

МУЛЬТИПЛІКАТОРИ ДЛЯ ОЦІНКИ КОРПОРАТИВНИХ ПРАВ

Оцінка корпоративних прав по своїй суті є оцінкою власного капіталу товариства (акціонерного чи закритого типу, з обмеженою, додатковою чи повною відповідальністю). Для визначення вартості власного капіталу застосовують майновий, дохідний та порівняльний підходи. За майновим підходом визначається абсолютна вартість корпоративних прав, за дохідним – внутрішня вартість, а за порівняльним – відносна вартість корпоративних прав.

Абсолютна вартість корпоративних прав – це величина корпоративних прав за умови, що товариство припиняє свою діяльність і все майно, що залишається після виплати всієї заборгованості, розподіляється між учасниками чи акціонерами пропорційно їх часткам в статутному капіталі.

Внутрішня вартість корпоративних прав – це величина корпоративних прав, яка відображає очікування акціонерів чи учасників товариства на отримання доходів від діяльності товариства, що може виражатись як в зростанні вартості корпоративних прав (або так і у спаданні, коли діяльність товариства погіршується) або ж в отриманні дивідендів.

Відносна вартість корпоративних прав – це величина корпоративних прав, яка визначається відносно величин корпоративних прав подібних компаній, тобто шляхом порівняння з корпоративними правами компаній аналогів. Зрозуміло, що необхідно чітко визначити критерії подібності товариств для того, щоб відносні вартості, які визначені як корпоративні права кожного товариства-аналога можна було співставити між собою.

Для того, щоб визначити відносну вартість (вартість відносно товариств-аналогів) необхідна наступна інформація про товариства-аналоги (для товариства, корпоративні права якого оцінюються вважається, що є вся необхідна для оцінки інформація):

1. Ціна реалізації 100%-ої частки корпоративних прав чи якоїсь долі цих прав товариств-аналогів на дату, що наближена до дати оцінки.
2. Фінансова звітність товариств-аналогів на дату, яка близька до дати оцінки.
3. Дати останніх переоцінок товариств-аналогів за справедливою вартістю.

З наведеного очевидно, що для закритих товариств порівняльний підхід не застосований в принципі через закритість вказаної в п. 1-3 інформації, не кажучи вже, що саме поняття подібних компаній-аналогів для закритих товариств в більшості випадків позбавлено змісту.

Для відкритих (акціонерних) товариств порівняльний підхід застосовний з певними обмеженнями. Це пов'язано з тим, що по-перше фінансова звітність

об'єктів порівняння, як правило, відома на кінець року, або ж, що трапляється дуже рідко на кінець кварталу, а дата оцінки може дуже відрізнятися від цих дат. А по-друге, якщо акції об'єктів порівняння не котируються на біржі, а відома лише інформація про ціну відчуження пакета акцій компанії – аналога, то не так просто трансформувати це в ціну однієї простої акції, оскільки невідомо - пакет купувався зі знижкою чи з надбавкою і якою була величина цих надбавок.

Якщо у компаній-аналогів акції котируються на біржі, то порівняльний підхід для визначення вартості однієї простої акції оцінюваної компанії застосовується через так звані фінансові мультиплікатори. Стосовно натуральних мультиплікаторів для оцінки бізнесу вже була [інформація](#), а більш сучасна буде дана пізніше.

Оцінка власного капіталу, тобто 100% акціонерного капіталу, за допомогою мультиплікаторів означає, що власний капітал визначається через мультиплікатор, як:

$$BK = M \times B,$$

де ***M*** – мультиплікатор (множник) для деякого показника ***B*** компанії. Таким показником ***B***, наприклад, може бути прибуток, EBITDA, чи чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг). Величина мультиплікатора визначається шляхом обчислення відношення:

$$BK_n/B_n = M_n$$

для компаній-аналогів, де ***BK_n*** власний капітал *n*-ої компанії-аналога ***B_n*** відповідний показник, ***n = 1, 2 ... N***, а ***N*** – кількість підібраних компаній-аналогів. Значення ***M_n*** для кожної *n*-ої компанії-аналога, дозволяють вибирати з цієї сукупності (за якимось правилом) значення ***M***, яке буде використано для розрахунку вартості власного капіталу компанії-об'єкта оцінки.

Метод мультиплікаторів (порівняльних коефіцієнтів), дозволяє абстрагуватись від розміру компанії і кількості акцій, на які поділений її акціонерний капітал. Перехід до ціни однієї здійснюється шляхом ділення ***BK_n*** і ***B_n*** на кількість акцій *n*-ої компанії-аналога. В результаті отримуємо такі відомі мультиплікатори як:

$$P/E \text{ (Price/Earnings),}$$

$$P/S \text{ (Price/Sales),}$$

Де ***P***- ціна однієї акції, а ***Earnings*** і ***Sales*** відповідно прибуток і продажі (виручка) в розрахунку на одну акцію.

Для порівняння подібних компаній в одній галузі, які дотримуються єдиного методу обліку для оцінки активів, використовується мультиплікатор

$$P/PVBS \text{ (Price/ Book Value Per Share),}$$

де **Book Value Per Share**— це показник балансової вартості на одну акцію, який визначає чисту вартість активів компанії, що припадає на кожну звичайну акцію. Він розраховується за наступною формулою:

$$BVPS = (\text{Загальний власний капітал} - \text{Привілейовані акції}) / \text{Загальна кількість акцій в обігу}.$$

Інвестори використовують цей показник для оцінки того, чи є акція недооціненою чи переоціненою. Він може дати уявлення про те, як ринок оцінює акції певної компанії та чи можна порівняти цю вартість з **BVPS**.

