/E10: сложность расчетов, а также то, что долгосрочные средние работают лучше для рынков, чем для отдельных акций.

Таким образом, невзирая на то, что коэффициент P/E является основным среди рыночных мультипликаторов, его следует использовать с осторожностью, а принимаемые инвестиционные решения должны основываться в сочетании с другими дополнительными показателями.

Обратное значение данного коэффициента E/P характеризует доходность бизнеса, при условии учета инфляции, темпов роста и пр. Таким образом, обратное соотношение можно считать годовой процентной ставкой для инвестора в отношении его вложений в покупку акций (в виде чистой прибыли в процентах от цены акции). Поскольку данная ставка соответствует реальной котировке акции на фондовом рынке, то ее можно считать требуемой инвестором доходностью вложений. Таким образом, показатель E/P является ориентиром по доходности от вложений в акции компании, а его сравнение с уровнем доходности других компаний, со средними оценками в отрасли и стране позволяет принимать соответствующие инвестиционные решения.

Показатель E/P отражает уровень реальной доходности компании, при условии нулевой инфляции, при допущении, что развитие компании нулевое (значения инфляции и темпов роста равны). Однако, в общем случае, с учетом темпов роста экономики и показателей инфляции, реальную доходность бизнеса можно выразить как:

$$E/P = R - G, \text{ а отсюда } R = E/P + G, \text{ при } G = i + a,$$

где G – темп роста прибыли бизнеса; i – инфляция; a – реальный рост прибыли в связи с развитием бизнеса (в среднем по экономике он равен реальному росту ВВП).

Если учитывать, что фактическое значение E/P компании, работающей в экономике с ненулевой инфляцией, уже включает i , то $E/P_{факт.} = (E/P + i)$. При этом реальная доходность бизнеса (от владения акцией) будет определяться как: $R_{реальн.} = E/P_{факт.} - i + a$, а номинальная доходность бизнеса определяется как: $R_{ном. мин.} = E/P_{факт.} + a$.

Инвесторы и акционеры заинтересованы в эффективном управлении вложенными средствами, что непосредственно связано с повышением значения соотношения Р/Е. Поскольку в оценке коэффициента Р/Е соединены внутренний показатель с внешним показателем, то для повышения значения Р/Е можно непосредственно управлять только внутренним показателем. В общем случае, отношение стоимости кложениям можно выразить как отношение рентабельности вложений собственников компании к требуемой доходности, т.е. $P/E = ROE / R$. Поскольку при этом управлять требуемой доходностью практически невозможно, то рассмотрим направления повышения рентабельности для максимизации отношения P/E .

Таким образом, эффективное управление рентабельностью продаж по чистой прибыли, оборачиваемостью активов и кредитной политикой, позволит повысить ROE и, соответственно, значение соотношения Р/Е.

Для коррекции недостатков показателя Р/Е используется коэффициент PEG, который позволяет сравнивать компании с различными темпами роста и в различных отраслях. Показатель PEG учитывает прогнозируемые темпы роста прибыли компаний, что позволяет получить более точную оценку, чем по соотношению Р/Е.

Коэффициент PEG (Prospective Earnings Growth Ratio, PEG ratio) определяется как соотношение цены акции с прибылью на акцию и ожидаемой будущей прибылью компании, то есть по формуле:

$$PEG = P/E / (\text{прогнозируемый рост доходов}), \text{ где}$$

прогнозируемый рост доходов – темпы роста чистой прибыли или рост прибыли на акцию EPS за следующий год или несколько лет (как правило, применяются показатели на пятилетний период).

Анализ показателя PEG (как и Р/Е) проводится на основе следующего положения: чем ниже значение коэффициента, тем акции недооценены больше, и тем меньше плата за каждую единицу будущего роста доходов. При этом акции с высоким уровнем Р/Е и высоким прогнозируемым ростом доходов, могут быть привлекательны для инвестора, а акции с низким прогнозируемым ростом доходов являются не привлекательными. Значение PEG от 0 до 1 показывает, что компания недооценена и может быть получен более высокий доход от инвестирования.

