

УДК 336

***ВЫБОР МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ ПРИ ОЦЕНКЕ ФИНАНСОВЫХ
АКТИВОВ (ПАКЕТА АКЦИЙ)***

Егорова А.О.

студент,

*Финансовый университет при правительстве Российской Федерации,
Москва, Россия*

Аннотация: При оценке финансовых активов, а именно, пакета акций нередко используется сравнительный подход к оценке бизнеса, который позволяет оценить активы более объективным образом, благодаря использованию информации о сопоставимых объектах на рынке. Особенностью сравнительного подхода к оценке бизнеса является использование рыночных мультипликаторов. В теории и на практике можно встретить огромное количество разновидностей мультипликаторов, и этот список пополняется из года в год. В данной статье рассмотрены основные виды финансовых (балансовых и доходных) и натуральных мультипликаторов, указана область их применения, а также основные преимущества и недостатки при их использовании.

Ключевые слова: сравнительный подход, метод сделок, метод капитала, финансовые активы, рыночные мультипликаторы, финансовые мультипликаторы.

***SELECTION OF MULTIPLIERS WHEN EVALUATING FINANCIAL
ASSETS (A BLOCK OF SHARES)***

Egorova A.O.

student,

*Financial University under the Government of the Russian Federation,
Moscow, Russia*

Abstract: When evaluating financial assets, namely, a block of shares, a comparative approach to business valuation is often used, which makes it possible to evaluate assets in a more objective way, thanks to the use of information about comparable objects on the market. A feature of the comparative approach to business valuation is the use of market multipliers. In theory and in practice, you can find a huge number of varieties of multipliers, and this list is updated from year to year. This article describes the main types of financial (balance and income) and natural multipliers, indicates the scope of their application, as well as the main advantages and disadvantages when using them.

Keywords: comparative approach, transaction method, capital method, financial assets, market multipliers, financial multipliers.

Оценка стоимости финансовых активов базируется на применении трех основных подходов: доходного, затратного и сравнительного. Каждый из этих подходов имеет свои характерные особенности, отражает стоимость финансовых активов с разных сторон и предполагает определенные допущения при использовании. Если говорить о сравнительном подходе, то основой использования данного метода является применение рыночных мультипликаторов, от правильного выбора и расчета которых зависит объективность полученной оценки. Целью данной работы является рассмотрение и обоснование выбора различных мультипликаторов при оценке пакета акций российских публичных компаний.

Мультипликаторы при оценке бизнеса применяют к таким основным методам сравнительного подхода как метод компании-аналога и метод сделок. Мультипликаторы представляют собой определенное соотношение между ценой компании и определенным финансовым показателем. Как правило, при реализации метода рынка капитала в числителе используют цены

миноритарных пакетов ценных бумаг на фондовом рынке, а при методе сделок – цена сделки на M&A рынке, как правило, мажоритарного пакета.

В отечественной практике существует различные виды мультипликаторов. Условно их можно разделить на две классификации:

- финансовые и натуральные мультипликаторы. В первом случае, в знаменателе финансового мультипликатора находится какой-то денежный показатель, в то время как в знаменателе натурального мультипликатора стоит показатель в натуральных единицах (объем продаж);
- балансовые и доходные (интервальные) мультипликаторы. Разница между данным видами мультипликаторов состоит в том, что в базу балансовых мультипликаторов принимаются показатели из отчета о финансовом положении (стоимость внеоборотных активов, например), а в базу доходных мультипликаторов включаются показатели из отчета о финансовых результатах (показатели прибыли, выручки и т.д.)

Важно заметить, что касательно структуры капитала, числитель в мультипликаторе может быть определен несколькими способами:

- стоимостью собственного капитала, которая представляет собой рыночную капитализацию компании на дату оценки;
- стоимостью всего инвестированного капитала, включающую рыночную капитализацию компании на дату оценки, а также стоимость ее чистого долга. Напомним, что чистый долг представляет собой разницу между величиной долгосрочных обязательств компании и суммы ее денежных средств, взятых из отчета о финансовом положении.

Уменьшение суммы долгосрочных обязательств на сумму ликвидных денежных средств делается, во-первых, исходя из того, что компания теоретически могла бы выплатить часть долга, расставшись с наличными и

вложениями в ценные бумаги, а во-вторых, для того, чтобы посмотреть, как рынок оценивает сам бизнес компании, а не ее запасы денежной наличности.

Стоит заметить, что мультипликаторы, в числителе которых находится стоимость всего инвестированного капитала, применяются для компаний, у которых различное соотношение собственных и заемных средств, в остальных случаях можно обойтись мультипликатором, в числителе которого находится сумма собственного капитала компании.

