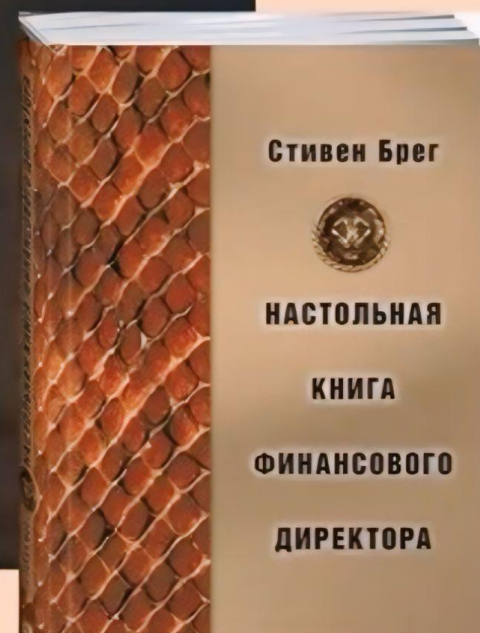




ТЕМА 6. ОЦІНКА ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ ТА РИНКОВОЇ ЕФЕКТИВНОСТІ КОМПАНІЇ

«Ключове значення
при купівлі компанії в
цілому має аналіз її
грошових потоків»...

*Стівен М.Брегг,
американський спеціаліст
з міжнародної фінансової
звітності*



Перехід від традиційних стратегічних фінансових показників діяльності, що розраховуються на основі фінансової звітності (ROE, ROA, ROIC, EBIT, EBITDA) до

«вартісних», заснованих на оцінці майбутніх грошових потоків,

дозволяє створити можливості для якісно іншого управління компаній





Вартісно-орієнтоване управління
(VBM, Value-Based Management)

є особливим видом «вартісного»
мислення та управлінської культури.

Адже, за словами колишнього голови
Федеральної резервної системи США
А. Грінспена, істотна частина
фінансової звітності будується на
широких припущеннях і нерідко
виступає об'єктом зловживань
управлінського персоналу

**ДІЯЛЬНІСНО -
ОРІЄНТОВАНЕ
УПРАВЛІННЯ**

Облікова
інформація

про минулі
витрати та результати

**ВАРТІСНО -
ОРІЄНТОВАНЕ
УПРАВЛІННЯ**

Маркетингова
інформація

про майбутні
грошові потоки

VS

Професійною організацією
управлінських бухгалтерів CIMA
(The Chartered Institute of
Management Accountants),

управління на основі діяльності
визнається системою
вимірювання продуктивності,

що використовує інформацію,
зібрану за допомогою
калькуляції витрат діяльності



Необхідність оцінки вартості бізнесу компанії виникає у таких випадках:

- ➔ при об'єднанні бізнесу;
- ➔ у ході реорганізації підприємства;
- ➔ у разі банкрутства та ліквідації підприємства;
- ➔ у разі продажу підприємства як цілісного майнового комплексу;
- ➔ під час приватизації державних підприємств



IFRS 13 «FAIR VALUE MEASUREMENT»



МСФЗ 13 «Оцінка справедливої вартості» визначає справедливу вартість як ціну,

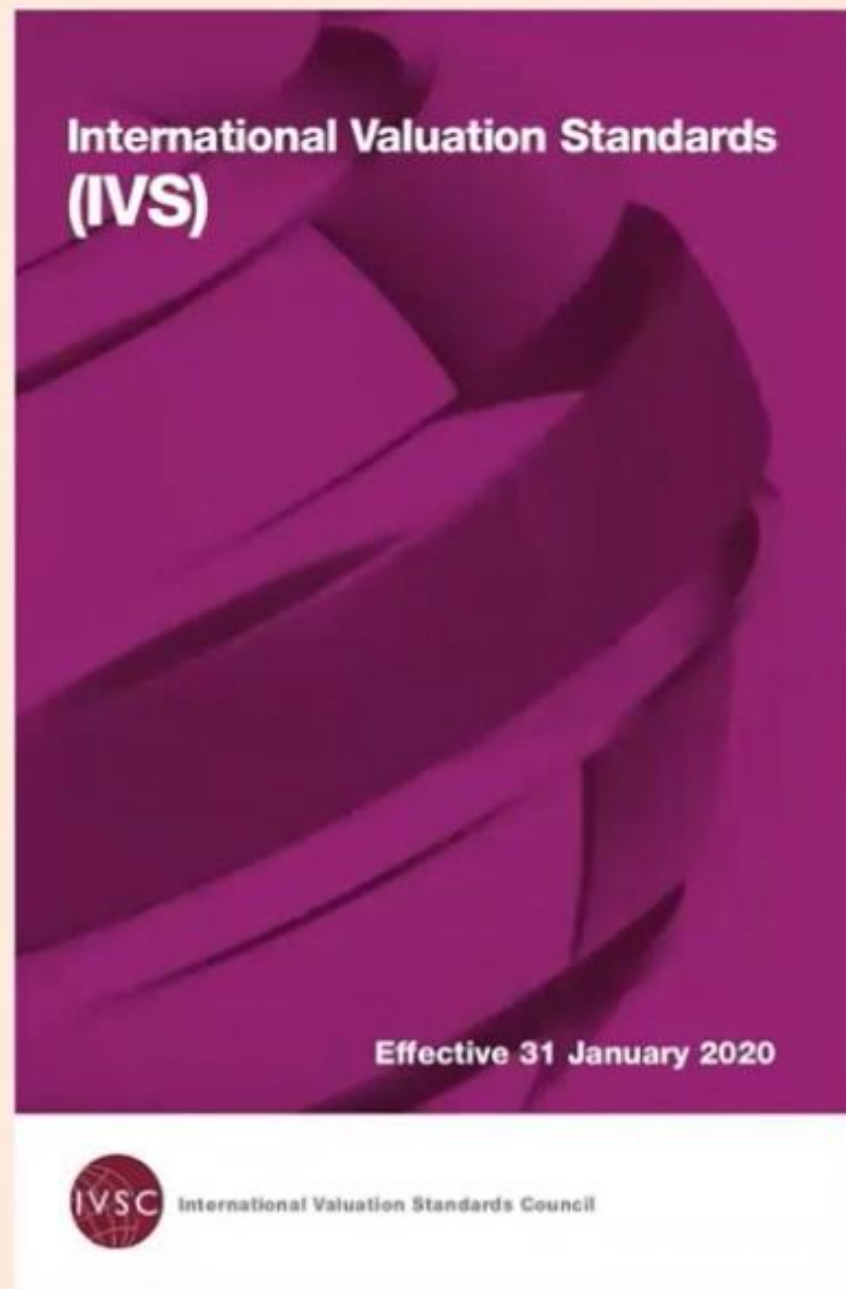
яка була б отримана за продаж активу або сплачена для передачі зобов'язання в рамках звичайної операції між учасниками ринку на дату оцінки.