Показатель PEG зависит от типа отрасли и компании, поэтому не существует единого эталона. Установлено, что показатель PEG наиболее подходит для оценки компаний с высоким ростом. Для сравнения компаний с различными темпами роста лучше подходит показатель PEG, поскольку Р/Е может быть завышен у компаний с более высокой скоростью роста. Согласно исследованиям П. Линча (1989г.), значение Р/Е любой компании, которая справедливо оценена (оценка рынком акций соответствует реальной), будет равно скорости роста, то есть $PEG = 1$.

Коэффициент PEG может быть отрицательным, если компания имеет убытки или прогнозируются отрицательные темпы роста в будущем. Причины отрицательного показателя могут учитываться как дополнительная информация для принятия дальнейших решений.

Коэффициент PEG имеет свои ограничения и недостатки, среди которых необходимо выделить следующие:

1) PEG является упрощенным коэффициентом, который предоставляет относительно грубую оценку и не указывает на перспективы развития компании, т.е. возможность банкротства и пр.;

2) скорость роста компании не учитывает общие темпы роста экономики, поэтому чтобы оценить конкурентоспособность акции для инвестиций

необходимо сравнивать коэффициент PEG со средним значением по отрасли и по экономике в целом;

3) используются прогнозируемые доходы по росту акций, которые не всегда могут быть точными, поскольку в краткосрочном периоде рынок может быть не рациональным и неэффективным (рекомендуется использовать показатель прогноза на пятилетний период); неточными могут быть значения в оценке циклических акций, поскольку прибыль и цены на акции циклических компаний могут быть очень неустойчивыми;

4) при анализе показателя PEG следует учитывать, что:

– если темпы роста компании гораздо выше темпов роста экономики, то деятельность компании может быть неустойчивой и зависимой от возникающих проблем;

– если на протяжении многих лет у компании имеется высокий устойчивый темп роста, который не подвержен колебаниям, аналогичным колебаниям всей экономики, то в данном случае возможно наличие фиктивных данных;

– если выплачиваются высокие дивиденды, то значение PEG может иметь большую погрешность (лучше использовать показатель PEG для акций с низкими дивидендами или без дивидендов);

5) имеются ограничения в оценке компаний с низкими темпами роста, к которым, как правило, относятся возрастные компании с хорошими доходами;

6) волатильность рискованных акций, которые из-за низкой цены имеют низкие значения коэффициента цена/прибыль, не учитывается в расчетах показателя PEG.

Показатель PEG, несмотря на ряд существующих недостатков и особенностей применения, предоставляет быструю экспресс оценку для определения потенциально недооцененных или переоцененных акций, которые требуют дальнейшего анализа для принятия окончательного решения. Поэтому коэффициент PEG является достаточно полезным при его использовании с другими показателями.

Аналитики рекомендуют при выборе объекта инвестирования использовать коэффициент Р/Е совместно с показателем PEG и некоторыми дополнительными показателями, например, показателем долга компании, соотношением оборотных активов и текущих обязательств и пр.

Мультипликатор Р/В. Мультипликатор цена/балансовая стоимость компании Р/В или Р/BV (price-to-book value, price per share/book value, синоним - Цена/Стоимость чистых активов Р/BVE, Price/Book value of equity) – показывает, сколько инвестор платит за балансовую стоимость активов компании, т.е. сколько стоит один рубль чистых активов компании. Данный коэффициент используется инвесторами для выявления недооцененных или переоцененных компаний, но не предоставляет никакой информации о способности получать прибыль. Расчет проводится либо как отношению текущей рыночной капитализации компании (Р) к её текущей балансовой стоимости (BV), либо как отношение рыночная стоимость акции (Р) к балансовой стоимости на акцию (B).

