

Тарасова О. В.

аспірант, старший викладач кафедри

фінансового менеджменту та фондового ринку

Одеського національного економічного університету ОНЕУ,

м. Одеса, Україна

ОЦІНКА ФУНДАМЕНТАЛЬНОЇ ВАРТОСТІ ПУБЛІЧНОЇ КОМПАНІЇ-ЦІЛІ В ПРОЦЕСІ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ

Оцінка вартості являє собою певний процес моделювання майбутніх грошових потоків та прийняття рішень про способи і методи оцінки цих потоків. Особливий попит на оцінку і аналіз впливу операцій на ринку M & A на вартість бізнесу народжують публічні компанії. Об'єктом оцінки в процесі злиття та поглинання компаній є розрахунок вартості компанії-цілі. Не знаючи вартості досить складно робити обґрунтовані рішення щодо продажу або купівлі прав власника. Методологія оцінки вартості конкретного об'єкта залежить від виду вартості, що необхідно визначити в рамках того чи іншого завдання.

На нашу думку найповніше дозволяє оцінити економічну доцільності злиття та поглинання фундаментальна вартість акціонерного капіталу. Аналіз економічної літератури дає можливість сформулювати визначення фундаментальної вартості, як розрахункової величини акціонерного капіталу, заснованої на аналізі всіх фундаментальних фактів, які відображають суть бізнесу без урахування «надлишків» таких як гудвіл, базується на знаннях та обліку його фінансового та економічного стану, а також перспектив одержання прибутку та чистого доходу.

При оцінці фундаментальної вартості публічної компанії-цілі будемо використовувати метод дисконтованих грошових потоків (метод DCF). При цьому під величиною грошового потоку варто розглядати доходи компанії після сплати податків, але до виплати платежів, пов'язаних з позиковим

фінансуванням, а також засобів, необхідних для здійснення реінвестування в основні засоби і покриття поточних потреб в оборотному капіталі. У загальному вигляді вартість основної діяльності компанії буде дорівнювати розміру поточної вартості відповідного грошового потоку, дисконтованого за ставкою, що відображає ризик вказаного потоку [1].

Таким чином, загальна модель оцінки власного (акціонерного) капіталу компанії приймає наступний вигляд:

$$FV = PV(CF_0) - \text{Net Debt} - PV(CF_{DIV}) + NA, \quad (1)$$

де FV - фундаментальна внутрішня вартості акціонерного капіталу,

$PV(CF_0)$ - поточна вартість грошового потоку, створюваного компанією в процесі своєї основної операційної діяльності,

Net Debt - поточна вартість чистого боргу,

$PV(CF_{DIV})$ - поточна вартість потоку дивідендів за привілейованими акціями,

NA - поточна вартість неопераційних активів компанії, тобто тих активів, які безпосередньо не беруть участь у створенні основної продукції (наприклад, вкладення в непрофільні види бізнесу, придбання цінних паперів і т.п.).

Основним елементом в рівнянні (1), що вимагає додаткових дій для розрахунку, є поточна вартість грошового потоку, що створюється компанією в процесі своєї основної операційної діяльності або вартості очікуваного в майбутньому вільного грошового потоку (FCF , free cash flow). До вільного грошового потоку не відносяться ніякі грошові потоки, пов'язані з фінансуванням, - зокрема процентні та орендні платежі і дивіденди. У моделі вартісної оцінки використовується саме вільний грошовий потік, оскільки він представляє грошові кошти, які створюються в основній діяльності компанії і доступні всім постачальникам капіталу - як позикового, так і акціонерного. У цьому зв'язку такий вид грошового потоку називають вільним грошовим потоком фірми ($FCFF$, free cash flow to firm), підкреслюючи, що він розподіляється між усіма агентами, які фінансують діяльність компанії. На відміну від даного потоку, грошовий потік, який припадає тільки на частку

власників звичайних акцій компанії, називають вільним грошовим потоком на акціонерний капітал (FCFE, free cash flow to equity).

Розглядаючи грошовий потік як суму коштів, які доступні всім категоріям постачальників капіталу, ставка дисконтування повинна відображати альтернативні витрати усіх джерел капіталу, зважених за відносним внеском кожного в сукупний капітал компанії. Отже, в якості ставки дисконтування можна використовувати середньозважену вартість капіталу (WACC).