Три широко використовувані методи оцінки – це ринковий підхід, витратний підхід та дохідний підхід.

Міжнародний комітет зі стандартів оцінки вартості (International Valuation Standards Council)

в Міжнародному стандарті оцінки 105 (IVS 105) «Valuation Approaches and Methods» також вирізняє 3 оцінювальних підходи вартості:

- (a) market approach (ринковий підхід),
- (b) income approach (доходний підхід),
and
- (c) cost approach (витратний підхід)



ОЦІНКА СПРАВЕДЛИВОЇ ВАРТОСТІ

РИНКОВИЙ ПІДХІД

Ринкова
вартість бізнесу

ринкова капіталізація акцій
компанії
(Market Capitalization, MC),
що визначається множенням
ринкової ціни акції
(Market Value per Share, MVS)
на загальну кількість акцій,
що перебувають в обігу (Q)

ВИТРАТНИЙ ПІДХІД

Балансова
вартість бізнесу

залишок
чистих активів
(власного капіталу)
на кінець
звітного періоду
у бухгалтерському
балансі

ДОХОДНИЙ ПІДХІД

Інвестиційна
вартість бізнесу

продисконтовані
очікувані
у майбутньому
грошові потоки
надходжень
та витрачачь

Для існуючих і
потенційних
постачальників
фінансового капіталу
корисна, перш за все,

інформація про
інвестиційну вартість
підприємства як
реципієнта
фінансових ресурсів