Таким образом, коэффициент рассчитывается как:

$P/BV = \text{Рыночная капитализация компании} / \text{Балансовая стоимость компании}$,

либо

$P/B = \text{Текущая рыночная цена акции} / \text{Балансовая стоимость одной акции}$

При анализе показателя Р/В считается, что чем ниже его значение, тем лучше, но это не всегда так, поскольку низкое его значение может объясняться слабой эффективностью деятельности компании. Некорректно также утверждение о том, что если значение Р/В больше среднеотраслевого, то компания переоценена. Значение коэффициента Р/В во многом зависит от отрасли и ряда таких показателей компаний, как рентабельность собственного капитала ROE, темпов роста компании, финансовой устойчивости и пр. Поэтому рекомендуется по показателю Р/В проводить сравнение акций различных эмитентов только в рамках одной отрасли. Средние значения Р/В существенно различаются между компаниями различных отраслей. Средний коэффициент Р/В для банковской отрасли значительно ниже, чем в целом на рынке (Р/В среднее равно примерно 2,58).

Повышение эффективности использования собственных средств компании влияет на ускоренный рост ставки по капиталу ее акционеров, в сравнении с требуемой ставкой доходности на рынке, то есть происходит отрыв ставки, под которую работают средства акционеров в компании, от требуемых ставок, что повышает значение коэффициента Р/В. Если учесть, что соотношение Е/В – это рентабельность собственного капитала ROE, а соотношение чистой прибыли к стоимости компании Е/Р представляет собой ставку доходности r , которую будет получать инвестор в виде чистой прибыли, то коэффициент Р/В отражает эффективность работы средств акционеров в сравнении с рыночной доходностью. При этом Р/В можно рассматривать как соотношение рентабельности собственного капитала к требуемой доходности на рынке:

$$P/B = ROE/r, \text{ где}$$

ROE – рентабельность собственного капитала, то есть ставка, под которую в компании работают средства акционеров,

r – требуемая рыночная доходность от вложений в тот или иной бизнес (рыночная ставка в процентах годовых).

Для компаний со стабильно высоким уровнем ROE (выше r) и высоким темпом роста коэффициент Р/В будет выше среднеотраслевого. При этом, низкое значение Р/В (меньше 1) может указывать как то, что акции компании торгуются ниже их балансовой стоимости и, следовательно, недооценены, так и то, что компания имеет низкую эффективность деятельности. Поэтому инвесторам для принятия решений по показателю Р/В необходимо оценить рентабельность ROE и темп роста компании.

При оценке мультипликатора Р/В используется бухгалтерский показатель балансовой стоимости активов, который зависит от принятых на предприятии методик бухгалтерского учета и приводит к тому, что бухгалтерская стоимость одних и тех же активов у разных компаний может существенно различаться. Кроме того, разные методы учета, например USGAAP, МСФО, РСБУ, показывают различные значения активов, что делает практически невозможным их сравнение. По этим же причинам, оценка показателя Р/В может иметь

существенную погрешность для компаний, характеризующихся большой долей нематериальных активов, например, для компаний сферы услуг, консалтинговых и пр. Погрешность оценки Р/В значительно снижается для капиталоемких или финансовых компаний, у которых данный показатель чаще всего будет гораздо ниже, чем, для торговых компаний, сферы услуг, консалтинговых фирм.

Невзирая на возможную погрешность в оценке, данный коэффициент является достаточно простым практическим инструментом для выявления недооцененных или переоцененных компаний. Существенным преимуществом мультиплексатора Р/В является то, что показатель стоимости активов более стабилен, чем показатель прибыли или денежного потока.

Коэффициент цена/объем продаж, P/S (Price to Sales ratio, P/S ratio, PS ratio, вместо Sales может использоваться Revenues) показывает, сколько годовых выручек стоит компания, что характеризует востребованность бизнеса и его возможную прибыль. Оценка показателя P/S не зависит от прибыли и имеет более широкое практическое применение как для анализа стоимости компаний, так и для сравнительной оценки их инвестиционной привлекательности. Коэффициент P/S рассчитывается по формуле:

P/S = Рыночная капитализация компании / Валовая выручка,

P/S = Цена за акцию / Доход на одну акцию, где

– валовая выручка (Sales) – показатель выручки компании, как правило, за период 12 месяцев;

– цена за акцию (Price per Share) доступна из данных фондового рынка;

– доход на одну акцию (Revenue per Share) рассчитывается путем деления выручки компании на общее количество акций.

