

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ ПРИ ЕГО ПРИВАТИЗАЦИИ (НА ПРИМЕРЕ РУП «ГЗЛИН»)

Н. Г. Родионова

*Учреждение образования «Гомельский государственный технический
университет имени П. О. Сухого», Беларусь*

Научный руководитель С. С. Дрозд

Развитие рыночных отношений на современном этапе требует новых подходов к проблеме управления государственными предприятиями.

Приватизация рассматривается как один из наиболее существенных компонентов экономической трансформации наряду со стабилизацией и либерализацией экономики. По своему содержанию приватизация является институциональным преобразованием и с этой точки зрения включает в себя не только перераспределение прав собственности, повышения эффективности и доходов от ее использования и управления ею, но и структурную перестройку экономики, которая должна способствовать повышению эффективности экономики в целом.

Согласно Плану преобразования республиканских унитарных предприятий в открытые акционерные общества на 2011–2013 гг., утвержденного постановлением Совета Министров Республики Беларусь от 21.03.2011 № 138, РУП «ГЗЛиН» должен быть преобразован в открытое акционерное общество.

Практическое решение вопросов, связанных с владением, распоряжением и управлением собственностью государства, невозможно без оценки ее стоимости.

Для оценки стоимости РУП «ГЗЛиН» будем использовать доходный подход, в основе которого лежит принцип ожидания и который гласит: любой актив приобретаемый с целью извлечения дохода, будет стоить ровно столько, сколько принесет доходов.

Из многообразия методов доходного подхода выберем два, для сравнения полученной стоимости предприятия, – метод дисконтирования денежных потоков (DCF – Discounted Cash Flow) и метод экономической добавленной стоимости (EVA – Economic Value Added).

Метод DCF представляет собой метод капитализированной стоимости доходов, при котором последовательно каждый доход или группа доходов со своими ставками дисконтирования приводятся к величине, равной сумме их текущих стоимостей.

Согласно метода EVA, стоимость компании полагается равной величине инвестированного капитала плюс надбавка, которая в свою очередь равна приведенной стоимости экономической прибыли создаваемой в каждом последовательном году [1].

Для проведения расчета стоимости РУП «Гомельский завод литья и нормалей» были использованы данные бухгалтерского баланса (форма 1) и отчет о прибылях и убытках (форма 2) за 2009 г. и прогноз на 3 года при условии, что темп увеличения основных статей бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках в среднем 26 % в год (исходя из динамики роста за 2007–2009 гг.). Для расчета ставки дисконтирования применим модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC – Weight Average Cost Of Capital), которая основана на определении средневзвешенной величины из индивидуальных стоимостей (цен), в которые обходится предприятию привлечение различных видов источников средств. Для определения величины денежного потока используем косвенный метод.

Расчет средневзвешенной стоимости капитала и стоимости предприятия по методу EVA представлен в табл. 1.

Расчет свободного денежного потока и стоимости предприятия методом DCF представлен в табл. 2.

Таблица 1

Расчет средневзвешенной стоимости капитала и стоимости предприятия по методу EVA

Показатель	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.
1. Долгосрочные обязательства, млн р.	9256	11663	14695	18516
2. Краткосрочные кредиты и займы, млн р.	164930	207812	261843	329922
3. Кредиторская задолженность, млн р.	19728	24857	31320	39463
4. Валюта баланса, млн р.	363851	458452	577650	727839
5. Заемный капитал, млн р. (п. 1 + п. 2)	174186	219474	276538	348438
6. Совокупный использованный капитал, млн р. (п. 4 – п. 5)	344123	433595	546330	688376
7. Доля заемного капитала в структуре предприятия, % (п. 5/п. 6) · 100	50,6	50,6	50,6	50,6
8. Стоимость привлеченного капитала, %	20,50	20,50	20,50	20,50
9. Ставка налога на прибыль предприятия, %	24,00	24,00	24,00	24,00
10. WACC, % (п. 8/100) · (1 – п. 9/100) · (п. 7/100) · 100	7,88	7,88	7,88	7,88
11. Затраты на капитал, млн р. (п. 6 · п. 10)	27117	34167	43051	54244
12. Скорректированная прибыль после уплаты налога на прибыль, млн р.	22345	28155	35475	44698
13. Экономическая добавленная стоимость (EVA), млн р. (п. 12 – п. 11)	–4772	–6103	–7576	–9546
14. Совокупная экономическая добавленная стоимость (EVA), млн р.	–4772	–10875	–18451	–27997
15. Стоимость предприятия, млн р. (п. 6 + п. 14)	339351	333248	325672	316126
16. Доходность инвестированного капитала, % (п. 12/п. 6) · 100	6,5	6,5	6,5	6,5

Примечание. Расчеты автора.

