

3.5. К ВОПРОСУ ОБ ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

Капранова Л.Д., к.э.н.,

доцент кафедры финансового менеджмента

*Академия бюджета и казначейства
Министерства финансов РФ*

В работе рассматривается доходный подход к оценке бизнеса в условиях нестабильности финансово-экономического развития. На примере компании «МТС» методом дисконтирования денежных потоков и методом экономической добавленной стоимости оценивается стоимость компании. Рассматриваются действия, предпринимаемые оценщиком, для получения корректного результата оценки. Используются данные финансовой отчетности МТС за период 2007-2009 гг.

В последние годы в российскую практику финансового менеджмента активно внедряют методы оценки стоимости компании, используемые при разработке плана развития, определении стоимости контрольных и неконтрольных пакетов акций, совершении сделок купли-продажи с ее активами, реструктуризации, для осуществления инвестиционного проекта развития бизнеса.

В условиях кризиса принятие обоснованных управленческих решений на основе определения стоимости бизнеса имеет свою специфику, связанную с существующей неопределенностью и присутствием значительных рисков. Стоимость компании во многом зависит от темпов роста бизнеса, благоприятных перспектив его развития, ожидаемых денежных потоков, конкурентоспособности, риска инвестиций, цены привлеченных ресурсов.

Оценка бизнеса в Российской Федерации строится на применении трех подходов – сравнительного, затратного и доходного. В рамках сравнительного подхода оценку стоимости бизнеса получают исходя из известной стоимости аналогичного бизнеса. Имея аналогичный показатель оцениваемой компании, можно рассчитать стоимость оцениваемого бизнеса, скорректировав полученное значение на необходимую норму доходности. При этом оценку делают, используя несколько относительных показателей (мультипликаторов), например, *EV / EBITDA*, *EV / Sales*, *P/E*¹.

Сравнительный подход наиболее эффективен, когда на рынке имеется множество сопоставимых оцениваемых объектов. Точность оценки зависит от качества анализируемой информации, ее достоверности, данных по недавним сделкам с сопоставимыми объектами. Затратный подход основывается на положении, что стоимость бизнеса будет равна стоимости замещения активов и обязательств компании. Этот подход, как правило, применяется к компаниям, ведущей деятельностью которых является эксплуатация основных средств, а также к вновь созданным организациям и промышленным предприятиям, вкладывающим значительные средства в капитальные активы. Для расчета стоимости таких предприятий применяется метод чистых активов, в соответствии с которым стоимость предприятия рассчитывается как разница между рыночной ценой его активов и обязательств. Цена компании не равна рыночной стоимости чистых активов, а,

как правило, выше. Стоимость чистых активов следует рассматривать как нижнюю предельную цену, по которой можно реализовать предприятие. При оценке компании с использованием данного подхода достоверность результата может оказаться достаточно низкой. Так, достаточно сложно рассчитать реальную стоимость замещения ряда активов, учесть их износ, определить вероятность их срочной продажи и скидку, которая колеблется в пределах от 30% до 50% от рыночной цены. Проблемы возникают в процессе анализа возможностей дебиторов погасить долговые обязательства и определения вероятности увеличения кредитором процентной ставки и залоговой массы.

В целом следует отметить, что получить удовлетворительные результаты с помощью затратного и сравнительного подходов в условиях кризиса достаточно сложно, поскольку эти подходы основываются на информации, полученной в предыдущие периоды. Как правило, она устаревает к моменту использования полученных в рамках этих подходов оценок. Только доходный подход позволяет учесть динамические изменения в информации, используемой для построения прогнозов, основывающихся на возможном росте доходов и существующих рисках.

Большинство финансовых директоров крупных, развивающихся компаний отдадут предпочтение доходному подходу и расчету стоимости бизнеса методом дисконтирования денежных потоков. Основная идея доходного подхода состоит в том, что стоимость бизнеса определяется текущей стоимостью всех его денежных потоков в течение определенного периода времени. Метод позволяет выявить составляющие бизнеса, производящие денежные потоки, которые и определяют его стоимость, а также определить источники создания стоимости. В условиях нестабильного экономического развития прогнозирование денежных потоков с учетом таких факторов, как сокращающийся спрос, падение маржи из-за снижения цен, необходимость досрочного погашения долга и рост процентных ставок, значительное увеличение потребности в оборотном капитале (на 30-50% по сравнению с предкризисным периодом) могут привести к значительным колебаниям динамики или снижению положительного денежного потока компании.

Поэтому, ставя цель увеличить денежные потоки, генерируемые имеющимися активами, за счет увеличения послепологовых доходов и уменьшения инвестиций в основной капитал, необходимо добиваться сбалансированности между получаемыми доходами, активами и ростом. В 2009 г. нестабильное экономическое развитие, сужение возможностей кредитования со стороны банков и отток средств из реального сектора экономики привели к значительному повышению стоимости капитала, используемого для финансирования компаний. В условиях кризиса финансово устойчивое предприятие может испытывать финансовые трудности, связанные с уменьшением свободного денежного потока и снижением возможностей обслуживать долг. Выход из создавшегося положения:

- одни компании находят в снижении оборотного капитала;
- другие – за счет распродажи избыточных активов;
- третьи – за счет привлечения финансового инвестора, надеясь решить краткосрочные проблемы с ликвидностью.

