

ОСОБЕННОСТИ СРАВНИТЕЛЬНОГО ПОДХОДА К ОЦЕНКЕ ПРИОБРЕТАЕМОЙ КОМПАНИИ

УДК 658.14

Ольга Анатольевна Романенко,
к.э.н., доц., доц. каф. Финансов, Саратовский государственный социально-экономический университет (СГСЭУ)
Тел.: 8 (903) 380-98-19
Эл. почта: olga_romanenko_@mail.ru

В статье рассматривается методика оценки бизнеса в рамках сравнительного подхода, основанная на четырех последовательных этапах. В результате исследования подробно изложены содержание и алгоритм анализа каждого этапа для объективности получения эффективного конечного результата. Практическая значимость исследования заключается в том, что полученные выводы позволят финансовым менеджерам и инвесторам повысить обоснованность принятия управленческих решений в отношении сделок на рынке корпоративного контроля.

Ключевые слова: оценка, компания, сравнительный подход, слияния и поглощения

Olga A. Romanenko,
PhD in Economics, Associate Professor, the Department of Finance, Saratov State Socio-Economic University
Tel.: 8 (903) 380-98-19
E-mail: olga_romanenko_@mail.ru

FEATURES OF COMPARATIVE APPROACH TO ASSESSMENT OF THE ACQUIRED COMPANY

The technique of an assessment of business within the comparative approach based on four consecutive stages is considered in the article. As a result of research the contents and an analysis algorithm of each stage are in detail stated for objectivity of receiving the effective final result. The practical importance of research is that the received conclusions will allow financial managers and investors to raise validity of managing decisions concerning transactions in the market of corporate control.

Keywords: assessment, company, comparative approach, mergers and acquisitions.

1. Введение

Основой принятия управленческих решений в финансовом менеджменте является управление стоимостью бизнеса. В основе роста стоимости бизнеса лежат два пути развития компании: внутренний рост, который выражается в увеличении выручки от продаж при неизменности операционной политики и внешний рост – увеличение компании в результате сделок на рынке корпоративного контроля, и прежде всего с помощью слияний и поглощений.

В настоящее время процессы глобализации национальных экономик проявляются и на микроуровне в виде разнообразных интеграционных объединений отечественных компаний. В более жестких конкурентных условиях у компаний возникает острая необходимость объединения. Это в свою очередь активизирует сделки на рынке корпоративного контроля и фирмы приобретаются новыми более рациональными собственниками, а сами слияния и поглощения увеличивают эффективность экономики страны.

Активность сделок слияний и поглощений проявляется в необходимости объединять промышленные и финансовые ресурсы в целях увеличения отдачи на вложенный капитал и более результативного их использования. Центральным звеном определения эффективности предполагаемых слияний и поглощений является корректная оценка стоимости компаний, поскольку возможные ошибки и необъективность расчетов могут привести к невыгодным решениям и объединение предприятий окажется неудачным. Вместе с тем объективная оценка предоставляет безусловные конкурентные преимущества за счет объединения технических, финансовых, управленческих и трудовых ресурсов и достижения на этой основе синергетического эффекта, «экономии на масштабе», доступа на новые рынки [1, с. 43].

К оценке бизнеса существует множество подходов, но традиционно они объединяются в три большие группы с условными названиями доходный, рыночный (сравнительный) и затратный подходы. В рамках каждого подхода используются конкретные методы оценки стоимости. Но как утверждают специалисты, рыночный подход к оценке бизнеса на сегодняшний день является самым точным [3]. На основе изучения особенностей российской оценочной деятельности мы исследовали базовые положения, преимущества и недостатки оценки приобретаемой компании в рамках сравнительного подхода.

2. Преимущества и недостатки использования сравнительного подхода к оценке бизнеса

Сущность сравнительного подхода заключается в том, что ценность компании обусловлена той суммой денежных средств, за которую она может быть продана на сформированном рынке корпоративного контроля. Иначе говоря, наиболее возможной ценой компании, как объекта предполагаемых инвестиций может быть реальная цена продажи аналогичной фирмы, которая была когда-то продана на рынке.

