

УДК 657.372.5

**Г.М. Качеяни**

## **ИСПОЛЬЗОВАНИЕ МЕТОДОВ ДОХОДНОГО ПОДХОДА ПРИ ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ГОРНОДОБЫВАЮЩИХ ПРЕДПРИЯТИЙ**

*Рассмотрены методы доходного подхода, используемые для оценки бизнеса. Выявлены преимущества модели добавленной экономической прибыли при оценке стоимости горнодобывающих предприятий.*

*Ключевые слова: стоимость горнодобывающих предприятий, методы оценки бизнеса, добавленная экономическая прибыль.*

**Семинар № 10**

**П**ри определении стоимости российских предприятий методы доходного подхода используются более чем в 50 % случаев оценки. Методы оценки, используемые в рамках доходного подхода, отличаются способностью отражать специфические особенности оцениваемых предприятий. Сущность доходного подхода, заключается в расчете текущей стоимости будущих доходов предприятия за весь период его функционирования с учетом возможности перепродажи по истечении этого срока. Инвесторов интересуют именно те доходы, на которые они могут рассчитывать в будущем.

В рамках доходного подхода при оценке стоимости бизнеса чаще всего используются: метод дисконтирования денежных потоков (DCF), метод капитализации дохода (CCF) и метод добавленной экономической стоимости (EVA).

Перечисленные методы имеют свои достоинства и недостатки.

Метод дисконтирования денежных потоков может быть использован для оценки любого предприятия. В соответствии с основной моделью метода DCF, стоимость предприятия равна текущей стоимости

ожидаемого от него будущего потока экономических выгод. Метод DCF целесообразно использовать в случае, если ожидается, что величины будущих денежных потоков будут существенно различаться.

Модель DCF условно можно разделить на две части: сумму текущих стоимостей денежных потоков, полученных на предприятии за прогнозный период и величины стоимости предприятия в постпрогнозный период (остаточной стоимости предприятия).

Расчет величины остаточной стоимости бизнеса осуществляется различными методами, в соответствии с перспективами развития предприятия, что делает применение модели DCF достаточно гибким. Так, в случае ожидаемого банкротства используется метод ликвидационной стоимости; при оценке стабильного бизнеса со значительными материальными активами может быть использован метод чистых активов; при получении в постпрогнозный период стабильных доходов и условии равенства капиталовложений и величины износа, расчет остаточной стоимости бизнеса осуществляется по модели Гордона.

Модель Гордона считается теоретически обоснованной и применяется повсеместно. В ее основу положено предположение, что денежные потоки стабилизируются и могут быть капитализированы в расчете на бесконечную перспективу. Ожидается, что рост денежных потоков в постпрогнозный период будет определяться средней величиной долгосрочного предполагаемого темпа их прироста.

Существенным недостатком модели DCF является трудоемкость прогнозирования денежных потоков, а также вероятность существенных погрешностей при оценке, связанная с вычислением денежных потоков и ставки дисконтирования.

Метод дисконтирования денежных потоков может быть использован для оценки горнодобывающих предприятий. В связи с вероятностью изменчивости горно-геологических и горнотехнических условий, непосредственно влияющих на объемы добычи полезного ископаемого, уровень затрат и качество сырья, а, следовательно, и на величину денежного потока и ставки дисконтирования, использование метода DCF в условиях кризиса, может привести к значительному искажению действительной стоимости горнодобывающего предприятия.

Метод капитализации доходов в отличие от метода DCF, не требует прогноза денежных потоков и основывается на ретроспективных данных. В качестве капитализируемой величины предлагается использовать либо чистую прибыль после уплаты налогов, либо прибыль до уплаты налогов, либо величину денежного потока. Доходную базу предлагается выбирать с учетом специфики бизнеса. Для горнодобывающих предприятий, относящихся к разряду ка-

питалоемких, в качестве доходной базы, из-за значительной роли амортизационных отчислений, целесообразно было бы использовать денежный поток.

Метод ССФ представляет собой сокращенную версию метода DCF, в котором как темп роста денежных потоков, так и ставка дисконтирования предполагаются постоянными на весь срок функционирования бизнеса.

Высокий уровень изменчивости условий функционирования горнодобывающих предприятий, и, как следствие, изменчивость величины денежного потока, практически сводит на «нет» возможность использования метода капитализации для оценки горных предприятий.

Согласно концепции добавленной экономической стоимости (прибыли) (EVA) стоимость компании равна величине инвестированного капитала плюс надбавка или скидка, равная приведенной стоимости прогнозируемой экономической прибыли.

Стоимость компании =  $IC + PV(EVA)$ , где  $IC$  – инвестированный капитал;  $PV(EVA)$  – приведенная стоимость прогнозируемой экономической прибыли (EVA).

Экономическая прибыль является мерой стоимости, создаваемой в единичный момент времени. Это доход, зарабатываемый бизнесом за единичный период, после вычета всех расходов, включая стоимость инвестированного капитала.