Однако стоимость предприятий, использующих заемное финансирование, может существенно понизиться. Изменения в финансовом балансе могут привести к изменению потока денежных средств. До кризиса

¹ *EV / EBITDA* – отношение стоимости бизнеса к операционной прибыли до уплаты процентов по кредиту, налога на прибыль и амортизации;

EV / Sales – отношение стоимости бизнеса к объему продаж;

P/E – отношение цены акций компании к ее чистой прибыли.

средняя цена приобретения компании могла значительно превышать рыночную стоимость чистых активов приобретаемого предприятия. В условиях нестабильности следует скорректировать параметры развития, уточнить целевые нормативы компании, отдавая приоритет составлению качественных бюджетов, осуществлять прогноз движения денежных средств. Так, необходимо определить устойчивый уровень **EBITDA** и долговой нагрузки, рассчитать достаточность оборотного капитала, разработать соответствующий состоянию компании график погашения задолженности.

В условиях кризиса из-за постоянной изменчивости величины денежных потоков расчетная стоимость бизнеса может не соответствовать реальной, поэтому необходимо произвести уточнение методики, что позволит реально оценивать денежные потоки и риски. Так, чтобы оценить реальность планируемых поступлений следует разработать несколько сценариев развития бизнеса с учетом вероятности развития каждого (наиболее вероятный, оптимистический и пессимистический варианты), уделив особое внимание последнему из перечисленных. На основе трех сценариев с учетом вероятности каждого из них следует рассчитать стоимость компании. Одним из вариантов адаптированного к условиям нестабильного экономического развития подхода может стать метод реальных опционов, с помощью которого рассматриваются основные сценарии развития бизнеса, определяется их вероятность наступления и рассчитываются денежные потоки для каждого из них. Затем подсчитать средневзвешенную стоимость компании по нескольким вероятным сценариям. Этот метод поможет максимально привязать оценку к изменению ситуации в условиях кризиса.

В процессе оценки компании в первую очередь необходимо проанализировать всю отчетность, выявить причины колебаний финансовых показателей, изучить соответствие основных коэффициентов рентабельности, ликвидности и долговой нагрузки к операционной прибыли, к капиталу, выручке, среднеотраслевым значениям. Далее спрогнозировать денежные потоки с учетом следующих факторов:

- спроса;
- изменения оттока денежных средств в связи с увеличением долговой нагрузки;
- роста потребности в оборотном капитале.

Затем проанализировать финансово-экономическое состояние контрагентов компании. Их следует разделить на несколько групп (от трех до пяти) в зависимости от финансового состояния, которое оценивается по следующим наиболее значимым показателям:

- коэффициент финансовой независимости или автономии (собственный капитал / совокупные активы – **E/A**); рентабельность собственного капитала **ROE**;
- коэффициент соотношения заемных и собственных средств **D/E**;
- коэффициент соотношения обязательств к совокупным активам **D/A**;
- длительность оборота кредиторской задолженности (**Средняя кредиторская задолженность * 365 / Себестоимость реализованной продукции**) [6].

Для финансово-устойчивых компаний контрагентов прогноз поступления денежных средств можно рассчитать согласно заключенным договорам. Что касается остальных компаний, то существует реальная угроза неплатежей. Поэтому в бюджет движения денежных средств и бюджет доходов и расходов нельзя вклю-

чить суммы ежемесячных поступлений от ненадежных контрагентов и тем более планировать какой-либо рост без соответствующей корректировки на риск. Контрагентов, которые имеют самый низкий рейтинг финансовой устойчивости, следует вообще исключить из анализа финансово-экономического состояния, поскольку нет гарантий, что они ответят по обязательствам в случае ухудшения экономической ситуации.

Для прогнозирования денежных потоков компании, помимо использования ретроспективной информации и данных финансового анализа компании, необходимо оценить состояние рынка, на котором она действует. Так, желательно иметь данные о появлении новых игроков на рынке и товаров-заменителей, о мерах государственного регулирования и контроля рынка.

В процессе анализа рынка необходимо выделить основные факторы, влияющие на общие тенденции развития рыночной конъюнктуры. В случае, если планируется спад рынка, в котором действует компания, то информацию о состоянии конъюнктуры рынка необходимо использовать при составлении предварительных прогнозов. Помимо прочего в качестве факторов, влияющих на денежные потоки компании и ее стоимость, можно рассмотреть:

- вероятность усиления налогового администрирования;
- замедление оборачиваемости дебиторской задолженности оцениваемой компании из-за вероятной задержки платежей контрагентами и увеличения сроков предоставления коммерческих кредитов для поддержания достигнутого уровня продаж;
- снижение оборачиваемости кредиторской задолженности.

Эти коррективы и использование элементов сценарного моделирования позволят адекватнее оценить прогнозные денежные потоки и риски.