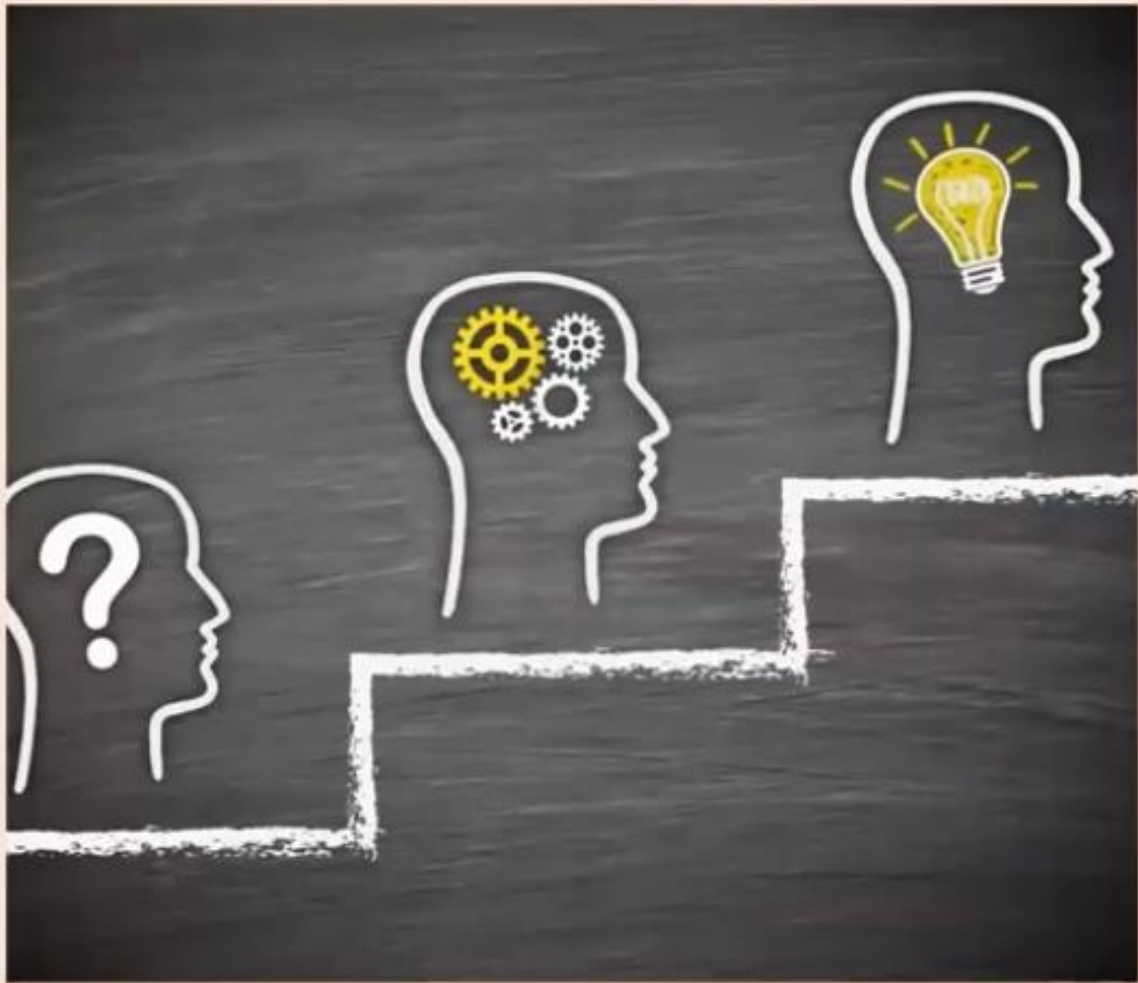


Інвестиційна вартість бізнесу компанії як цілісного майнового комплексу визначається переважно з використанням доходного підходу до оцінки за справедливою вартістю із застосуванням дисконтування майбутніх чистих грошових потоків

У зарубіжній практиці
найбільш вживаним для
оцінки інвестиційної
вартості бізнесу компанії
визнається

метод вільних грошових
потоків для фірми
(Free cash flow to the firm,
FCFF)





До основних етапів оцінки створеної вартості підприємства

за методом вільних грошових потоків для фірми (FCFF) відносяться:

- 1) визначення тривалості прогностного періоду (як правило — 5 років);
- 2) аналіз перспектив компанії і темпів приросту її прибутків (growth rate - g) в прогностний (протягом 5 років) період;

3) визначення необхідної інвестору норми прибутковості або ставки дисконтування;

4) визначення суми вільного грошового потоку (Free Cash Flow, FCF);

5) розрахунок теперішньої вартості майбутніх грошових потоків компанії для кожного року прогнозного періоду (протягом 5 років);





6) визначається термінальна вартість бізнесу компанії (Discounted Terminal Value), яка є сумою грошових потоків, дисконтованих на кінець прогностного періоду;

7) обчислюється інвестиційна вартість компанії для постачальників фінансового капіталу