Использование сравнительного подхода в оценке включает два важных момента. Во-первых, для определения стоимости активов, основываясь на их сравнении, цены необходимо привести в стандартный вид, что обычно достигается путем конвертации цен в мультипликаторы прибыли, балансовой стоимости и объема продаж. Во-вторых, сложность в обнаружении сопоставимых фирм, поскольку полностью идентичных фирм не существует. Кроме того, в одном и том же бизнесе фирмы могут отличаться друг от друга такими параметрами, как потенциал роста, возможные риски и реальные денежные потоки. В этом случае основным становится вопрос о том, как уменьшить эти различия при сопоставлении мультипликаторов нескольких фирм.

Использование сравнительной оценки достаточно широко практикуется. Среди достоинств можно выделить следующие моменты. Во-первых, оценки по мультипликаторам и сопоставимым фирмам можно провести с гораздо меньшим числом предпосылок и значительно быстрее по сравнению с оценкой через дисконтирование денежных потоков. Во-вторых, сравнительная оцен-

ка проще в понимании и поэтому ее легче представить клиентам и потенциальным инвесторам, чем оценку через дисконтирование денежных потоков. И, в-третьих, теоретически считается, что сравнительная оценка отражает текущее состояние рынка, поскольку этот подход измеряет относительную, а не внутреннюю стоимость. Таким образом, на рынке, где повышаются курсы всех акций родственных компаний, сравнительная оценка приведет к более высокой стоимости таких акций, чем оценки дисконтированных денежных потоков. Это обычно важно для профессиональных оценщиков относительно стоимости оцениваемой фирмы, и для менеджеров, производящих самостоятельную оценку.

Кроме перечисленных достоинств и у сравнительной оценки есть и свои слабые стороны. С одной стороны, сравнительная оценка легко комбинируется и сопровождается нетрудной задачей по вычислению мультипликаторов сопоставимых фирм, а с другой стороны, это может привести к противоречивым значениям стоимости. При подсчете результатов могут игнорироваться ключевые переменные, а именно: возможный рост, коммерческие и финансовые риски, или потенциал денежных потоков. Кроме того необходимо иметь в виду, что мультипликаторы отражают настроение, информированность и ожидания рынка. Это в свою очередь может привести к тому, что значения сравнительной оценки будут завышены или наоборот, занижены вследствие переоцененности (недооцененности) фирм. И наконец, недостаток прозрачности предпосылок, лежащих в основе сравнительного подхода к оценке бизнеса, который используется для определения стоимости, может быть подвергнут различным манипуляциям относительно как выбора сопоставимых фирм, так и выбора мультипликаторов для оценки.

3. Методика использования сравнительного подхода

В рамках развития сравнительного подхода к оценке компании на основе изучения опыта отечественных специалистов в области оценочной деятельности нам представляется возможным предложить авторскую методику. Традиционно считается, что использование сравнительного

подхода к оценке бизнеса больше подходит для внутренних целей компании, например, чтобы оперативно ответить на вопрос собственника, взяв за ориентир реальные рыночные цены на сходные предприятия. Рассмотрим порядок оценки стоимости бизнеса с помощью сравнительного метода на примере условной российской компании ООО «Электросеть». Допустим, это предприятие специализируется на строительстве линий электропередачи. Его выручка за последний отчетный год – 42 млн долларов, а собственный капитал на конец года – 73 млн долларов.

Последовательность принятия решений будет включать следующие этапы: 1) подбор компаний-аналогов; 2) определение оценочных мультипликаторов; 3) внесение поправок и корректировок; 4) расчет рыночной стоимости. Рассмотрим эти этапы.

Этап 1. Подбор компаний-аналогов. Наиболее целесообразно в качестве аналогов рассматривать публичный бизнес. Его финансовую отчетность можно найти в открытых источниках. Требования к выборке будут следующие:

- единая отрасль. Если компании занимаются разными видами деятельности, сравнительный подход не применим;

- одинаковый масштаб бизнеса. Финансовые показатели должны быть сопоставимы (капитализация, объем продаж, собственный капитал, рентабельность, величина активов). Если они отличаются друг от друга, то необходимо вносить дополнительные корректировки;

- схожая география бизнеса. Все объекты действуют на развитом или развивающемся рынке;

- место компании в структуре холдинга. Если одна компания – центр

прибыли, а другая – затрат, их данные сравнивать нельзя.

