

Анализ и оценка финансовых результатов

Гладилин Александр Александрович, кандидат экономических наук, доцент кафедры «Финансы, кредит и страховое дело» ФГБОУ ВПО «Ставропольский государственный аграрный университет»,
E-mail: harderode@rambler.ru

Шматко Сергей Геннадьевич, кандидат экономических наук, доцент кафедры «Финансы, кредит и страховое дело» ФГБОУ ВПО «Ставропольский государственный аграрный университет»
E-mail: sshmatko@yandex.ru

Аннотация. В статье дана методика оценки ценных бумаг на основе мультипликаторов и выявлена специфика применения сравнительного подхода к оценке ценных бумаг и обосновано использование метода рынка капитала в их оценке. Представлены практические рекомендации применения мультипликаторов к объекту оценки и вычисления итоговой стоимости оцениваемой бумаги.

Ключевые слова: *ценные бумаги, мультипликаторы, денежные потоки, прибыль акций*

ОЦЕНКА ЦЕННЫХ БУМАГ НА ОСНОВЕ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ

В оценке дисконтированных денежных потоков цель состоит в обнаружении ценности бумаг при данных значениях денежных потоков, темпах роста и характеристиках. При сравнительном подходе цель состоит в определении ценности бумаг на основе рыночной цены аналогичных активов. На самом деле к сравнительному анализу нас подталкивает интуиция. Если кто-либо попросит вас оценить стоимость, например, пакета молока или пары джинсов, то вряд ли вы сразу же приметесь изучать поток доходов, дисконтированный по приемлемой ставке, который можно извлечь из пакета молока или одежды. Скорее всего, вы интуитивно попытаетесь больше узнать о рыночной стоимости аналогичных предметов на данный момент на основе статистической выборки, сколь бы сложной ни была данная процедура.

Несмотря на то, что сравнительный метод англоязычные финансисты называют «quick and dirty valuation» (быстрая и грязная оценка), именно этот метод в настоящее время способен дать наиболее достоверную оценку стоимости (либо существенно откорректировать оценку, полученную другими методами), потому что рыночная ситуация сама определяет условия сделок и тенденции развития того или иного сектора экономики [4].

Сравнительный подход основывается на двух компонентах: чтобы оценить стоимость ценных бумаг, основываясь на их сравнении, цен следует привести в стандартизированный вид, что

обычно достигается посредством конвертации цен в различные мультипликаторы. Среди преимуществ сравнительного подхода следует отметить его корреляцию с рыночной ситуацией, когда стоимость, полученная в результате оценки, учитывает реальное соотношение спроса и предложения на подобные объекты.

Сравнительный подход реализуется посредством трёх методов:

- метод рынка капитала, основанный на анализе цен отдельных акций открытых предприятий;
- метод сделок, заключающийся в сравнении данных о продажах контрольных пакетов акций, либо о продаже предприятия целиком;
- метод отраслевых коэффициентов, предполагающий использование соотношений или показателей, основанных на данных о продажах компаний по отраслям и отражающих их конкретную специфику.

На практике для оценки обычно используются два метода сравнительного подхода: рынка капитала и сделок. Этапы процесса оценки методами рынка капитала и сделок совпадают, но для использования метода сделок необходима исходная информация о ценах продаж контрольных пакетов и предприятий целиком, информация о слияниях и поглощениях предприятий. Такие данные являются труднодоступными, а найти информацию о продаже пакетов нескольких аналогичных компаний и того сложнее. Поэтому, в рамках сравнительного подхода, я более подробно рассмотрю метод рынка капитала.

Применение сравнительного подхода к оценке ценных бумаг имеет свою специфику. Сравнительный подход основан на сопоставлении объекта оценки с его аналогами, в отношении которых имеется информация о ценах.

Использование метода рынка капитала включает следующие этапы:

1. изучение рынка и поиск аналогичных предприятий, в отношении которых имеется информация о котировках акций или облигаций;
2. финансовый анализ и повышение уровня сопоставимости информации;
3. расчёт оценочных мультипликаторов;
4. применение мультипликаторов к объекту оценки;
5. вычисление итоговой стоимости оцениваемой бумаги;
6. внесение итоговых поправок на степень контроля и

ликвидности [5].

Для оценки рассчитывают несколько мультипликаторов по формуле:

$$M = P + FI,$$

где: M – оценочный мультипликатор; P_i – цена предприятия-аналога; FI – financial indicator, финансовый показатель предприятия, аналогичного объекту оценки.

Применение оценочных мультипликаторов базируется на предположении о том, что похожие предприятия имеют достаточно близкое соотношение между ценой и важнейшими финансовыми показателями. Преобразуя формулу, получаем:

$$P = M * FI$$

где: P – цена объекта оценки; FI – финансовый показатель оцениваемого предприятия.

Цена акции берётся на последнюю отчётную дату, предшествующую дате оценки, либо она представляет среднее значение цен акций за некоторый период.