Показник вільного грошового потоку розраховується

на основі інформації
фінансової звітності

останнього звітного періоду

або на базі середніх значень
показників звітності за кілька
минулих років

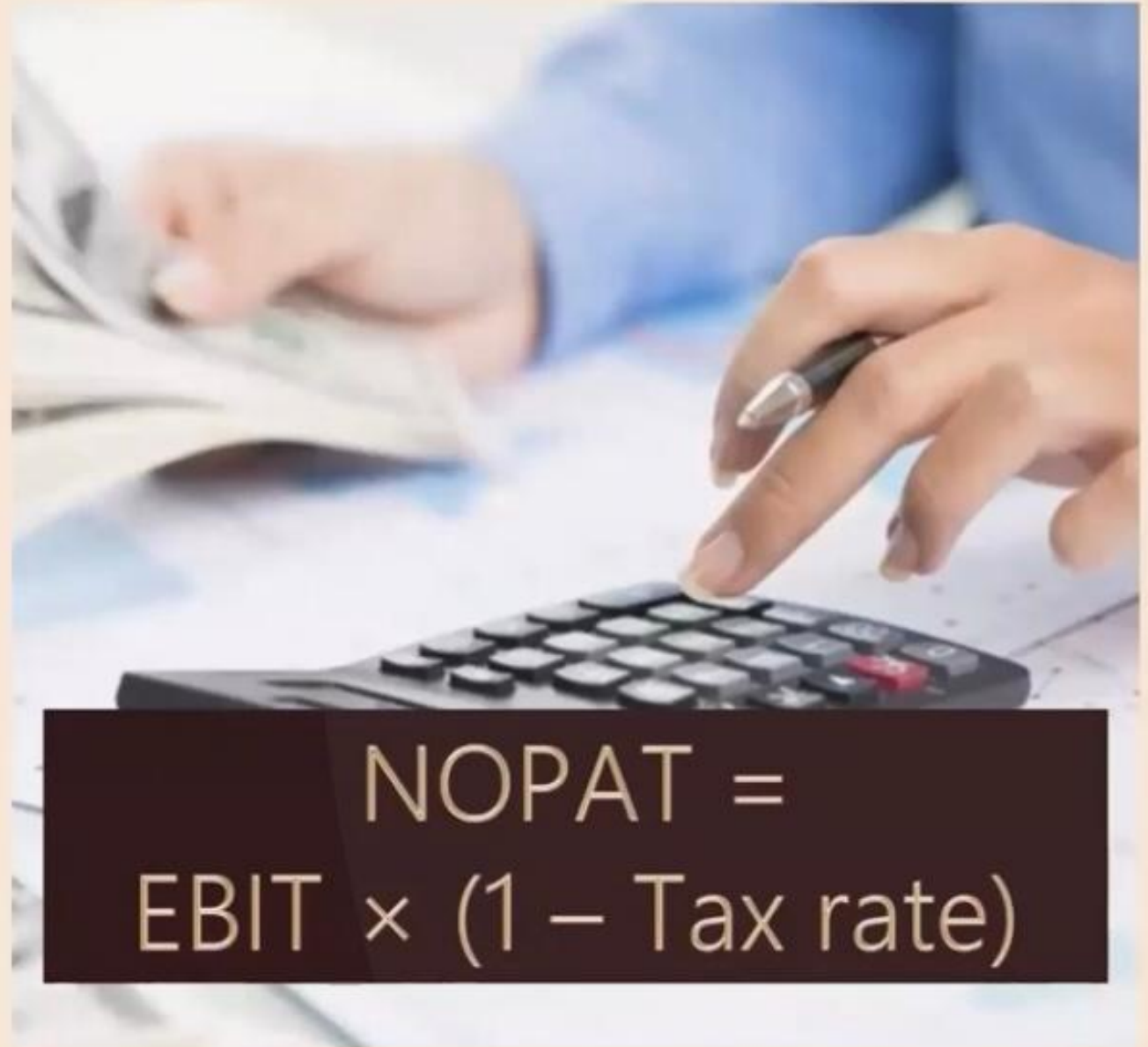


Розрахунок вільного грошового потоку для фірми

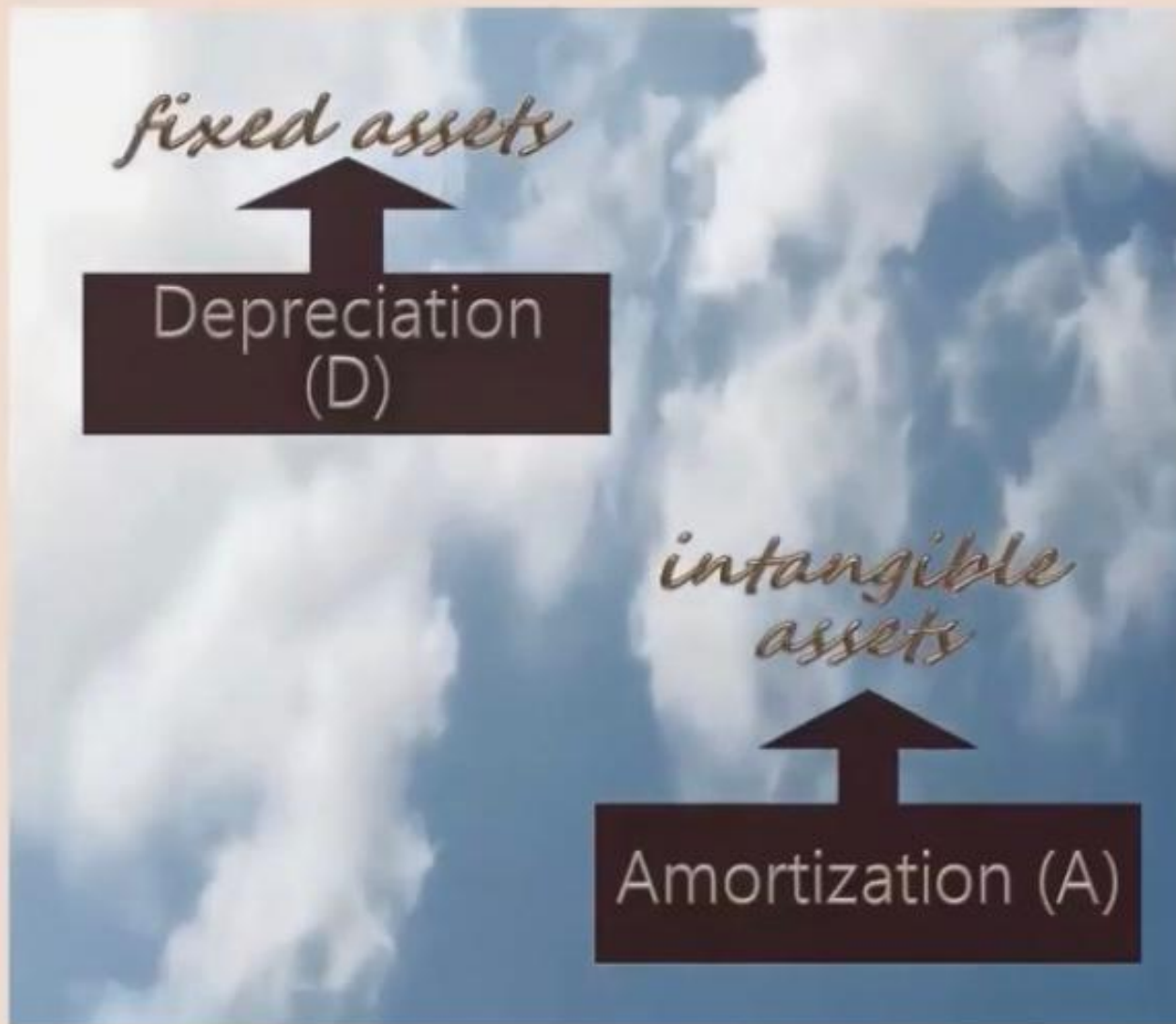
починається з показника «чистого» операційного прибутку NOPAT (Net Operating Profit After Tax),

який визначається як прибуток від операційної діяльності (продажів) (EBIT),

зменшений на суму податку на прибуток (T)



$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} \times (1 - \text{Tax rate})$$



Показник DA складається із двох частин:

(D) означає "depreciation" і характеризує розподілену вартість основних засобів;

(A) означає «amortization» і стосується нематеріальних активів



CAPEX

Сума капітальних інвестицій
(CapEx, CAPital EXpenditure)
може прогнозуватись

як методом екстраполяції
даних,

так і на рівні експертних
оцінок з урахуванням суми
звітного періоду

Сума власного оборотного
(робочого) капіталу (Working
capital)