Об успешности деятельности компании свидетельствуют следующие значения показателей:

- **D/EBITDA** (отношение долговой нагрузки к операционной прибыли) < 5;
- **D/E** (отношение долговой нагрузки к капиталу) < 2;
- **D/S** (отношение долговой нагрузки к выручке) < 0,5.

Несоответствие значений вышеперечисленных коэффициентов их установленным предельным значениям, отражает трудности, испытываемые бизнесом, и сказывается на динамике его развития, что в свою очередь вынуждает компании проводить более агрессивную политику и ориентироваться на негативные рыночные изменения [1].

Оценка стоимости компании методом дисконтирования денежного потока **DCF** позволяет использовать различные модели дисконтирования, существующие в теории оценки:

- модель Гордона;
- модели постоянного роста свободного денежного потока на акционерный капитал и свободного денежного потока фирмы;
- двухфазные модели дисконтирования дивидендов;
- модель Эдвардса-Бэлла-Ольсона;
- модель экономической добавленной стоимости Б. Стюарта **EVA**;
- модель рыночной добавленной стоимости **MVA**;
- модель добавленной стоимости для акционеров А. Раппопорта;
- модель реальных опционов и другие [3].

Однако большинство перечисленных теоретических моделей невозможно применить для оценки отечественного бизнеса:

- во-первых, в РФ рыночные отношения недостаточно развиты;
- во-вторых, отсутствует объективная статистическая информация о финансовом состоянии предприятий;
- в-третьих, в большинстве случаев имеется лишь официальная бухгалтерская отчетность, которой недостаточно для объективной оценки стоимости компании.

В результате оценщик не может применить тот или иной метод расчета, либо может, но при этом сделает множество экспертных допущений, что зачастую приводит к существенному искажению реальной стоимости. В условиях российской действительности, чтобы оценить компанию методом дисконтированного денежного потока **DCF**, необходимо эту модель модифицировать.

Так, для прогнозирования желательно использовать короткие временные периоды – полугодовые, квартальные, месячные, которые позволят лучше отразить изменения макроэкономической ситуации в стране, а общий период прогнозирования не должен превышать пяти лет из-за трудностей расчета денежных потоков в последующие периоды. При расчетах лучше ориентироваться не на чистый денежный поток, а на чистую прибыль, поскольку этот показатель отражает возможности выплаты дивидендов и рекапитализации. Ставка дисконтирования должна меняться в зависимости от фазы цикла:

- при ухудшении общеэкономической ситуации ставка возрастает;
- при появлении признаков оживления экономики она снижается.

Стоимость компании при использовании **DCF** определяется следующим соотношением [7]:

$$V = E + D = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{FCF_i}{(1+r)^i}, \quad (1)$$

где

V (value) – оценка текущей стоимости компании;

E (equity) – оценка текущей рыночной стоимости акционерного капитала компании;

D (debt) – краткосрочный и долгосрочный долг;

i – номер года;

FCF (free cash flow) – свободный денежный поток фирмы (посленалоговая прибыль от основной деятельности минус инвестиции в основной и оборотный капитал) в **i**-й год;

r – ставка дисконтирования.

Алгоритм последовательности действий при оценке стоимости компании представлен на рис. 1.

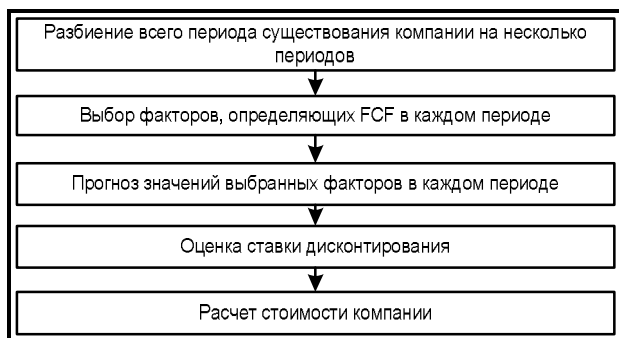


Рис. 1. Алгоритм расчета стоимости компании методом дисконтирования денежных потоков

Наиболее распространенный подход к реализации первых трех этапов при проведении оценки стоимости

компании следующий: стоимость компании разбивается на два периода, прогнозный и постпрогнозный.

В прогнозном периоде осуществляется пострейтинговый прогноз баланса и отчета о прибылях и убытках на основе имеющихся планов и предположений для каждой статьи. Факторы, определяющие **FCF** на каждый год прогнозного периода, выбираются на основе модели баланса и отчета о прибылях и убытках. Длительность прогнозного периода обычно покрывает период, в течение которого в статье баланса и отчета о прибылях и убытках представлены данные таким образом, что нельзя сделать предположение о постоянном темпе роста **FCF**. Постпрогнозный период выбирается так, чтобы можно было сделать предположение о постоянном темпе роста **FCF** в течение всего периода, либо стоимость, создаваемая в течение этого периода, была мала по сравнению с общей стоимостью компании. В каждый год постпрогнозного периода **FCF** определяют три фактора:

- **NOPAT** (net operating profits less adjusted taxes) – чистая операционная прибыль за вычетом скорректированных налогов;
- **g** – скорость роста прибыли компании за год;
- **ROIC** (return on invested capital) – рентабельность инвестированного капитала.