Если удастся найти предприятие, полностью сопоставимое по всем показателям, то этого для оценки было бы достаточно. Но обычно, такая ситуация скорее исключение чем правило и поэтому используют три-четыре компании-аналога.

Предположим, что для компании ООО «Электросеть» нашлось четыре предприятия-аналога, которые также действуют на российском рынке и относятся к отрасли «строительство линий электропередачи»: ОАО «Мехколонна С», ОАО «Трансэлектро», ОАО «Электрострой», ОАО «Элттехсервис».

Этап 2. Определение оценочных мультипликаторов. Сравнительный метод оценки бизнеса основан на использовании в расчетах оценочных мультипликаторов. Эти коэффициенты представляют собой отношение рыночной стоимости компании к показателю, характеризующему ее финансовый результат. Среди таких мультипликаторов могут быть: стоимость компании к выручке (Enterprise value/Sales, EV/Sales), стоимость к EBITDA (EV/EBITDA), стоимость к сумме основных средств (EV/Net fixed assets) и пр. Выбор мультипликатора зависит от конкретной ситуации. В нашем примере для компании ООО «Электросеть» подойдет мультипликатор «Стоимость компании/Выручка». Это объясняется качеством отчетности. Выручка считается более «чистым» показателем, например, в отличие от EBITDA так как компании могут манипулировать прибылью. Есть и еще достаточно важный фактор – в строительстве линий электропередачи бизнес может быть убыточен. Сравнивать убытки смысла нет, да и затруднительно.

Таблица 1.

Расчет оценочного мультипликатора «Стоимость/Выручка» для предприятий-аналогов

Компания	Рыночная капитализация, млн долл.	Чистый долг, млн долл.	Стоимость компании, млн долл. (гр.2 + гр.3)	Выручка, млн долл.	Мультипликатор «Стоимость/Выручка» (гр.4 : гр.5)
1	2	3	4	5	6
ОАО «Мехколонна»	75		75	38	1,97
ОАО «Трансэлектро»	3000	130	3130	4500	0,70
ОАО «Электрострой»	11000		11000	25000	0,44
ОАО «Элттехсервис»	90		90	55	1,54

Рассчитаем выбранный мультипликатор «Стоимость компании/Выручка» для каждой из четырех компаний-аналогов по формуле:

$$\text{Мультипликатор «Стоимость бизнеса/Выручка»} = (\text{Рыночная капитализация} + \text{Чистый долг}): \text{Выручка от реализации},$$

где: рыночная капитализация – рыночная стоимость всех выпущенных в обращение акций компании, ден. ед.; чистый долг – сумма краткосрочных и долгосрочных кредитов и займов за минусом денежных средств и краткосрочных финансовых вложений, ден. ед. Данные расчетов приведены в таблице 1.

Как видно из таблицы 1, компании существенно различаются по сумме капитализации. Поэтому их мультипликаторы нужно привести к сопоставимому виду, а лишь затем перейти к оценке стоимости бизнеса ООО «Электросеть».

Этап 3. Внесение поправок и корректировок. Для корректировки мультипликаторов «Стоимость/Выручка» воспользуемся коэффициентами для компаний с разным уровнем капитализации. Например, такую информацию публикует на своем сайте Асват Дамодаран, специалист в области инвестиционной оценки. Рассчитанные им универсальные мультипликаторы, размещенные на сайте [4], могут применяться для оценки компаний вне зависимости от отрасли и расположения. Формула для корректировки исходных мультипликаторов такова:

$$\text{Скорректированный мультипликатор компании-аналога} = \text{Исходный мультипликатор компании-аналога} / \text{Мультипликатор объекта оценки} \times \text{Универсальный мультипликатор}$$

В этой формуле мультипликатор ООО «Электросеть» – условная величина. Так как бизнес непубличный, вместо рыночной капитализации берется ее собственный капитал – 73 млн долларов, что по Дамодарану соответствует диапазону 40–100 млн долларов и коэффициенту 0,41. Рыночная капитализация ОАО «Мехколлонна С» (75 млн долл.) находится в тех же пределах, и его универсальный мультипликатор – 0,41, а скорректированный – 1,97 (1,97 : 0,41 / 0,41). Аналогичным образом корректируются коэффициенты для других компаний (таблица 2).