В качестве финансовой базы должен выступать показатель финансовых результатов либо за последний отчётный год, либо за последние 12 месяцев или это должна быть средняя величина за некоторый период, предшествующий дате оценки.

При расчёте мультипликатора особое значение имеет согласованность его составляющих. Каждый мультипликатор состоит из числителя и знаменателя. Числитель может быть представлен стоимостью собственного капитала, выраженной в виде рыночного курса акции, капитализации (MC) или рыночной стоимости капитала (MVE) или стоимостью инвестированного капитала (стоимостью фирмы), представленной в виде рыночной стоимости инвестированного капитала ($MVIC$) и рыночной стоимости действующего предприятия (EV). В знаменателе может стоять либо показатель собственного капитала (чистая прибыль, прибыль на акцию, стоимость чистых активов, балансовая стоимость собственного капитала, EBT), либо показатель фирмы (выручка, $EBITDA$, $NOPAT$, $EBIT$).

Мультипликаторы обычно делятся на группы в зависимости от положенного в основу классификации критерия. Например, Асват Дамодаран выделяет три группы мультипликаторов [2]:

- мультипликаторы прибыли;
- мультипликаторы балансовой стоимости и стоимости замещения;

– мультипликаторы выручки.

Российские исследователи А.Г. Грязнова и М.А. Федотова делят мультипликаторы на два типа [1]:

– интервальные мультипликаторы, для расчёта которых используются показатели, рассчитанные как среднее за период (к таким мультипликаторам относятся цена/прибыль, цена/денежный поток, цена/дивидендные выплаты, цена/выручку от реализации);

– моментные мультипликаторы, числитель и знаменатель которых рассчитаны на определённый момент времени (цена/балансовая стоимость активов, цена/чистая стоимость активов). Наиболее широко известным и распространённым является мультипликатор цена/прибыль (P/E). Он рассчитывается следующим образом:

$$P/E = P/EPs$$

где: P – рыночная стоимость акции; EPs – прибыль на одну акцию.

Причина популярности мультипликатора P/E заключается в позитивной корреляции между прибылью компании и её стоимостью (что неудивительно). Простота этого показателя придает ему привлекательность во многих сферах применения. Однако его связь с финансовыми фундаментальными переменными фирмы часто игнорируется, что приводит к серьёзным ошибкам в применении. Самая большая проблема – вычисление показателя прибыли на одну акцию. Прибыль на акцию можно определить как прибыль в рублях (или другой валюте), которая приходится на каждую обыкновенную акцию; расчёт делается на основе консолидированной прибыли за период после уплаты налогов и после вычета дивидендов по привилегированным акциям, делённой на количество выпущенных в обращение акций. Но на показатель может повлиять наличие более одного класса обыкновенных акций (характерно, например, для Великобритании).

Некоторые исследователи в области оценки бизнеса, например Джулиан Рош [3], полагают, что мультипликатор P/E на основе данных за какой-либо один период не в состоянии точно отразить сложную динамику развития компании: низкие первоначальные доходы, быстрый краткосрочный рост и снижение темпов роста в будущем. Зависимость мультипликатора P/E от текущей прибыли делает их особенно подверженными ежегодным колебаниям, которыми часто характеризуется отчётная прибыль. Поэтому при проведении сопоставлений лучше использовать нормализованную

или усреднённую прибыль, т. е. прибыль, усреднённую за некоторый период (длина периода разнится от нескольких кварталов до нескольких лет). Наконец, величина P/E значительно зависит от методов бухгалтерского учёта, поэтому при оценке зарубежных компаний или компаний, которые составляют отчётность по методике МСФО или GAAP, следует стандартизировать показатели для расчёта мультипликатора цена/прибыль.

Вместо прибыли на одну акцию можно использовать другой показатель – DCF, дисконтированный денежный поток на одну акцию. Использование данного мультипликатора более предпочтительно в ситуации, когда в зарубежной практике также вычитают отдельную статью отчёта о прибылях и убытках – доля миноритарных акционеров.

В активах предприятия преобладает недвижимость, либо в ситуации низкой прибыли на грани убыточности. Высокий показатель мультипликатора P/DCF говорит о том, что денежные потоки компании скудны в сравнении с курсом её акций. В целом следует отметить, что оценщик старается использовать как можно большее число мультипликаторов. Чем больше мультипликаторов будет рассчитано, тем больше получится вариантов стоимости объекта. Таким образом, оценщик сможет получить вероятный диапазон, в котором лежит точная стоимость объекта оценки, а, совместив несколько результатов в один, он сможет получить стоимость, наиболее близкую к действительной. Другой мультипликатор – цена/выручка (P/S). Данный показатель используется нечасто, в основном для убыточных компаний, либо для компаний, осуществляющих деятельность в сфере услуг, а также для проверки результатов, полученных с помощью других мультипликаторов. P/S рассчитывается как отношение рыночной цены предприятия к выручке компании. Показатель выручки можно использовать как при показателях собственного капитала в числителе, так и при показателях инвестированного капитала. Второй способ лучше использовать в тех случаях, когда структура капитала сильно разнится между фирмами-аналогами. Единственное, что следует упомянуть – это показатель EV, который чаще всего заменяет P (рыночную цену одной акции) в числителе при расчёте мультипликатора для инвестированного капитала.

$$EV = P + IBDebt - Cash$$

где: EV – enterprise value, стоимость компании с учётом всех источников её финансирования; IBDebt – совокупный долг; Cash –

денежные средства по балансу.