Причем в течение постпрогнозного периода делается допущение о постоянстве факторов **ROIC** и **g**. Длительность прогнозного периода соответствует **N** лет. Ставка дисконтирования принимается постоянной в течение всего периода функционирования компании. Расчет стоимости компании проводится на основе данных, полученных в предыдущих четырех пунктах в соответствии с формулой (2):

$$V = \sum_{i=1}^N \frac{FCF_i}{(1+r)^i} + \sum_{i=N+1}^{\infty} \frac{FCF_i}{(1+r)^i} = V_1 + V_2, \quad (2)$$

где

V₁ – стоимость, создаваемая за прогнозный период;

V₂ – стоимость, создаваемая за постпрогнозный период.

Для расчета стоимости, создаваемой в постпрогножном периоде (продленной стоимости) используется формула бесконечно растущего денежного потока (3):

$$V_2 = \frac{NOPAT_{N+1} \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{(r-g)(1+r)^N}. \quad (3)$$

Данная формула выведена в предположении, что продолжительность постпрогнозного периода соответствует одному году. **ROIC** определяется по следующей формуле [7, с. 156-166]:

$$ROIC = \frac{NOPAT}{FA + CA - AP}, \quad (4)$$

где

FA + CA – оборотные и внеоборотные активы соответственно;

AP – кредиторская задолженность и прочие краткосрочные обязательства.

Основную сложность при расчете стоимости компании в условиях финансовой нестабильности представляет определение ставки дисконтирования. Предлагается множество способов оценить ставку дисконтирования, основные из них:

- модель оценки капитальных активов **CAPM** У. Шарпа;
- модель Фейма-Френча, модель арбитражного ценообразования **APM**;

- модель кумулятивного построения ставки капитализации, модель **WACC**.

Наиболее распространенными подходами являются следующие [5, с. 17-18].

1. Метод оценки **WACC** (weighted average cost of capital) – средневзвешенная стоимость капитала, которая сводится к расчету средневзвешенной величины предельных посленалоговых затрат по каждому источнику капитала:

$$r = WACC = \sum_{i=1}^n \frac{A_i}{V} k_i, \quad (5)$$

где

n – количество источников средств (обычно это банковские ссуды и займы, облигационные займы, привилегированные акции, обыкновенные акции, нераспределенная прибыль);

A_i – рыночная стоимость i -го источника средств;

V – рыночная стоимость объекта оценки;

k_i – затраты на привлечение.

2. По модели **CAPM** ставка дисконтирования определяется по формуле:

$$r_e = R_f + (R_m - R_f)\beta, \quad (6)$$

где

R_f – безрисковая ставка;

R_m – ожидаемая средняя доходность рынка;

β – мера систематического риска акций.

Применение данной модели для оценки ставки дисконтирования затруднено по ряду причин.

- Во-первых, это связано с неоднозначностью оценки величины среднерыночной доходности R_m . Рассчитанная на основе роста рыночного индекса, например **PTS**, она будет сильно зависеть от выбранного периода и валюты расчета.
- Во-вторых, отсутствием информации для расчета значения коэффициента β . Для крупных российских компаний значения β публикуются на сайте и в материалах агентства **AK&M**. Для компаний малого и среднего бизнеса β зачастую невозможно рассчитать по причине отсутствия открытых торгов акциями оцениваемой компании на бирже. В таком случае можно использовать известные значения коэффициента β компаний-аналогов.

При использовании другого, достаточно широко применяемого метода кумулятивного построения к величине безрисковой ставки дохода добавляются премии за различные виды риска, связанные с конкретным инвестированием:

$$r = R_f + \sum_{i=1}^j G_i, \quad (7)$$

где

R_f – доходность безрисковых активов;

G_i – премии за риски.

К числу учитываемых рисков относятся следующие:

- страновой риск;
- риск, связанный с размером компании, с ее конкурентными преимуществами и положением на рынке;
- риск, связанный с товарной / географической диверсификацией;
- риск, связанный с наличием клиентуры;
- риск, связанный с финансовой структурой;
- риск, связанный с возможностью прогнозировать дальнейшие сценарии развития и т.д.

Обычно конкретная величина премии за каждый из видов риска (за исключением странового) определяется экспертным путем в вероятном интервале от 0% до 5%.

Метод сравнительного анализа или «рыночной экстракции» базируется на анализе большого количества

реальных сделок, причем все объекты приводятся к сопоставимому виду. Далее рассчитывается средняя норма прибыли по среднему объекту, которая и будет являться ставкой дисконта. В случае отсутствия необходимой информации, что часто наблюдается на российском рынке, анализ базируется не на реальных данных, а на опросах инвесторов, и ставки дисконтирования, рассчитанные таким способом, отражают лишь мнения и предпочтения инвесторов.

Выбор конкретного метода определения ставки дисконтирования зависит от типа компании и имеющихся в распоряжении оценщика данных.

