

# ОЦІНКА ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ ПРОМИСЛОВИХ ПІДПРИЄМСТВ ЗА МЕТОДОМ ЕКСПЕРТНОЇ ВАРТОСТІ

НУСІНОВА О. В.

кандидат економічних наук

Кривий Ріг

З метою проведення оцінки бізнесу використовуються три основних підходи: *майновий* / підхід на основі активів (в редакції МСО); *доходний* / підхід капіталізації доходу; *порівняльний* / ринковий.

Кожний підхід до оцінки включає альтернативні методи його реалізації.

В усьому світі котирування акцій, що активно обертаються на біржах, вважаються найкращим індикатором ринкової вартості підприємств. Але слід зазначити, що вітчизняний фондовий ринок поки що є слабозрозумим, більшість підприємств не є публічними. У разі якщо підприємство не планує виходити на організований фондовий ринок та є непублічним, може визначитись його розрахункова вартість з використанням доходного підходу.

Доходний підхід у міжнародних і національних стандартах оцінки розглядається як альтернативний порівняльному. Доходна (операційна) вартість формується в процесі здійснення основної операційної діяльності підприємства під впливом зміни доходів, прибутку. При цьому доходна складова враховує капіталізований прогнозний надприбуток (додану вартість) у майбутні періоди діяльності підприємства у частині, що перевищує нормальний прибуток з позиції інвестора.

У разі проведення експрес-аналізу та наявності експертів може використовуватись більш спрощений підхід: замість розрахункової вартості визначатись експертна вартість. Одним з відомих методів, що використовуються при порівняльному підході до оцінки вартості бізнесу, є метод мультиплікаторів. Найбільш розповсюдженим є мультиплікатор  $MC/EBITDA$ , що визначає співвідношення між ринковою капіталізацією (MC) та сумою операційного прибутку і амортизації (EBITDA). Перевагою показника EBITDA перед іншими видами прибутку є те, що в цьому показнику виключається вплив амортизації, яка є псевдовитратами підприємства. При визначенні мультиплікаторів частіше використовуються дані по інших подібних підприємствах галузі, що котируються на біржах. Але враховуючи слабкий рівень розвитку вітчизняного фондового ринку, для визначення мультиплікаторів доцільно залучення експертів.

Розглянемо особливості визначення вартості промислових підприємств експертним методом.

У процесі визначення експертної вартості методом мультиплікаторів потрібно врахувати величину зобов'язань підприємства, тому що їх погашення при-

зводить до зниження майбутніх грошових потоків, а отже, до зменшення вартості підприємства. При цьому сума зобов'язань повинна бути продисконтована з урахуванням періоду їх погашення та середньоринкової кредитної ставки. Остання може бути визначена на підставі Річного звіту Національного банку України як процентна ставка за кредитами у поточну діяльність, наданими нефінансовим корпораціям. Період погашення зобов'язань може бути встановлений як середній період їх оборотності.

Як відмічається в роботі В. Я. Нусінова [4], загальноприйняті показники прибутку повинні бути скориговані з урахуванням зміни фінансового стану підприємства у відповідному періоді. Це пов'язано з тим, що промислові підприємства у своїй діяльності активно використовують позикові кошти. Це дозволяє їм збільшувати обсяги виробництва та відповідно прибуток. Але одночасно це призводить до збільшення зобов'язань підприємства та погіршення його фінансового стану. Тому в роботі В. Я. Нусінова [4] запропоновано зменшувати прибуток на величину абсолютного приросту зобов'язань підприємства. У роботі Ю. Максак [3] в процесі діагностики кризового стану пропонується визначати показник надлишку зобов'язань як таку величину, на яку потрібно зменшити величину зобов'язань, щоб значення фінансових коефіцієнтів дорівнювало нормативам.

На нашу думку, показник прибутку повинен бути зменшений на величину абсолютного приросту не усіх зобов'язань підприємства, а лише їх надлишку, тому що в загальному випадку приріст зобов'язань може бути в межах нормативу та може не призвести до погіршення фінансового стану.