Таким чином, вартість основної діяльності компанії, яка дорівнює поточній вартості вільного грошового потоку, дисконтованого за ставкою, що відповідає середньозваженій вартості капіталу, визначається таким співвідношенням:

$$V(CF_0) = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t},$$

(2)

де $PV(CF_0)$ - поточна вартість основної діяльності компанії;

$FCFF_t$ - величина вільного грошового потоку фірми на кінець року t

($FCFF_0$ - значення грошового потоку на момент оцінки);

WACC - середньозважена вартість капіталу компанії;

Очевидно, що формула (2) володіє істотним недоліком з точки зору практичної оцінки. Проблема пов'язана з нескінченним горизонтом прогнозування грошового потоку компанії, а, отже, і всіх результатів її економічної діяльності. Традиційне рішення зазначеної проблеми полягає в поділі нескінченного часового інтервалу на два відрізки: певний прогнозний період і весь наступний час. Тоді вартість основної діяльності дорівнюватиме сумі приведенного вільного грошового потоку протягом прогнозного періоду і приведеної вартості потоку по завершенні прогнозного періоду:

(3)

де N - довжина прогнозного періоду;

CV - вартість основної діяльності по завершенні прогнозного періоду, яку називають продовженою вартістю.

Для оцінки продовженої вартості використовуються прості формули, отримані з моделей дисконтування грошових потоків при спрощуючих передумовах. Зазначені передумови, як правило, стосуються постійних в нескінченній перспективі темпів зростання грошового потоку в цілому або окремих його елементів. Наприклад, якщо припустити, що величина вільного грошового потоку буде рости з постійним темпом g , починаючи з останнього моменту часу, що входить в прогнозний період, величина CV , яка безпосередньо впливає з відомої моделі Гордона, буде дорівнювати:

(4)

Визначення величини грошового потоку на акціонерний капітал (FCFE) можна привести, до наступного вигляду:

$$FCFE = (NP + A) - (CapEx + \Delta WC) - (\Delta Debt + Div_{pref}), \quad (5)$$

де NP - чистий прибуток звітного періоду;

A - амортизація основних засобів, нарахована в поточному періоді;

$CapEx$ - капітальні витрати на відновлення основних засобів;

ΔWC - зміна оборотного капіталу (різниця між оборотними активами і поточним безвідсотковим боргом);

$\Delta Debt$ - зміна величини процентного боргу;

Div_{pref} - виплачені в поточному періоді дивіденди за привілейованими акціями.

Рівняння (5) дозволяє представити грошовий потік на акціонерний капітал в розгорнутому вигляді, що відбиває всі елементи, що формують дохід акціонерів компанії. Це, в свою чергу, дозволяє виявляти джерела зростання вартості акціонерного капіталу.

Таким чином, оцінка фундаментальної вартості акціонерного капіталу може бути отримана як поточна вартість грошового потоку на акціонерний капітал. При цьому дисконтування здійснюється за ставкою, що відображає альтернативні витрати залучення акціонерного капіталу, яку називають вартістю акціонерного капіталу. Остаточна, формула для оцінки фундаментальної вартості акціонерного капіталу на основі зазначеного грошового потоку буде виглядати наступним чином:

,
$$(6)$$

де CE - оцінка фундаментальної вартості акціонерного капіталу;

$FCFE_t$ - грошовий потік на акціонерний капітал на кінець року t ;

k_e - витрати на залучення коштів акціонерів;

CV_e - вартість акціонерного капіталу на момент завершення прогнозного періоду (подовжена вартість акціонерного капіталу).

При цьому визначення величини продовженої вартості акціонерного капіталу здійснюється в рамках підходів, аналогічних методам визначення продовженої вартості основної діяльності компанії.

Запропонована модель аналізу грошових потоків публічної компанії-цілі дозволить:

- виділити потік грошових коштів від операційної діяльності, що лежить в основі оцінок вартості компанії із загального потоку грошових коштів від господарської діяльності;

- використовувати для розрахунків доступну інвесторам вихідну інформацію про компанії-цілі.

Слід зазначити, що розглянута вище модель не позбавлена певних теоретичних припущень. До них можна віднести наступні:

- модель є детермінованою і припускає, що грошовий потік і можлива величина продовженої вартості міняються регулярним чином;

- величина вільного грошового потоку буде рости з постійним темпом g , починаючи з останнього моменту часу, що входить в прогностний період.

Література :

1. Тарасова О. В. Аналіз методів оцінки вартості компанії при злитті та поглинанні / О. В. Тарасова // Науковий вісник ОНЕУ. Всеукраїнська асоціація молодих науковців. Науки: економіка, політологія, історія – 2012. – № 1(44). – С. 367 - 374