Основные мультипликаторы, построенные с использованием EV:

EV/BVA – стоимость фирмы/балансовая стоимость активов (чистых активов);

EV/S;

EV/GP – стоимость компании/gross profit, где gross profit есть выручка за вычетом себестоимости продукции;

EV/EBIT; EBIT = Прибыль до налогообложения + проценты по кредитам и займам;

EV/EBITDA; EBITDA=EBIT+DA (амортизационные отчисления);

EV/Prod – стоимость компании/объём производства (в единицах продукции).

Мультипликаторы, рассчитываемые для собственного капитала:

P/E;

P/S;

P/EBT – цена/прибыль до налогообложения;

P/BVE, где BVE – балансовая стоимость собственного капитала.

Как видно из вышперечисленного, многие показатели непросто рассчитать на основе российской бухгалтерской отчётности, которая, к примеру, не выделяет в отдельную статью в отчёте о прибылях и убытках «проценты, выплаченные по кредитам и займам». Следовательно, если используются корректировки и приближения, они должны быть единообразными для всех компаний-аналогов. При исключении аналогов из списка сопоставимых компаний, по которым будут рассчитываться мультипликаторы, наибольшее значение придаётся показателям выручки, объёма производства, чистой прибыли и балансовой стоимости активов. Если по отдельным компаниям значения данных показателей намного выше или ниже значений по остальным фирмам выборки, такие аналоги следует исключить, либо следует применить корректировки, однако, зачастую, применение корректировок может быть грубым и неумелым, что приведёт к значительным искажениям стоимости ценной бумаги.

На последнем этапе оценки на основе корреляционно-регрессионного анализа определяются итоговые мультипликаторы, затем несколько стоимостей, полученные с помощью нескольких мультипликаторов, сводятся в одну с помощью взвешивания по переменной, а после применяются скидки и премии за ликвидность и контроль.

Список литературы:

1. Грязнова, А.Г. Оценка бизнеса: учебное пособие / А.Г. Грязнова, М.А. Федотова. – М.: Финансы и статистика, 2009. – 736 с.
2. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран; пер. с англ. – 7-е изд. – М.: Альпина Паблишер, 2011. – 1324с.
3. Рош, Дж. Стоимость компании: от желаемого к действительному / Джулиан Рош; пер. с англ. Е.И. Недбальская. – Минск: Гревцов Паблишер, 2008. – 352 с.
4. Чиркова, Е.В. Как оценить по аналогии / Е.В. Чиркова. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 194с.
5. Щербаков, В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / В.А. Щербаков, Н.А. Щербакова. – 4-е изд. – М.: «Омега-Л», 2012. – 315с.

Analysis and evaluation of financial results

Alexandr A. Gladilin, candidate of economic Sciences, Associate Professor of the Department Finance, credit and insurance chair, Stavropol state agrarian University, E - mail: harderode@rambler.ru

Sergey G. Shmatko, candidate of economic Sciences, Associate Professor of the Department Finance, credit and Insurance chair, Stavropol state agrarian University, E - mail: sshmatko@yandex.ru

THE SECURITIES VALUATION BASED ON MULTIPLES

Abstract. The paper presents the methodology of securities valuation based on multiples and identified the specific application of the comparative approach to securities valuation and justified the use of the capital market in their assessment. Presents practical recommendations for the application of multipliers to the estimated object and calculate the total estimated value of the paper.

Keywords: securities, multipliers, cash flows, profit shares.

References:

- Gryaznova, A.G. Business valuation: a training manual / A.G. Griaznova, M. A. Fedotova. - M.: Finance and statistics, 2009. - 736 s.
- Damodaran, A. Investment valuation: Tools and methods for the assessment of any assets / A. Damodaran; per. s angl. - 7th ed. - M.: Alpina Publisher, 2011. – 1324 s.
- Rosh, J. The cost of the company: from the desired to the actual / Julian Roche; per. s angl. E. I. Nedbalskaya. - Minsk: Grevtsov Publisher, 2008. s.352
- Chirkova, E. V. How to evaluate for an analogy / E.V. Chirkova. - M.: Alpina Business books, 2005. – 194 s.
- Shcherbakov, V.A. Century Valuation of the enterprise (business) / V.A. Shcherbakov, N.A. Shcherbakova. - 4th ed. - M.: "Omega-L", 2012. s.315