Анализ значений коэффициента P/S проводится следующим образом: низкое соотношение P/S, как правило, считается лучшим для инвестиций, потому что инвесторы должны платить меньше денег за каждую единицу продаж. Поэтому недооцененность компании характеризуется невысоким значением, а переоцененность высоким. Следует помнить, что данный коэффициент не учитывает уровень эффективности работы компании, за счет чего при одинаковых

продажах может быть разная прибыльность, а, значит, и стоимость компании. Поэтому, для компаний с низким значением Р/S можно дополнительно проанализировать значение маржи чистой прибыли, и, если этот показатель не ниже среднеотраслевого, то данные компании можно считать недооцененными рынком. Сравнение компаний по данному показателю проводится с учетом отрасли, при анализе показателя, следует помнить, что он не учитывает расходы и обязательства компании.

Особенности и преимущества использования коэффициента *P/S* состоят в следующем:

- доступность и прозрачность информации, простота расчета и прозрачность оценивания;
- качество оценки выше, поскольку показатель выручки по сравнению с прибылью менее подвержен искажениям, а его волатильность ниже;
- возможна оценка коэффициента Р/S даже для компаний с убытками по прибыли (его значение всегда положительно), и только для компаний, находящихся на начальной стадии развития, данный коэффициент не может оцениваться;
- качество оценки не снижается для компаний с большой долей нематериальных активов, например, для компаний сферы услуг, консалтинговых и пр.
- используется для оценки стоимости непубличной компании методом умножения среднего для отрасли или сектора значения коэффициента Р/S на годовую выручку этой компании.

Следует отметить, что в коэффициенте *P/S* числитель характеризует собственный капитал, а знаменатель – доход на собственный и заемный капитал, поэтому более корректно использовать соотношение *MVIC/S* или *EV/S*, что будет отражать стоимость инвестированного капитала.

Для компаний с убытками по чистой прибыли, можно, используя соотношение Р/S определить, какой должна быть прибыль от имеющейся выручки. Для этого преобразуем соотношение *P/S* к следующему виду:

$$P/S = (P * E) / (S * E) = (E/S) / (E/P) = ROS/R, \text{ где}$$

ROS – рентабельность продаж по чистой прибыли,

R – требуемая доходность, обратное значение коэффициента P/E .

Таким образом, коэффициент P/S показывает соотношение рентабельности продаж по чистой прибыли и требуемой доходности. Прогнозируя ROS на основании анализа эмитента и зная требуемую доходность, получаем прогнозное значение P/S . Умножив его на прогноз выручки компании, получаем стоимость компании в будущем.

Рыночная капитализация компании P (Price, Р или, Market Capitalization, МС) – рыночная стоимость компании, которая определяется рыночной стоимостью выпущенных ею акций и оценивается как:

P или $MC = \text{Средневзвешенное количество акций, находящихся в обращении}$

** Рыночная цена акции на конец периода*

Такой же подход используется для оценки рыночной капитализации различных рыночных субъектов, включая даже рынки. Как правило, выделяют следующие типы категорий рыночной капитализации компаний:

- микро-компании, Micro Cap – с рыночной капитализацией менее \$300 миллионов;
- малые компании, Small Cap – с рыночной капитализацией от \$300 млн до \$2 миллиардов
- средние компании, Mid Cap – с рыночной капитализацией в размере \$2 – \$10 миллиардов
- большие компании, Large Cap – с рыночной капитализацией \$10 – \$50 миллиардов;
- мега компании, Mega Cap – с рыночной капитализацией в 50миллиардов долларов и больше.

Следует отметить, что основным недостатком показателя рыночной капитализации является невозможность показать долги компаний.