Большинство подходов к оценке ставки дисконтирования использует безрисковую ставку доходности, что выбирать в качестве нее для оценки российских компаний – предмет постоянных дискуссий. При расчете безрисковой ставки, как правило, учитываются:

- ставки по депозитам Сбербанка России и других ведущих российских банков;
- государственные облигации развитых стран;
- ставка рефинансирования Центрального банка РФ;
- государственные облигации РФ;
- заключительным этапом оценки стоимости компании является анализ чувствительности.

Коэффициент чувствительности стоимости по выбранному фактору x вычисляется по формуле [9, с. 642]:

$$S(x) = \frac{x}{E} \frac{\partial E}{\partial x}. \quad (8)$$

Его экономический смысл состоит в том, чтобы узнать, на сколько процентов изменится стоимость акционерного капитала, при изменении заданного параметра x на 1%.

Анализ чувствительности используется при решении следующих задач:

- определение факторов, на прогноз которых нужно в первую очередь обратить внимание при оценке стоимости компании;
- выявление наиболее перспективных направлений увеличения стоимости при решении задачи управления стоимостью;
- оценка влияния управленческих воздействий на стоимость компании.

Оценку стоимости компании методом дисконтирования денежных потоков рассмотреть на примере крупнейшего отечественного оператора сотовой связи МТС. Выбор этой компаний не был случайным, поскольку сектор сотовой связи устойчиво развивается, и для этой компании можно найти соответствующие компании-аналоги, действующие на зарубежных рынках. Основным источником для анализа послужили данные отчетности этой компании за период 2007-2009 гг., имеющиеся в открытом доступе в Интернете.

Кризисные явления в экономике, начавшиеся в конце 2008 г., привели к снижению выручки МТС в 2009 г., в основном за счет снижения доходов от голосовой связи. Это было связано с переходом абонентов на более дешевые тарифные планы. В 2010-2015 гг. ожидается, что среднегодовой темп роста выручки от услуг голосовой связи в РФ не превысит 5%, поскольку уровень проникновения мобильной связи в целом по стране достаточно высокий [8].

В 2010-2015 гг. основной рост выручки будет происходить за счет роста сегмента дополнительных услуг **VAS**, доходы от которого за период 2006-2008 гг. в среднем составляли около 40% в год. В 2009 г. замедление темпов роста до 20% явилось следствием снижения спроса на контент-услуги.

В 2009 г. наибольший доход (48%) принесла услуга передачи сообщений (SMS). Динамично развивающимся сегментом стал «Мобильный Интернет», благодаря запуску сетей 3G.

В 2010-2015 гг. среднегодовой темп роста общего количества абонентов в МТС составит 3%. Это связано с тем, что проникновение мобильной связи достаточно высокое. Ожидается умеренный рост *MOU*². Показатель «среднее количество минут разговора» еще имеет небольшой потенциал роста, что будет обусловлено распространением пакетных тарифов и стимулированием дешевых внутрисетевых звонков. В первом полугодии 2009 г. наблюдался значительный рост *ARPU* (средний доход на абонента), который превышал ожидаемый, и был выше, чем в предыдущем периоде, несмотря на текущий финансово-экономический кризис.

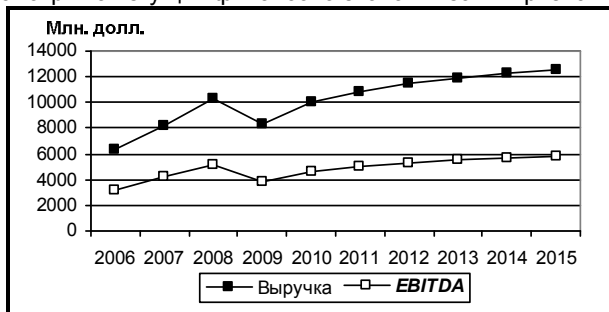


Рис. 2. Динамика роста выручки и EBITDA компании МТС за период 2006-2015 гг.

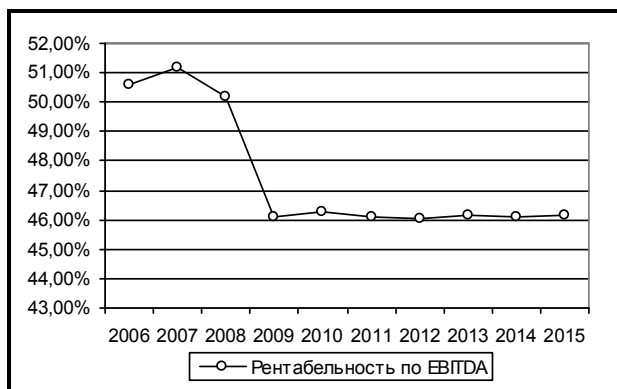


Рис. 3. Динамика рентабельности по EBITDA компании МТС за 2006-2015 гг.