визначається за бухгалтерським
балансом на початок та кінець
звітного періоду

шляхом зіставлення оборотних
активів та поточних зобов'язань

та визначається її зміна за
звітний рік

WORKING CAPITAL =



*Current
assets*



*Current
Liabilities*

Для оцінки інвестиційної вартості бізнесу компанії, крім розрахунку очікуваного сумарного дисконтованого вільного грошового потоку, необхідно визначити і продисконтувати термінальну вартість бізнесу в постпрогнозному періоді (Terminal Value, TV)

$$TV = \frac{FCFF_n (1+g)}{WACC - g}$$

де **n** – номер останнього року прогнозування;
g – очікуваний щорічний прогрес приросту масштабів або прибутків діяльності, %



Доречно додати, що
очікуваний відсоток
приросту прибутків

(growth rate - g) повинен
базуватися

на минулих досягненнях
компанії

Термінальна (кінцева) вартість (TV) - це очікувана вартість активу, бізнесу або проекту за межами прогнозованого періоду, коли можна оцінити майбутні грошові потоки (зазвичай за межами п'яти років).

Існує два широко використовуваних методи розрахунку термінальної вартості: постійне зростання (модель зростання Гордона) і множинний вихід



Terminal Value

Method #1

Perpetual Growth

(Used by Academics)

Method #2

Exit Multiple

(Used by Industry)

Метод постійного зростання (за моделлю Гордона) передбачає, що бізнес буде продовжувати генерувати грошові потоки з постійною швидкістю завжди.

Метод множинного виходу передбачає, що бізнес буде проданий за ціною, кратною деякій ринковій метриці

Фахівці з інвестицій вважають за краще підхід множинного виходу, в той час як вчені вважають за краще модель постійного зростання

Теперішня дисконтована інвестиційна вартість компанії (PVE) розглядається як сума очікуваних нею дисконтованих вільних грошових потоків протягом прогностного періоду і очікуваного дисконтованого грошового потоку на момент завершення прогностного періоду

$$PVE = \sum_1^i \frac{FCFF_i}{(1 + WACC)^i} + \frac{TV}{(1 + WACC)^n}$$

де i – рік прогнозування;

n – кінцевий рік горизонту прогнозування
надходжень грошових потоків



Net Assets =
Assets - Liabilities

Якщо продисконтована інвестиційна вартість буде мати від'ємне значення показника PVE,

справедлива вартість придбання компанії як майнового комплексу

може формуватися з позиції витратного підходу методом чистих активів

Якщо ціна придбання компанії буде менше балансової вартості її чистих активів (власного капіталу),

може виникнути «від'ємний гудвіл»,

тобто інвестор зможе отримати прибуток від придбання за вигідною ціною



EARNINGS BEFORE INTEREST, TAXES, DEPRECIATION AND AMORTIZATION (EBITDA)



Глобалізація ринків посприяла впровадженню у аналітичну практику такого показника оцінки діяльності підприємств як EBITDA,

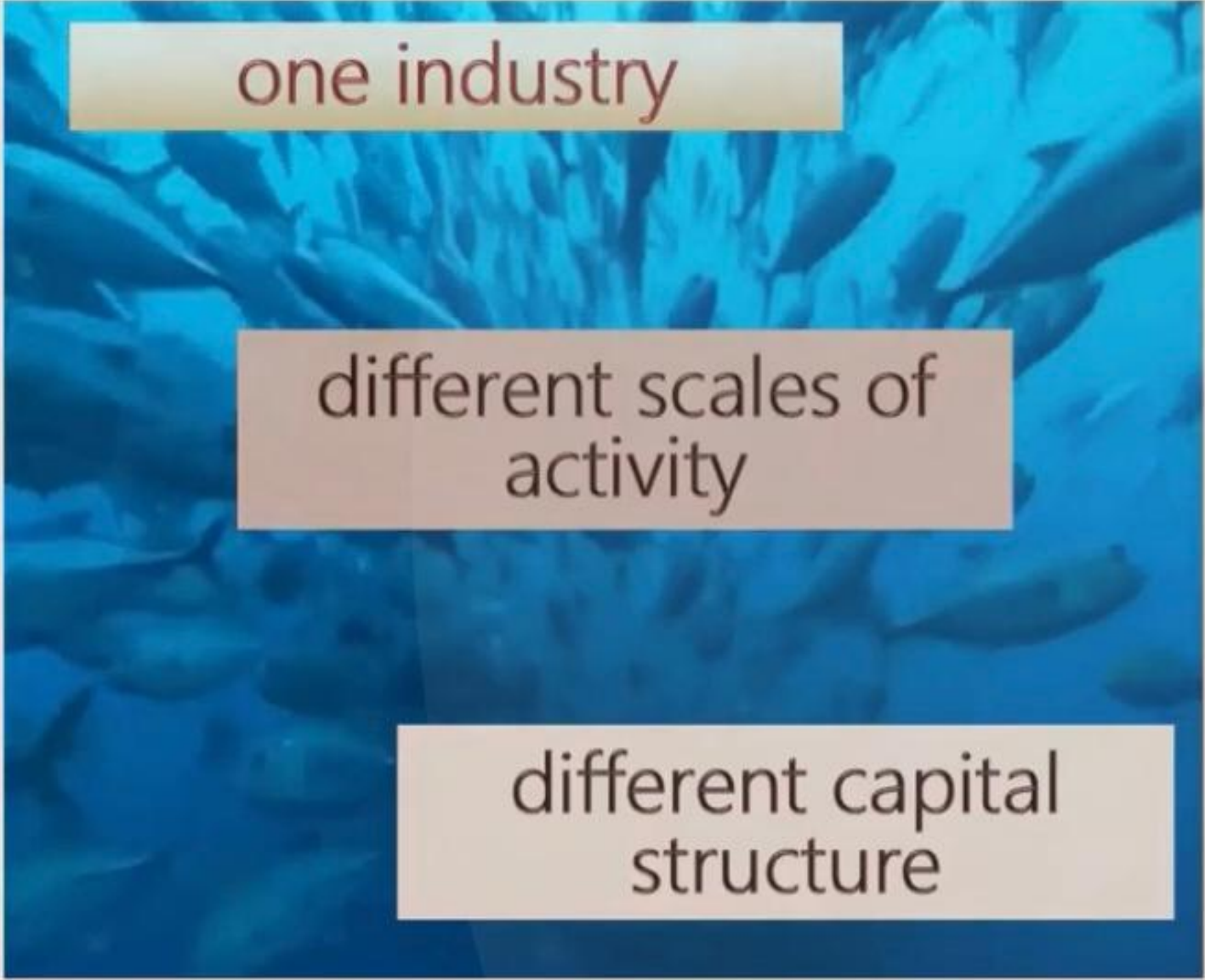
який дозволяє порівнювати підприємства через грошовий потік,