Этап 4. Определение рыночной стоимости. Для определения рыночной стоимости ООО «Электросеть» нужно одно значение из скорректированных мультипликаторов компаний-аналогов – медиана. Отсортируем данные от большего к меньшему. Если их четное число, медиана находится посередине. Нечетное – считается как среднее арифметическое из двух средних значений. В нашем примере медиана равна 2,02 ((1,97 + 2,07) : 2). Стоимость компании определяется по следующей формуле:

$$\text{Рыночная стоимость компании} = \text{Итоговый мультипликатор «Стоимость/Выручка»} \times \text{Выручка от реализации компании} - \text{Чистый долг компании}$$

Из бухгалтерского баланса ООО «Электросеть» за 2012 год:
– долгосрочные кредиты и займы – 10 млн долл.;
– краткосрочные финансовые вложения – 0,35 млн долл.;
– денежные средства – 0,52 млн долл.

Рассчитаем стоимость компании и корректируем ее на долгосрочные финансовые вложения (1 млн долл.) и незавершенное строительство (0,55 млн долл.). Их нужно прибавить к полученному результату, чтобы учесть активы, которые не генерируют выручку по основной деятельности. Отсюда рыночная стоимость компании равна 77,26 млн долл. (42 млн долл. × 2,02 – 10 млн долл. + 0,35 млн долл. + 0,52 млн долл. + 1 млн долл.).

Таким образом, мы рассмотрели на условном примере методику оценки компании с использованием сравнительного подхода. Однако выбор метода оценки является неоднозначным.

4. Заключение

Для получения объективной оценки аналитику следует пользоваться различными моделями оценки стоимости. Поступив так, он сможет получить диапазон величин, который обеспечит ему понимание границ стоимости [2]. Оценка стоимости может базироваться на анализе дисконтированного денежного потока (FCFF). Но наш взгляд, самая достоверная оценка должна базироваться на анализе FCFF, скорректированном на мультипликаторы сравнимых сделок. Например, стандартный анализ дисконтированного денежного потока может показать, что компания-цель стоит 15 млн долл. США, что равняется примерно восьми показателям EBITDA из-за самой свежей финансовой отчетности компании. Однако, поскольку компания-цель работает в отрасли с необычно высоким мультипликатором EBITDA, равным 12, покупателю следует рассмотреть возможность повышения его предложения, чтобы соответствовать этому сложившемуся уровню. Альтернативой для него может быть ожидание того момента, когда отраслевые мультипликаторы постепенно снизятся, что приведет к сближению результатов анализа FCFF и сравнительной оценки.

Применение данных методических рекомендаций будут способствовать повышению обоснованности и эффективности управленческих решений в сделках на рынке корпоративного контроля в современных условиях в России.

Таблица 2.

Корректировка мультипликаторов

Компания	Рыночная капитализация, млн долл.	Диапазон значений рыночной капитализации, млн долл.	Мультипликатор «стоимость-выручка»		
			Исходный	Универсальный	Скорректированный (гр.4:0,41×гр.5)
1	2	3	4	5	6
ОАО «Мехколлонна»	75	40-100	1,97	0,41	1,97
ОАО «Трансэлектро»	3000	2500-10000	0,70	1,64	2,80
ОАО «Электрострой»	11000	> 10000	0,44	1,93	2,07
ОАО «Элтехсервис»	90	40-100	0,41	0,41	1,64

Литература

1. Романенко О.А. Методические подходы к определению цены слияния //Экономический анализ: проблемы теории и практики. 2012. № 20(275).

2. Романенко О.А. Методика предварительной оценки финансовых перспектив приобретаемой компании // Наука и общество. 2012. № 4(7).

3.URL:<http://otsenka-biznesa.ru/rynochnyy-podkhod-k-otsenke-biznesa.html>

4. URL: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar>

References

1. Romanenko O.A. Methodological approaches to the determination of prices of merger // Economic analysis:

theory and practice. , 2012. Number 20 (275).

2. Romanenko O.A. The preliminary evaluation of the acquired company's financial prospects // Science and Society. 2012. Number 4 (7).

3.URL:<http://otsenka-biznesa.ru/rynochnyy-podkhod-k-otsenke-biznesa.html>

4. URL: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar>.