Стоимость компании EV (Enterprise value) показывает совокупный доход инвесторов (как акционеров, так и кредиторов) с учётом всех источников финансирования: долговых обязательств, привилегированных акций, доли меньшинства и обыкновенных акций компаний. Синонимы EV : Total enterprise value TEV,

Firm value FV, Market Value of Invested Capital MVIC – рыночная стоимость инвестированного капитала или стоимость инвестированного капитала, стоимость бизнеса.

Показатель EV оценивается как:

$$EV = \text{Рыночная капитализация компании} + \text{Рыночная стоимость долгосрочного долга} - \text{Ликвидные денежные средства на балансе} = \text{Рыночная капитализация компании} + \text{Чистый долгосрочный долг}$$

Ликвидные денежные средства (*Cash and cash equivalents, Cash*) вычитаются для снижения общего долга и учитывают средства в кассе, счета в банках, котируемые ценные бумаги, выпущенные опционы на покупку, привилегированные акции, конвертируемые облигации, стоимость инвестиций в ассоциированные компании и т. п.

В сумме стоимости долгосрочного долга (*Debt, D*) учитывается и та часть долга, которая погашается в текущем году, а также отсроченные налоги, лизинговые платежи, размер недофинансирования различных фондов, обязательства перед миноритарными акционерами, капитал привилегированных акционеров. При этом не учитывается торговая кредиторская задолженность. Чистый долгосрочный долг (*Net Debt, ND*), определяется как:

$$\text{Чистый долгосрочный долг} = \text{Рыночная стоимость долгосрочного долга} - \text{Ликвидные денежные средства на балансе}$$

Чистый долгосрочный долг учитывается по своей рыночной стоимости и может быть отрицательным, если у компании имеется низкий долгосрочный долг и большие избыточные денежные средства.

Показатель EV, по сути, отражает стоимость основных средств, и, используя его, можно получить оценку рыночной капитализации компании *MC*:

$$MC = EV - ND = EV + Cash - D$$

В данном случае рыночная капитализация компании или стоимость ее акций определяется как сумма стоимости компании и ликвидных денежных средств за вычетом ее долгосрочных долговых обязательств.

Балансовая стоимость компании BV (Book value) – представляет собой общую сметную стоимость компании, которая будет получена ее акционерами, если в данный момент времени она будет продана или ликвидирована. Синонимы: нетто-стоимость компании *Carrying value*, стоимость чистых активов. Балансовая стоимость отражает собственный капитал компании, а в корпорации – акционерный капитал, т.е. показывает источники собственных средств, за счет которых финансируются активы. Таким образом, BV – это совокупные активы компании за вычетом нематериальных активов (включая гудвилл) и обязательств (включая привилегированные акции, долговые обязательства, кредиторскую задолженность) согласно балансу компании, т.е. исторической стоимости.

Как правило, балансовая стоимость компании практически всегда отличается от её рыночной стоимости, факт занижения или завышения которой можно оценить путем сравнения с ее балансовой стоимостью. Чистая балансовая стоимость или остаточная стоимость оценивается как разница между балансовой стоимостью и накопленной амортизацией и износом. Балансовая стоимость акций является одним из показателей для сравнения компаний между собой и сравнения с рыночной стоимостью. Балансовая стоимость акции (B, book value) определяется по данным бухгалтерского баланса как:

B = стоимость собственных источников имущества компании / количество акций эмитента = (стоимость чистых активов – стоимость привилегированных акций) / количество обыкновенных акций.

Особенности оценки и использования показателя BV:

- возможны искажения показателя из-за субъективности оценки нематериальных активов, последующих переоценок, высокого уровня долга, внереализационных показателей и пр.;
- показатель может принимать отрицательные значения при высоком уровне долга, что делает его бессмысленным для практического использования в качестве оценочного показателя;
- показатель не имеет никакой прогнозной информации;

– оценки ВВ компаний с невысокими темпами роста являются более точными, чем для компаний с высоким ростом.