Как свидетельствуют данные [8], представленные на рис. 2 и 3, во второй половине 2009 г. ситуация в МТС начала стабилизироваться, как и в отечественном телекоммуникационном секторе в целом. В долгосрочной перспективе рост потребления в РФ продолжит стимулировать использование услуг мобильной связи. В 2009 г. МТС приобрела оператора фиксированной связи «Комстар-ОТС». Это приобретение выгодно для МТС, поскольку компания получила выход на растущие рынки широкополосного доступа (ШПД) в Интернет и платного телевидения. Развитие сегмента ШПД (как проводного, так и мобильного) уже оказало положительное влияние на увеличение денежных потоков, и он может стать существенным источником роста для МТС в перспективе. Это поможет МТС реализовать инвестиционные про-

² *MOU* – среднее количество минут разговора в месяц на одного абонента.

граммы, направленные на укрепление позиций в регионах и в ближайшие пять лет увеличить абонентскую базу проводной и сотовой связи в среднем в 4,5 раза [2, 8]. Это скажется на величине прогнозных чистых денежных потоков МТС.

Оценку стоимости компании МТС выполним с использованием метода дисконтированных денежных потоков (ДДП). При этом в качестве безрисковой ставки при расчете *WACC* используются 10-летние гособлигации США, которые торгуются со среднемесячной доходностью в 4% [10].

Для учета страновых рисков РФ рассчитывается среднемесячная разница доходностей 10-летних гособлигаций США и еврооблигаций Россия-30 за последние 12 месяцев до даты проведения расчета (февраль 2009 – февраль 2010 гг.) [10]. Данный показатель равен 3%. Также используется стандартная премия за риск по акциям, составляющая 5,0%, и к ней прибавляется премия за специфический риск компании в 0,5%, чтобы учесть риск того, что прогнозы показателей *MOU* могут оказаться чрезмерно высокими. Стоимость капитала компании составляет 12,5%. Средняя стоимость долга – 11,0%. Однако после уплаты налогов она снизилась до 8,25% (средняя эффективная ставка налога на прибыль составляет 25%). Отсюда средневзвешенная стоимость капитала компании *WACC* составит 10,4% (с учетом весовых долей собственного и заемного капитала компании). Таким образом в основе расчета *WACC* лежит текущая доходность гособлигаций США и российских еврооблигаций, а также структура капитала компании.

Конечный темп роста денежных потоков в постпрогнозный период составляет 3,5% (исходя из средних темпов роста по отрасли), эффективная ставка налогообложения 25% [2].

Далее по данным отчетности с учетом прогнозируемой выручки (рост *ARPU* и *VAS*) производим расчет чистых денежных потоков компании (табл. 1).

Таблица 1

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ КОМПАНИИ МТС МЕТОДОМ ДДП, ПО ДАННЫМ НА 1-Й КВАРТАЛ 2010 г. [9]

Млн. долл.

Показатель	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	Постпрогнозный период
EBIT	3 070	3 377	3 681	3 957	4 167	4 321	4 472
Минус налоги на EBIT (1 - t) (по эффективной налоговой ставке)	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
НОРАТ	2 302	2 532	2 761	2 968	3 125	3 241	3 354
Плюс амортизация	2 290	2 380	2 450	2 472	2 483	2 497	2 490
Капвложения	-2 700	-2 740	-2 742	-2 650	-2 550	-2 570	-2 570
Увеличение / Уменьшение капитала	-40	-30	-50	-70	-85	-90	-90
Чистый денежный поток (НОРАТ + Амортизация - Кап. вложения - Изменение капитала)	1 852	2 142	2 419	2 720	2 973	3 078	3 184

Полученные данные, представленные в табл. 1, сводим в единую табл. 2.

Таблица 2

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ КОМПАНИИ МТС ПО ДАННЫМ НА 1-Й КВАРТАЛ 2010 г.

Показатели оценки стоимости компании МТС	В долл.
Дисконтированный денежный поток, млн. долл.	11 662
Постпрогнозная стоимость компании, млн. долл.	46 145
Приведенная стоимость в постпрогнозный период, млн. долл.	28 137
Стоимость компании, млн. долл.	39 799
Чистый долг / Денежные средства, млн. долл.	5 447
Чистая стоимость компании, млн. долл.	33 522
Выпущенные американские депозитарные расписки (АДР), млн.	399
За АДР, долл.	84

Согласно расчетам по модели ДДП, справедливая стоимость МТС составляет 84 долл. за АДР.

Для того чтобы оценка носила завершенный и полный характер, производится анализ чувствительности стоимости акций компании. Как видно из табл. 2, при **WACC** 10,4% и темпе роста в постпрогнозный период 3,5% справедливая стоимость депозитарной расписки составила 84,0 долл. При использовании более высокой ставки дисконтирования справедливая стоимость уменьшается (табл. 3).

Таблица 3

Анализ чувствительности стоимости акций компании МТС, долл. за АДР

Постпрогнозный рост	Ставка дисконтирования WACC							
	9,9	10,4	10,9	11,4	11,9	12,4	12,9	%
4,0	98,7	90,2	83,0	76,7	71,2	66,4	62,1	
3,5	91,9	84,0	78,1	72,6	67,6	63,3	59,4	
3,0	86,1	79,6	73,9	68,9	64,4	60,5	56,9	
2,5	88,1	75,3	70,2	65,6	61,6	57,9	54,6	
2,0	76,7	71,5	66,8	62,7	59,0	55,6	52,6	
1,5	72,8	68,1	63,9	60,1	56,7	53,6	50,7	
1,0	69,3	65,1	61,2	57,7	54,6	51,7	49,0	

Для оценки компании методом ДДП проведем сравнительный анализ компаний – аналогов по мультипликаторам **P/E** и **EV/OIBDA**. Компания МТС задействована как в сегменте фиксированной, так и сотовой связи. В связи с этим для проведения сравнительного анализа используются данные по аналогичным ведущим европейским операторам связи.