виключивши з розрахунків операційного прибутку таку "негрошову" статтю витрат як амортизація

Показник EBITDA
дозволяє порівнювати
компанії однієї галузі,

але з різними
масштабами діяльності і

різною структурою
власного і позикового
капіталу



one industry

different scales of
activity

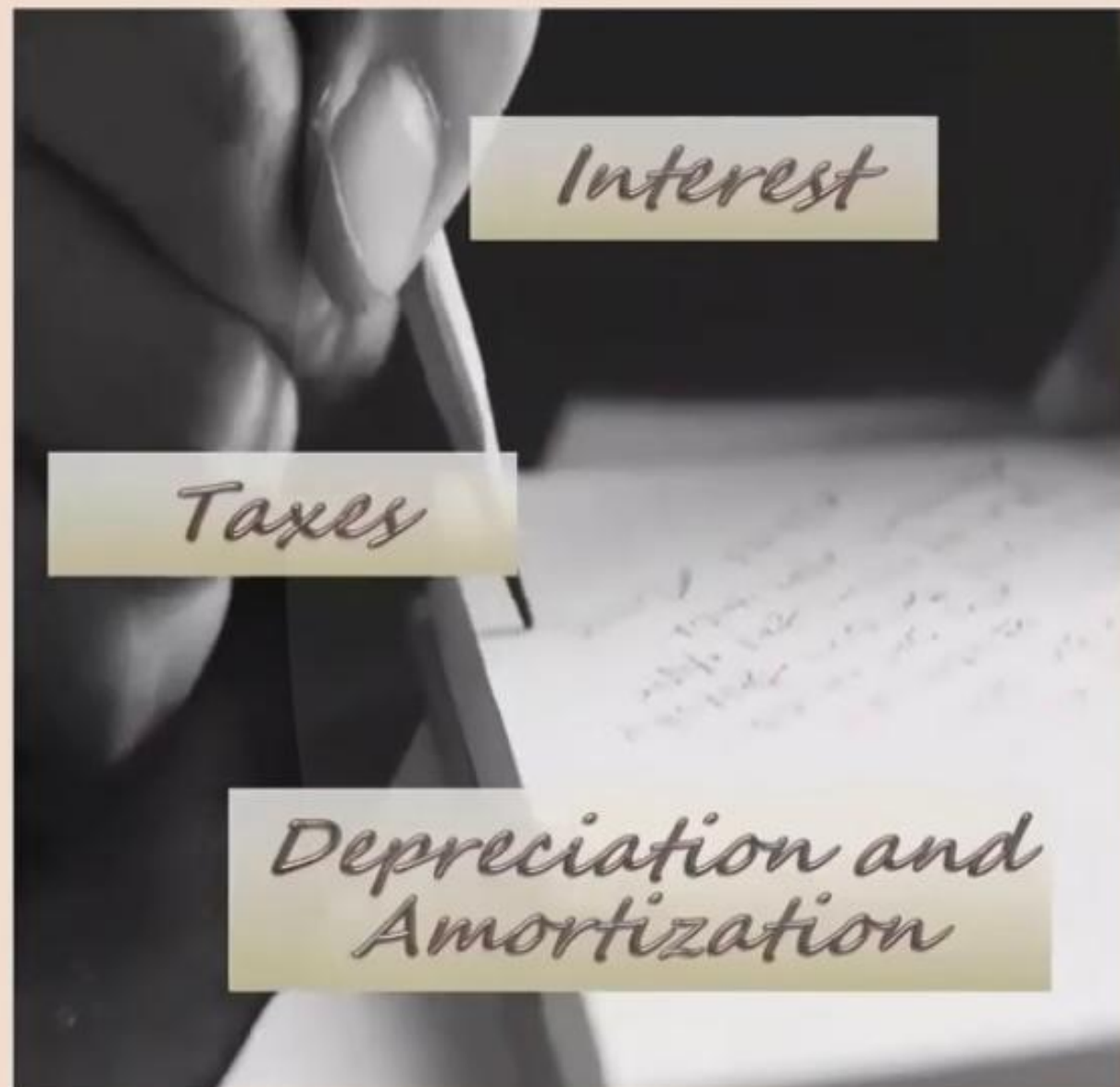
different capital
structure

Затребуваність показника EBITDA пов'язана з трьома факторами:

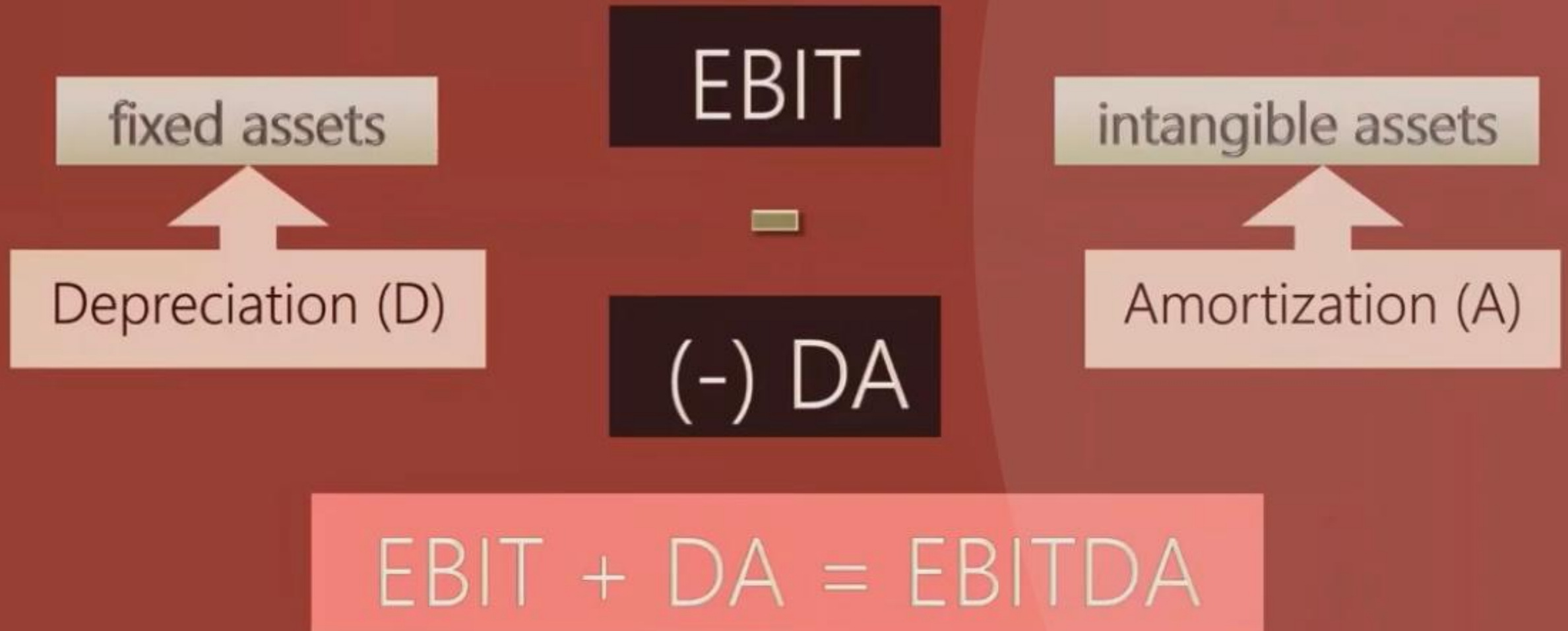
розходженням у порівнюваних компаній умов отримання банківських кредитів,

систем оподаткування,

способів амортизації



Показник EBITDA відображає суму грошового потоку, який виключає з розрахунків операційного прибутку (EBIT) таку "негрошову" статтю витрат як знос і амортизація (DA)





У використанні EBITDA зазвичай зацікавлені підприємства зі значними капітальними витратами, у яких амортизація може сягати до 30% від собівартості продукції.

Акцентування уваги інвесторів на EBITDA дозволяє бізнесу виглядати сильніше, ніж якби на нього дивилися через показник реального грошового потоку.

Сучасні інвестори і аналітики набагато більше уваги надають EBITDA, ніж чистому прибутку.

Показник EBITDA дозволяє
розрахувати

рівень рентабельності
основної операційної
діяльності

без урахування витрат на
амортизацію, відсотки за
кредитами та податки і

порівняти результат з
найближчим конкурентом

EBITDA margin



РИНКОВА ЕФЕКТИВНІСТЬ КОМПАНІЇ



Відповідно до принципів, визначених Міжнародною комісією із цінних паперів (International Organization of Securities Commissions, IOSCO),

кожне підприємство, незалежно від форми власності та підпорядкованості, цінні папери якого перебувають у біржовому обігу,

має розкривати максимально можливий обсяг аналітичної інформації, корисний для зацікавлених користувачів

Одним із найважливіших стратегічних показників,

який забезпечує корисною інформацією інвесторів про тенденції зростання їх добробуту та збереження їх фінансового капіталу,

традиційно визнається показник чистого прибутку на акцію (EPS).

EARNINGS
PER SHARE



EARNINGS PER SHARE =



Net Profit - After-tax amounts
of preference dividends

Weighted average number
of ordinary shares outstanding

У МСБО 33 «Прибуток на акцію» регламентовано визначення базисного та розбавленого EPS.