Крім наведених мультиплікаторів використовують і інші мультиплікатори:

$$EV/Sales,$$

$$EV/EBITDA \text{ (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization),}$$

$$EV/EBIT \text{ (Earnings Before Interest and Taxes)}$$

Показник **EV (Enterprise Value)** – вартість підприємства, тобто теоретична ціна поглинання (купівлі) підприємства, а не корпоративних прав. Цей показник широко використовується при проведенні злиттів чи поглинань компаній.

Загальна формула розрахунку **EV** така:

$$EV = \text{Ринкова капіталізація} + \text{Загальний борг} + \text{Привілейовані акції} - \text{Гроші і Еквіваленти грошей}$$

EV відображає чисту вартість фактичної купівлі всього бізнесу, оскільки вона враховує борг, який покупець має погасити та грошові кошти, які він отримує і може ними частково чи повністю погасити борг. Аналітики та інвестори використовують **EV** для розрахунку коефіцієнтів ефективності, які дають змогу порівнювати компанії незалежно від їхньої структури капіталу.

Так **EV/EBITDA** дає загальну оцінку компанії безвідносно від бухгалтерських способів нарахування амортизації та податків.

Показник **EV/Sales** показує скільки коштує купівля продажів компанії. Цей показник часто використовується для оцінки стартапів або збиткових компаній чи для компаній з незначним прибутком.

Широке розповсюдження набули і наступні мультиплікатори:

$$EV/BVA \text{ (EV/Book value of Assets),}$$

$$EV/BVE \text{ (EV/Book value of Equity),}$$

$$EV/PP\&E \text{ (EV/Property, Plant and Equipment),}$$

$$EV/NAV \text{ (EV/Net Asset Value),}$$

$$P/C = q \text{ (коефіцієнт Тобіна)}$$

Коефіцієнт Тобіна (q) — це фінансовий показник, який дорівнює відношенню ринкової вартості компанії до відновної вартості її активів.

Якщо $q > 1$, інвестиції у розширення активів вигідні, оскільки ринок оцінює компанію вище, ніж коштує її створення з нуля.

Якщо $q < 1$, інвестувати у нові активи недоцільно; компанію дешевше купити на ринку, ніж будувати подібну.

Якщо $q = 1$, система перебуває в рівновазі.

Оцінка через мультиплікатори не є основним методом оцінки акцій. Традиційно вважається, що метод дисконтування грошових потоків найбільш точно дозволяє визначити внутрішню вартість акцій. Однак, метод дисконтування грошових потоків не завжди застосовний. Оцінка за допомогою мультиплікаторів застосовується у випадках:

- Коли необхідна швидка, спрощена оцінка;
- При неможливості застосувати метод дисконтованих грошових потоків;
- Коли неможливо зробити прогноз на ближчі роки;
- Коли потрібно співставити результати оцінки з ринковою інформацією стосовно компаній-аналогів;
- Узгодження результатів оцінки акцій, які отримані в рамках майнового і/чи доходного підходів;
- Визначення постпрогносної (термінальної) вартості корпоративних прав (бізнесу) – вартості реверсії.

Англомовні фінансові аналітики використовують у цих випадках вираз *quick dirty valuation* – швидка і груба оцінка. Це пов'язано з тим, що при проведенні оцінки через мультиплікатори виникають два види похибок.

По-перше, похибка виникає через труднощі знаходження компаній-аналогів, для яких відома максимальна кількість необхідної інформації. Працюючи з мультиплікаторами, в дійсності отримуємо порівняльну, або ж відносну оцінку, тобто оцінку в порівнянні з тією групою компаній-аналогів, яка підібрана для оцінки.

По-друге, навіть якщо компанії-аналоги і підібрані адекватно, то залишається похибка в оцінці їх ринком, тобто в оцінці ціни акцій компаній-аналогів. Ринок може і «помилятись», оцінюючи акції компаній-аналогів в більшу чи меншу сторону.

Таким чином, метод оцінки по мультиплікаторах таїть в собі певні загрози, які виникають через те, що при використанні ринкової інформації вкрай важко грамотно врахувати «настрої» ринку.

Ринок в цілому може бути «перегрітий» або ж навпаки схильний до панічних настроїв інвесторів. Ринок може переоцінювати або недооцінювати компанії

певної галузі, що викривляє значення мультиплікаторів, які розраховані на даних ринку акцій. Саме через це оцінка на основі мультиплікаторів і називається відносною або порівняльною, тобто ми оцінюємо вартість акції лише по відношенню до тієї групи компаній-аналогів, яку вибрано для розрахунку мультиплікаторів.

На даний час доступні платні джерела фінансової інформації, де приведені аналоги для певних оцінюваних компаній і навіть розраховані основні мультиплікатори. В якості джерел інформації використовуються бази даних як Medasfat, Value Line, Blomberg, Thompson Reuters, Compustrat та інші.

Степан МАКСИМОВ