Существуют два основных варианта расчета показателя EVA:

- 1)  $EVA = NOPAT - WACC * IC$ ;
- 2)  $EVA = IC * (ROIC - WACC)$ ,

где  $NOPAT$  – чистая операционная прибыль после выплаты налогов;  $WACC$  – средневзвешенная стоимость капитала;  $ROIC$  – рентабельность инвестированного капитала.

В модель заложена следующая логика: компания стоит больше или меньше, чем ее инвестированный капитал, лишь в той мере, в какой она зарабатывает больше или меньше своих средневзвешенных затрат на капитал. Следовательно, надбавка или скидка к инвестированному капиталу должна быть равна приведенной стоимости будущей экономической прибыли компании.

Для определения остаточной стоимости (стоимости в постпрогнозный период) компании при оценке стоимости по модели EVA, поток денежных средств за последний прогнозный год оценивается как аннуитет с применением модели прямой капитализации (CCF). Такой расчет приводит к увеличению стоимости компании.

Преимущество модели экономической прибыли перед моделью дисконтированного денежного потока состоит в том, что экономическая прибыль дает представление о результатах деятельности компании в любом отдельно взятом году. Свободный денежный поток таким свойством не обладает. Величина свободного денежного потока в любом году определяется весьма произвольными инвестициями в основные и оборотные средства и их величиной можно манипулировать – отложить на время инвестиции для улучшения показателя свободного денежного потока в данном году.

Вторым преимуществом можно считать факт, что большее процентное соотношение стоимости возни-

кает в более ранние периоды, для которых легче сделать прогноз. На долю остаточной стоимости при расчете методом EVA приходится 20–40 % стоимости компании (при горизонте прогнозирования в 10 лет), в то время как при использовании метода DCF доля остаточной стоимости составляет 50–80 %.

Основным недостатком метода EVA является влияние первоначальной оценки инвестированного капитала на добавленную экономическую прибыль: если она занижена, то созданная добавленная экономическая прибыль высокая, если завышена, – то низкая.

Использование модели EVA при оценке стоимости позволяет учитывать в качестве капитала денежные затраты, представляющие собой инвестиции, это обстоятельство особенно важно при оценке горных предприятий, отличающихся высокой капиталоемкостью.

Анализируя возможности использования методов доходного подхода для оценки стоимости горнодобывающих предприятий в период экономического кризиса, преимущества модели добавленной экономической прибыли очевидны. Они связаны, прежде всего, с возможностью оценки результатов деятельности предприятия за каждый прогнозируемый временной период, что позволит, с учетом тенденций экономического развития данного предприятия, корректировать показатели, определяющие рост его стоимости.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Дамодоран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
2. Есипов В.Е., Маховикова Г.А., Мирзаян С.К. Оценка бизнеса: полное практическое руководство. – М.: Эксмо, 2008. – 352 с.
3. Козырь Ю.В. Особенности оценки бизнеса и реализации концепции VBM-M.: Издательский дом «Квинто-Консалтинг», 2006. – 285 с.
4. Козырь Ю.В. Стоимость компании: оценка и управленческие решения. – М.: Издательство «Альфа-Пресс», 2004. – 200 с.
5. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление / Пер с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2002. – 576 с.
6. Рош Дж. Стоимость компании: от желаемого к действительному. – Минск.: Гревцов Паблицер, 2008. – 352 с.
7. Уолш Кяран. Ключевые показатели менеджмента: полное руководство по работе с критическими числами, управляющими вашим бизнесом / Пер. с англ. О.В. Чумаченко. – 4-е изд. – К. Companion Group, 2008. – 400 с.
8. Фишмен Джей, Пратт Шеннон, Грффит Клиффорд, Уилсон Кейт. Руководство по оценке стоимости бизнеса. Пер. с англ. – М.: ЗАО «КВИНТО-КОНСАЛТИНГ», 2000. – 388 с.
9. Хитчнер Джеймс Р. Три подхода к оценке стоимости бизнеса / Под научной ред. В.М. Рутгайзера – М.: Маросейка, 2008. – 304 с.
10. Шербакова О. Методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на концепции экономической добавленной стоимости. / Журнал «Финансовый менеджмент», №3, 2003. **VIAS**

### Коротко об авторе

Качеяни Г.М. – магистр 2-го года обучения по специальности экономика Московского государственного горного университета, gratch86@mail.ru  
Moscow State Mining University, Russia



## ДИССЕРТАЦИИ

### ТЕКУЩАЯ ИНФОРМАЦИЯ О ЗАЩИТАХ ДИССЕРТАЦИЙ ПО ГОРНОМУ ДЕЛУ И СМЕЖНЫМ ВОПРОСАМ

Автор	Название работы	Специальность	Ученая степень
<b>УРАЛЬСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ГОРНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ и НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ ИНСТИТУТ ОХРАНЫ ТРУДА в г.ЕКАТЕРИНБУРГЕ</b>			
СУВОРОВ Станислав Борисович	Комплексный метод оценки травмобезопасности рабочих мест	05.26.01	к.т.н.