Для анализа эффективности работы компании могут использоваться соотношения различных оценок ее стоимости. Одним из таких показателей является *соотношение рыночной и балансовой стоимости MB* (*Market to Book Ratio*), которое применяется, в основном, с целью максимизации прибыльности предприятия при формировании инвестиционного портфеля. Данное соотношение вычисляется по следующей формуле:

$$MB = (\text{рыночная стоимость собственного капитала} + \text{рыночная стоимость заёмного капитала}) / (\text{балансовая стоимость собственного капитала} + \text{балансовая стоимость заёмного капитала})$$

Однако, данный показатель имеет существенный недостаток, обусловленный тем, что его значение зависит от методов ведения бухгалтерского учёта, поскольку при его расчете используются данные бухгалтерской отчётности. Таким образом, рассматриваемое соотношение не связано с рыночными прибылями предприятия, а это снижает практическую значимость данного показателя в оценке эффективности деятельности предприятия.

Заключение

В приведенном материале по исследованию современных методов оценки стоимости компании и оценки ее рыночных мультипликаторов проанализированы основные модели, показатели и рыночные мультипликаторы, которые можно применять при решении вопросов о выборе стратегий устойчивого развития.

Модель SVA используется если необходимо оценить стоимость компании с учетом отдачи от инвестиционного проекта. Для оценки на долгосрочный период с изучением показателей общей динамики лучше всего использовать модель CVA. Модель EVA больше подходит для компаний, которые ориентированы на краткосрочную и среднесрочную перспективу, а также для компаний, которые хотят включить данную модель в систему стимуляции менеджеров компании.

Выбор методов и моделей, а также показателей и рыночных мультипликаторов, является актуальной проблемой в современной отечественной и мировой экономике. В виду того, что оценка является неотъемлемым инструментом в рыночной экономике, то все больше появляется необходимость в корректной и объективной оценке стоимости компаний и бизнеса в целом.

Список литературы

1. AK&M [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.akm.ru/>
2. Damodaran Online: Home page for Aswath Damodaran [Electronic resource]. – Mode of access: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>
3. Investfunds [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://stocks.investfunds.ru/stocks/7/>
4. Pablo Fernández EVA and Cash value added do NOT measure shareholder value creation [Electronic resource]. – Mode of access: <http://pruss.narod.ru/EVAandCVA.pdf>
5. Reuters [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=LКОН.ММ>
6. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран; пер. с англ. – 5-е изд. – М.: Альпина Паблишер, 2014. – 1320 с.
7. Роберт Ф. Райлли. Оценка бизнеса – опыт профессионалов / Роберт Ф. Райлли, Роберт П. Швайс. – М.: Квинто-Консалтинг, 2010. – 408 с.
8. Ронова Г.Н. Оценка стоимости предприятий: учебно-методический комплекс / Г.Н. Ронова, П.Ю. Королев, А.Н. Осоргин, М.Р. Хаджиев, Д.И. Тишин. – М.: Изд. центр ЕАОИ, 2008. – 157 с.
9. Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса: учебное пособие / В.М. Рутгайзер. – М.: Инфра-М, 2009. – 312 с.
10. Стоимость компаний: оценка и управление. – 3-е изд., перераб. и доп. / Т. Коупленд [и др.]. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2011.
11. Хаббард Д. Как измерить все, что угодно. Оценка стоимости нематериального в бизнесе / Д. Хаббард. – М.: Олимп-Бизнес, 2009. – 298 с.

-
12. Хитчнер Д. Новые сферы использования методов оценки стоимости бизнеса / под ред. Рутгайзера В.М. – М.: Маросейка, 2009. – 352 с
 13. Эванс Ф. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Ф. Эванс. – М.: Альпина Паблишер, 2016. – 333 с.
-

Сизых Дмитрий Сергеевич – канд. техн. наук, доцент департамента финансового менеджмента Высшей школы бизнеса, ФГАОУ ВО «Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Россия, Москва.

Сизых Наталья Васильевна – канд. техн. наук, доцент департамента математики, ФГАОУ ВО «Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Россия, Москва.