Таблица 4

ПОКАЗАТЕЛИ P/E И EV/OIBDA ЕВРОПЕЙСКИХ КОМПАНИЙ – АНАЛОГОВ И МТС³

Компании-аналоги	P/E		EV/OIBDA	
	2010 г.	2011 г.	2010 г.	2011 г.
Vodafone group LC	8,88	8,90	7,49	7,43
Deutsch telekom AG-REG	15,47	13,47	4,14	4,21
Teliasonera AB	10,59	10,19	7,15	7,00
Telenor ASA	11,71	10,15	5,19	4,82
Средняя	11,66	10,68	5,99	5,86
МТС	9,68	8,68	4,80	4,47

Сравнительный анализ показывает недооцененность МТС по мультипликаторам **P/E** и **EV/OIBDA**. Так у выбранной группы компаний – аналогов средние значения мультипликаторов выше, чем у МТС.

³ Посчитано по данным отчетности компаний: www.Vodafone.com; www.telekom.de; www.teliasonera.com; www.telenor.com [8].

Использование модели дисконтирования денежных потоков для оценки стоимости компания может быть дополнено другим методом доходного подхода – методом экономической добавленной прибыли **EVA** [4, с. 88-89]. Показатель экономической добавленной стоимости представляет собой разность между чистой операционной прибылью после налогообложения и затратами на привлечение капитала. Этот метод позволяет измерить избыточную (добавленную) стоимость компании, создаваемую инвестициями и показывает норму возврата капитала. Он позволяет выделить часть денежного потока, полученного за счет инвестиций, и таким образом определить, насколько эффективны были инвестиции. Эта модель представляет собой частный случай модели денежного потока, однако расчет производится по-иному, поскольку основное внимание уделено другим характеристикам.

На величину **EVA** существенно влияет первоначальная оценка инвестированного капитала, которая корректируется с учетом ряда поправок. Авторы этой концепции обосновывают до 150 поправок, которые не всегда можно учесть при оценке компании. Если величина первоначально инвестированного капитала завышена, то увеличивается и стоимость компании, если занижена, то стоимость компании снижается. Стоимость компании определяется по следующей формуле [4, с. 88-89]:

$$FV = CI + EVA, \quad (9)$$

где

FV – стоимость компании;

CI – ранее инвестированный капитал;

EVA – текущая добавленная стоимость от капитальных вложений.

$$EVA = NOPAT - WACC * CE, \quad (10)$$

где

CE – (capital employed) инвестированный капитал.

Таблица 5

МОДЕЛЬ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ МТС МЕТОДОМ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДОБАВЛЕННОЙ СТОИМОСТИ, ПО ДАННЫМ НА ПЕРВЫЙ КВАРТАЛ 2010 г.

Млн. долл.

Показатель	2010г.	2011г.	2012г.	2013г.	2014г.	2015г.	Постпрогнозный период
NOPAT	2 302	2 532	2 761	2 968	3 125	3 241	3 354
CE	2 700	2 740	2 742	2 650	2 550	2 570	2 570
WACC * CE	281	285	285	275	266	268	268
EVA = NOPAT - WACC * CE	2 021	2 247	2 476	2 693	2 859	2 973	3 086
Текущая EVA от CE	1 830	1 840	1 834	1 807	1 732	1 587	47 725
Текущая EVA прогнозного периода	10 631						
EVA постпрогнозного периода	26 367						
Скорректированная величина первоначально инвестированного капитала	7 961						
Стоимость компании = 7 961 + 26 367 + 10 631 = 44 959							

Скорректированная величина инвестированного капитала включает балансовую стоимость обыкновенных и привилегированных акций, отсроченные налоги, накоп-

ленную амортизацию гудвилла, краткосрочную задолженность, по которой начисляются проценты, долгосрочный заемный капитал, капитализированный лизинг (табл. 5).

Использованная методика дала завышенные показатели по сравнению с оценкой компании методом дисконтированных денежных потоков. Хотя в целом по ее данным можно судить о положительной динамике ее стоимости. Это свидетельствует о том, что управленческие решения, принимаемые в компании, достаточно качественные, и компания работает более эффективно, чем рынок. Это означает, что компания МТС и привлекательна для инвесторов, поскольку растет ее рыночная стоимость. Напротив, снижение *EVA* свидетельствует о том, что на рынке появляются более привлекательные для инвестирования проекты, поэтому и стоимость компании снижается. *EVA* помогает увязать корпоративную стратегию развития и инвестиционную деятельность компании МТС с ее стоимостью.