Если говорить о применении доходных мультипликаторов, то основным доходным мультипликатором для целей оценки пакета акций публичной компании является мультипликатор цена/выручка (P/S). Его целесообразно применять для компаний однородной отрасли. Данный мультипликатор следует выбирать в случае убыточной деятельности, поскольку выручка всегда величина положительная. Используя данные выручки, а не прибыли, данный мультипликатор меньше подвержен влиянию таких факторов, как специфика бухгалтерского учета, система налогообложения и т.д. Кроме этого, преимуществом использования показателя выручки является то, что ее волатильность гораздо ниже волатильности прибыли. Как правило, найти информацию по данным выручки намного проще в сравнении с другими финансовыми показателями, например, прибылью. Так, при необходимости оценки дочерней компании в годовом отчете головной компании по всем филиалам будут представлены скорее показатели выручки, а не прибыли. То же самое касается и непубличных сделок по слияниям и поглощениям, стороны которых чаще всего раскрывают выручку поглощенной компании, чем ее прибыль. Однако не стоит забывать, что стоимость того или иного актива может определяться той прибылью, которую она приносит инвестору. В связи с этим, объем продаж представляет собой один из многих факторов, влияющих на прибыль. Исходя из этого компании с одинаковым уровнем

выручки могут иметь абсолютно разную рентабельно продаж, а, следовательно, и прибыль.

Применение следующего вида мультипликатора $EV/EBITDA$ характерно для капиталоемких отраслей, где зачастую большие отчисления амортизации (металлургические, машиностроительные, и т.д.). Важно отметить, что $EBITDA$ является важнейшим показателем при оценке возможности обслуживания компанией привлеченных ею долгов, поэтому оценке сделок по покупке акций компаний с долговым финансированием эксперты зачастую используют мультипликатор $EV/EBITDA$. Недостаток мультипликатора заключается в сложности его расчета из-за разных бухгалтерских стандартов и подходов. Таким образом, данный мультипликатор позволяет сравнивать компании с разным финансовым рычагом, с разной амортизационной политикой, а также убыточные и капиталоемкие компании.

Самым популярным у оценщиков ввиду простоты расчета является мультипликатор цена/прибыль (P/E). Главным преимуществом данного мультипликатора помимо простоты расчета является исследование зависимости цены компании от самого главного индикатора успешной деятельности – величины чистой прибыли компании. Однако стоит заметить, что в некоторых случаях применение мультипликатора P/E является проблематичным. В первую очередь, данный мультипликатор неприменим для компаний с отрицательной прибылью. Величина мультипликатора цена/прибыль сильно зависит от наличия долгосрочных обязательств в структуре капитала компании, так как процентные расходы по кредитам включаются в общие расходы компании, и тем самым, влияют на размер итоговой чистой прибыли. P/E существенно возрастает, если компании-аналоги получили маленькую прибыль (поскольку данный показатель находится в знаменателе), в результате чего результаты могут быть

необъективными. Таким образом, данный мультипликатор следует применять при оценке компаний со стабильной и схожей структурой капитала.

При оценке финансовых активов зрелой компании со стабильными дивидендными выплатами и при наличии сопоставимых компаний-аналогов возможно использование мультипликатора цена/дивиденды (P/Div). В его основу могут ложиться как фактически дивидендные выплаты, так и потенциальные дивиденды. Под потенциальными дивидендами понимаются типичные дивиденды, рассчитанные как определенный процент от чистой прибыли. Основная критика показателя P/Div сводится к тому, что доходы инвестора в акции формируются не только за счет дивидендных выплат, но и благодаря росту их курсовой стоимости. Стабильность оцениваемой компании является определяющим фактором при применении данного мультипликатора, поскольку на длительном временном интервале именно зрелая компания выплачивает в виде дивидендов в достаточной степени фиксированную долю чистой прибыли. Что касается нестабильных компаний, то здесь важно отметить, что чем выше текущие дивиденды, тем меньше средств остается для финансирования инвестиционных проектов, и тем медленнее будет расти прибыль и дивиденды в будущем и наоборот; т.е. высокие дивиденды текущего года не обязательно должны означать более высокую оценку акций.

Важную роль в оценке пакета акций публичных компаний также занимают мультипликаторы денежного потока. Это связано с тем, что денежные потоки отражают наиболее объективную картину результатов финансовой деятельности компании, поскольку показатели отчета о финансовом положении и отчета о финансовых результатах учитывают неденежные статьи доходов и расходов и показатель чистой прибыли не гарантирует наличие такой же суммы денежных средств в компании по итогам года. В то время как инвесторов интересуют, в первую очередь, реальные

денежные потоки, генерируемые компанией. К примерам данного вида мультипликаторов относится мультипликатор цена/денежный поток от операционной деятельности, цена/денежный поток на весь инвестированный капитал и цена/денежный поток на собственный капитал.

В настоящее время все большую практическую ценность в фундаментальном анализе представляют мультипликаторы, основанные на дифференциальных (разностных) показателях, таких как EVA (добавленная экономическая стоимость), SVA (акционерная добавленная стоимость) и MVA (добавленная рыночная стоимость). Данные показатели также сопоставляются с рыночной ценной акций анализируемой компании. Рассмотрение полученных мультипликаторов в динамике позволит сформировать наиболее информативную базу для принятия решений. Этот класс мультипликаторов в силу своей структуры улавливает моменты разворотов трендов, что даст возможность инвестору купить акции в наиболее выгодный момент времени.