Таблица 2

Расчет свободного денежного потока и стоимости предприятия методом DCF

Показатель	Расчет показателя			
	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012г.
1. Выручка от реализации (за вычетом косвенных налогов), млн р.	359402	452847	570587	718939
2. Себестоимость реализованной продукции, млн р.	322915	406873	512660	545951
3. Ставка налога на прибыль предприятия, %	24,0	24,0	24,0	24,0
4. Свободный денежный поток, млн р. (п. 1 – п. 2) · (1 – п. 3/100)	27730	34940	44024	55471
5. Дисконтированный множитель для ставки дисконтирования $(1/(1 + WACC/100))^k$	0,927	0,859	0,797	0,738
6. Дисконтированный денежный поток, млн р.	25706	30014	35087	40938
7. Стоимость предприятия, млн р.	25706	55720	90807	131745

Примечание. Расчеты автора.

При сравнении полученных стоимостей предприятия видно их существенное различие. При методе DCF стоимость предприятия составляет доход получаемый в результате деятельности предприятия, при методе EVA в стоимость предприятия инвестированный капитал и экономическая добавленная стоимость.

В наше случае $EVA < 0$, то это означает, что за определенный период отсутствует рост стоимости предприятия. Руководство предприятия не эффективно использовало имеющийся в ее распоряжении капитал.

Рентабельность инвестированного капитала меньше средневзвешенной стоимости капитала, следовательно, предприятию не удалось заработать добавленную стоимость предприятия, так как доходность капитала инвестора, заработанная компанией за определенный период оказалась меньше требуемой им барьерной ставки доходности. Предприятие заработало доходность, меньше, чем доходность требуемую инвестором.

Надежность и достоверность метода дисконтирования денежных потоков определяется точностью и обоснованностью определения двух его основных компонентов: прогноза денежных потоков и ставки дисконтирования. Соответственно основным недостатком метода дисконтированных потоков является зыбкость прогнозных оценок будущих денежных потоков.

Преимущество модели экономической прибыли перед моделью дисконтирования денежного потока состоит в том, что экономическая прибыль удобный показатель, дающий представление о результатах деятельности предприятия в любом отдельно взятом году, в то время как свободный денежный поток не обладает таким свойством. Например, невозможно проследить за успехами компании путем сравнения ее фактических и прогнозных свободных денежных потоков, ибо величина свободного денежного потока в любом году определяется весьма произвольными инвестициями в основные и оборотные средства. Руководители предприятий с легкостью могут отложить на время инвестиции просто для того, чтобы улучшить показатель свободного денежного потока в данном году за счет долгосрочного создания новой стоимости.

На результаты деятельности компании оказывают влияние огромное множество различных факторов. Их можно классифицировать как факторы внешней и внутренней среды (то есть макро- и микроэкономические факторы). Первые влияют на результаты деятельности компании извне, последние изнутри [1].

Пожалуй самый ответственный момент при организации процесса управления стоимостью – это выявление ключевых факторов, которые оказывают влияние на изменение экономической добавленной стоимости.

Внутренними факторами, влияющими на стоимость, могут выступать:

- темпы роста продаж продукции/услуг компании;
- темпы роста основных статей Баланса и Отчета о прибылях и убытках;
- темпы роста чистой прибыли;
- норма доходности собственника (акционера, инвестора);
- другие факторы.

Внешними факторами, влияющими на стоимость могут выступать:

- уровень инвестиционных, маркетинговых, финансовых, производственных и организационных рисков компании;
- изменение стоимости заемного капитала (процентной ставки по кредитам);
- изменение налоговых ставок;
- другие факторы.

Л и т е р а т у р а

1. Батюк, П. С. Управление стоимостью компании / П. С. Батюк // Аналитика. Статьи и публикации [Электронный ресурс]. – Аудиторская компания АУДИТ-ГАРАНТ: [audit-garant.com](http://www.audit-garant.com), 2004. – Режим доступа: http://www.audit-garant.com/article_psb.htm. – Дата доступа: 09.03.2012.
2. Шпилевская, Е. В. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) : учеб. пособие / Е. В. Шпилевская, О. В. Медведева ; под ред. Е. В. Шпилевской. – Ростов н/Д : Феникс, 2010. – 346 с. : ил.