Зокрема, базовий чистий прибуток (збиток) на одну просту акцію визначається діленням різниці між сумою чистого прибутку (збитку) (ЧП) і сумою дивідендів на привілейовані акції (ДПА)

на середньорічну кількість простих акцій в обігу (QБАЗ)

Зниження прибутку на акцію збільшує показник цінності акції P/E (Price earnings ratio)

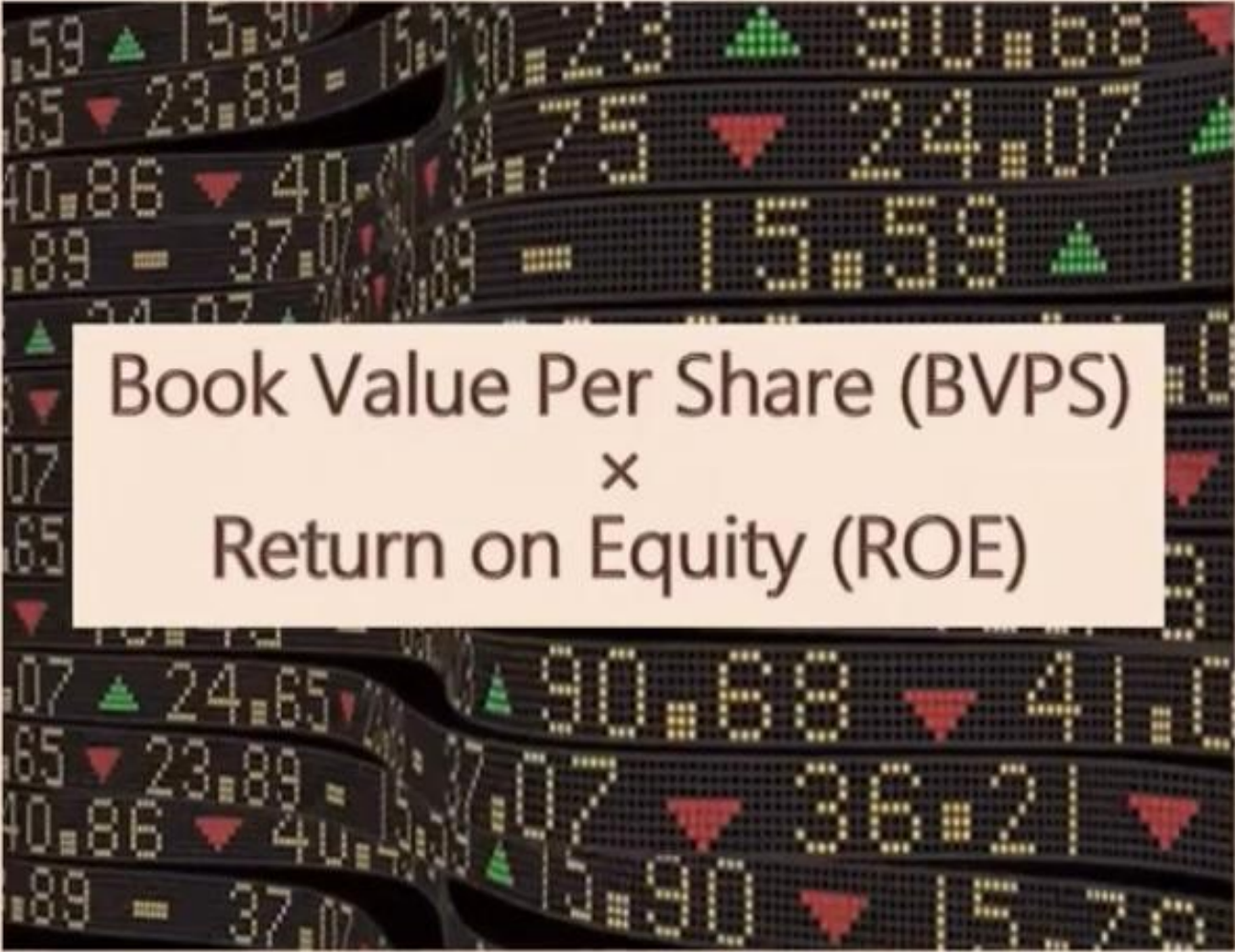
та свідчить про те, що ринок переоцінює потенційні можливості компанії, а інвестори їй все ще довіряють

PRICE EARNINGS RATIO (P / E) =

Market Value Per Share (MVS)

Earnings per Share (EPS)

EARNINGS PER SHARE =



Book Value Per Share (BVPS)
×
Return on Equity (ROE)

Факторний аналіз EPS

за допомогою
мультиплікативної
двофакторної моделі

дозволяє діагностувати
«больові» точки прибутку на
акцію.

Для оцінки впливу цих двох факторів на зміну прибутку на акцію (ΔEPS)

застосовується прийом абсолютних різниць.

Така оцінка дозволяє деталізувати зони ризику зниження прибутку на акцію компанії

$$\Delta EPS_{(BVPS)} = \Delta BVPS \times ROE_{(0)}$$

$$\Delta EPS_{(ROE)} = BVPS_{(1)} \times \Delta ROE$$

Δ – абсолютна зміна показника звітного періоду (1) від показника попереднього періоду (0)

BOOK VALUE PER SHARE (BVPS) =


$$\frac{\text{Owners' Equity}}{\text{Weighted average number of ordinary shares outstanding}}$$

Збільшення балансової вартості акції компанії

сприяє збільшенню показника прибутку на акцію

Якщо балансова вартість акції компанії вища, ніж ринкова вартість акції, то акція вважається недооціненою, і можна ухвалити рішення про фінансову інвестицію в таку компанію

Book Value Per
Share



Market Value Per
Share

*the stock is considered
undervalued*

Кінець теми 7