Если говорить о применении балансовых мультипликаторов для целей оценки пакета акций публичных компаний, то здесь важно отметить, что балансовые показатели применяются для компаний, у которых материальные активы являются основными (стоимость бизнеса/балансовая стоимость активов, цена/балансовая стоимость чистых активов). К отраслям, оцениваемым в первую очередь по активам, традиционно относятся финансовые институты (банки, страховые и инвестиционные компании), у которых активы состоят в основном из ликвидных ценных бумаг. Кроме того, балансовые мультипликаторы используются для оценки тех компаний, которые планируют ликвидировать (цена/балансовая стоимость чистых активов), т.е. их стоимость по денежным потокам ниже, чем стоимость активов, или вовсе является отрицательной

К достоинствам мультипликаторов на основе балансовой стоимости активов можно отнести их большую стабильность и меньшую зависимость от

текущих изменений экономической конъюнктуры по сравнению с чистой прибылью. Основным недостатком мультипликаторов рассматриваемой группы являются искажения, возникающие из-за того, что балансовая стоимость активов является бухгалтерской величиной, зависящей от применяемых норм бухгалтерского учета (учет основных средств, учет НМА, расходов на НИОКР).

Следующей группой мультипликаторов являются натуральные, которые отличаются в зависимости от рассматриваемой отрасли. Применение данного вида мультипликаторов характерно, в первую очередь, для монопродуктовых компаний, например, компаний, добывающих нефть, газ и т.д., металлургических компаний, компаний, вырабатывающих электроэнергию и т.д. Использование мультипликаторов при оценке монопродуктовых компаний связано с тем, что приведение разнородной продукции к единым показателям может вызвать значительные искажения в дальнейшей оценке, поскольку каждый вид продукции имеет свои отличительные особенности: цену, качество, структуру.

Так, например, добывающие компании, в большей степени, зарубежные, могут оцениваться по запасам нефти, поскольку от их размеров зависит планируемая добыча и размер активов, соответственно. Таким образом при оценке нефтедобывающих компаний применяют мультипликатор «Стоимость компании / запасы нефти».

Другими сферами, в которых могут применяться натуральные мультипликаторы, являются недвижимость (цена за 1 кв.м), транспортный бизнес (цена за 1 тонно-км перемещенных грузов), сети автозаправок (продажи бензина в литрах в месяц), компании телекоммуникационных отраслей. Например, выручка телекоммуникационной компании представляет собой произведение количества абонентов и суммы дохода с одной единицы.

Данный показатель используется для мобильных операторов, интернет-провайдеров, кабельных компаний.

Подводя итог вышесказанному, можно еще раз отметить, что в теории оценки финансовых активов (а именно пакета акций публичных компаний), существует огромное множество мультипликаторов, каждый из которых целесообразно применять в зависимости от специфики оцениваемой компании. От правильности выбора мультипликатора зависит объективность и надежность полученных результатов оценки. Чаще всего оценка проводится на основе нескольких альтернативных ценовых мультипликаторов, значения которых могут значительно отличаться. Это явление естественное в силу различной корреляции между исследуемыми показателями и ценой акций компаний-аналогов. В таком случае, каждому из них придается удельный вес, с учетом которого рассчитывается рыночная цена компании по вышеописанному принципу.

Библиографический список:

1. Федеральный закон № 135-ФЗ от 29.07.1998г. «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» // Собрание Законодательства Российской Федерации. – 1998. № 31. – ст. 3813.
2. Приказ Минэкономразвития России от 20.05.2015г. № 297 «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО № 1)» // Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. – 2005. №28.
3. Приказ Минэкономразвития России от 1.06.2015 г. № 326 «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Оценка бизнеса (ФСО № 8)» //

Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти.
– 2005. №30.

4. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов — 5-е изд – М.: Альпина Бизнес Букс, 2014.
5. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса. Учебное пособие для студентов и преподавателей. 3-е изд., перераб. и доп./ В.С. Валдайцев. /- М.: 2008. — 576с.
6. Чиркова Е.В. Как оценить бизнес по аналогии: Методическое пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005
7. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А.Федотовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2008.
8. Оценка стоимости бизнеса. Учебник для бакалавров. / Под ред. М.А. Эскиндарова, М.А. Федотовой. – М.: Кнорус, 2016. — 320 с.
9. Щербаков В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / В.А.Щербаков, Н.А.Щербакова. – 2-е изд., испр. – Москва: Омега – Л, 2012
10. Есипов В.С., Маховикова Г.А., Терехова В.В. Оценка бизнеса. 2-е изд.– СПб: Питер, 2008.

Оригинальность 75%