Таким образом, описанная методика оценки компании на примере МТС позволяет приблизительно оценить стоимость компании и выделить наиболее перспективные направления дальнейшей ее деятельности. При этом точность оценки не является необходимым условием. Использованная методика оценки выделяет факторы, от которых зависит стоимость и ее чувствительность к ним. Следующими шагами может быть построение модели взаимосвязей между факторами, определение пространства, в котором изменяются параметры воздействующих факторов, введение в модель управленческих воздействий и оценка их влияния на стоимость компании, а затем уже решение оптимизационной задачи. Такой подход позволит оценить возможности и перспективы управления компанией с целью повышения ее стоимости.

Литература

1. Аканов А. Особенности оценки бизнеса в условиях кризиса [Текст] / А. Аканов // Генеральный директор. – 2009. – №2.
2. Аналитический обзор [Электронный ресурс] // Инвестиционно-финансовая компания Метрополь. – Режим доступа: <http://www.metropol.ru>.
3. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов [Текст] / Р. Брейли, С. Майерс. – М.: Олимп-букс, 2004.
4. Бригхэм Ю.Ф. Финансовый менеджмент [Текст] / Ю.Ф. Бригхэм, М.С. Эрхард. – СПб.: Питер, 2007.
5. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов [Текст] / А. Дамодаран. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
6. Дмитриева Е. Как оценить стоимость компании с поправкой на кризис [Текст] / Е. Дмитриева // Финансовый директор. – 2009. – №9.
7. Коупленд Т. и др. Стоимость компаний: оценка и управление [Текст] / Т. Коупленд, Т. Колер, Д. Мулин. – М.: Олимп-бизнес, 2008.
8. Мобильные операторы [Электронный ресурс] // Аналитический обзор Банка Москвы. URL: www.bm/ru/analyst-reports/thesharemarket.
9. Энциклопедия финансового риск-менеджмента [Текст]. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.
10. Reuters [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.reuters.com>.
11. Ehrbar A. EVA: The real key to creating wealth. N.Y., 2008.

Ключевые слова

Оценка бизнеса; доходный подход; дисконтированные денежные потоки; экономическая добавленная стоимость.

Капанова Людмила Дмитриевна

РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность темы обусловлена тем, что в настоящее время в российскую практику финансового менеджмента активно внедряются методы оценки стоимости компании, которые позволяют выявить составляющие бизнеса, производящие денежные потоки, определяют его стоимость и источники ее создания. Рассмотренные в статье методы оценки стоимости компании широко применяются для повышения эффективности текущего управления компанией, при разработке плана ее развития, совершении сделок купли-продажи с ее активами, определении стоимости пакетов акций, реструктуризации компаний.

Научная новизна и практическая значимость состоит в том, что в статье показаны преимущества доходного подхода по сравнению с затратным и сравнительным подходами при оценке бизнеса. Достаточно подробно показан алгоритм применения доходного подхода (метод дисконтирования денежных потоков) к оценке бизнеса и то, какие корректировки необходимо произвести для получения корректных расчетов. Все оценки сделаны на примере крупнейшего отечественного оператора сотовой связи компании МТС. Используются данные финансовой отчетности этой компании за период 2007-2009 гг.

Заключение: рецензируемая статья соответствует требованиям, предъявляемым к научным публикациям, и может быть рекомендована к опубликованию.

Погодина Т.В., д.э.н., профессор, Академия бюджета и казначейства Министерства финансов РФ

3.5. RAISED BUSINESS VALUATION QUESTION

L.D. Kapranova, Candidate of Economic, Associate Professor of Finance Management Department

Budget and Treasury Academy

The profitable approach in business valuation in conditions of instability of financial and economic development is considered in the article. On an example of MTS the method of discounting of monetary streams and a method of the economic added value estimate the cost company. To receive a correct result of cost estimation examined the movements of the appraiser. Financial reporting data of MTS is used for the years 2007-2009.

Literature

1. E. Dmitriev. How to evaluate company cost adjusted for crisis // the Financial director. – 2009, №9.
2. Akanov A. Estimation of business in the conditions of crisis // the General director. – 2009, №2.
3. P. Breilly, S. Myers. Principles of the corporate finance, M: Joint-Stock Company «Olympus books», 2004. P. 102-108.
4. T. Koupland, T. Koler, D. Murin. Value of the companies: an estimation and management – M: «Olympus business books», 2008. P.156-166.
5. A. Damodaran. Investment estimation: tools and methods of an estimation of any actives. – M: Alpina Business books, 2004. P 17-18.
6. The encyclopedia of financial risk-management, M: Alpina Business books, 2007 P. 642.
7. Mobile operators //the State-of-the-art review of Bank of Moscow (www.bm/ru/analyst-reports/thesharemarket).
8. The state-of-the-art review//Investitionno-financial company Metropol (www.metropol.ru).
9. www.reuters.com
10. J.F. Brigham, M.S. Erhard. Financial management, Spb.: Peter, 2007 p. 88-89.
11. A. Ehrbar. EVA: The real key to creating wealth, N.Y.: 2008

Keywords

Business valuation; the profitable approach; discounted cash flow; economic value added.