Отже, при визначенні експертної вартості необхідно зменшити показник EBITDA на величину приросту надмірної величини зобов'язань підприємства. При цьому з метою уникнення подвійного обліку, зазначений приріст потрібно виключити також з величини загальних зобов'язань підприємства. Слід зазначити, що можлива ситуація, коли внаслідок значного погіршення фінансового стану, приріст надмірної величини зобов'язань підприємства перевищує показник EBITDA. Але експертна вартість не може бути меншою, ніж балансова вартість чистих активів. У такому разі потрібно як експертну використовувати балансову вартість чистих активів. Таким чином, можна записати:

$$Sексн = \max \left\{ \begin{array}{l} ЧА; (EBITDA - \Delta HЗ) \times \\ \times m - \left( \frac{3}{(1+q)^{T/12}} - \Delta HЗ \right) \end{array} \right\}, \quad (1)$$

де  $\Delta HЗ$  – величина приросту надмірних зобов'язань підприємства, грн;

$ЧА$  – балансова вартість чистих активів, грн;  
 $З$  – загальна величина зобов'язань підприємства, грн;  
 $q$  – річна дисконтна ставка, частки од.;  
 $T$  – період погашення зобов'язань, міс.;  
 $m$  – мультиплікатор МС/ЕВІТДА, частки од.

Розглянемо результати розрахунку експертної вартості на прикладі підприємств гірничо-металургійного комплексу України.

Спочатку визначимо величину надлишку зобов'язань підприємства. Для цього використаємо загальноприйнятий показник фінансового стану – коефіцієнт фінансової стабільності, що визначає співвідношення величини власних та позикових коштів. Нормативне значення для цього показника складає 1. У *табл. 1* наведено результати розрахунків по вітчизняних ГЗК за 2008 – 2009 рр.

Результати розрахунку експертної вартості бізнесу наведено в *табл. 3*. Експертами встановлений мультиплікатор МС/ЕВІТДА для вітчизняних гірничорудних підприємств на рівні 2,5.

Як видно з *табл. 3*, по ВАТ «Північний ГЗК» та ВАТ «Інгулецький ГЗК» експертна вартість наближується до розрахункової. Але по ВАТ «Центральний ГЗК» експертна вартість суттєво перевищує розрахункову, що пов'язано з тим, що в 2009 р. по даному підприємству рентабельність власного капіталу значно нижча, ніж у ВАТ «Північний ГЗК» та ВАТ «Інгулецький ГЗК».

Розглянемо результати розрахунків по вітчизняних металургійних комбінатах (МК). Для порівняння з розрахунковою вартістю аналіз проведено за 2007р. У *табл. 4* наведено результати розрахунків по вітчизняних МК за 2006 – 2007рр.

Таблиця 1

Результати визначення надлишку зобов'язань вітчизняних ГЗК у 2008 – 2009 рр.

Показник	ВАТ «ПівнГЗК»	ВАТ «ЦГЗК»	ВАТ «ІнГЗК»	ВАТ «ПолтГЗК»
<b>2008 р.</b>				
Величина власного капіталу, тис. грн	6 253 510	3 049 426	6 230 913	3 175 705
Сума позикових коштів, тис. грн	3 127 817	1 242 110	2 117 892	1 500 374
Надлишок зобов'язань підприємства, тис. грн	-3 125 693	-1 807 316	-4 113 021	-1 675 331
<b>2009 р.</b>				
Величина власного капіталу, тис. грн	11 374 198	4 595 838	7 258 988	3 488 188
Сума позикових коштів, тис. грн	6 413 992	1 185 217	2 496 481	1 417 692
Надлишок зобов'язань підприємства, тис. грн	-4 960 206	-3 410 621	-4 762 507	-2 070 496

По ВАТ «Південний ГЗК» розрахунки не виконувались у зв'язку зі збитковістю діяльності у 2009 р. Як видно з *табл. 1*, протягом 2008 – 2009 рр. у всіх досліджуваних підприємств надлишок зобов'язань має від'ємне значення, що свідчить про стійкий фінансовий стан. При цьому в 2009 р. порівняно з 2008 р. цей показник покращився внаслідок суттєвого збільшення власного капіталу, що випереджає темпи зростання зобов'язань цих підприємств. Отже, приріст надлишку зобов'язань по всіх підприємствах має від'ємне значення.

Далі розраховується дисконтована сума зобов'язань підприємства. При цьому враховується середній період оборотності зобов'язань та середня процентна ставка за депозитами (11,5%). Результати розрахунків наведено в *табл. 2*.

Як видно з *табл. 2*, найбільший період оборотності зобов'язань у ВАТ «Північний ГЗК» (13 місяців), найменший – у ВАТ «Полтавський ГЗК» (4 місяця).

Як видно з *табл. 4*, у всіх підприємств, за виключенням ВАТ «Дніпропетровський мет. завод ім. Петровського» та ВАТ «Алчевський МК», у 2006 – 2007 рр. від'ємний надлишок зобов'язань, що свідчить про стійкий фінансовий стан. При цьому в 2007 р. даний показник покращується у всіх підприємств, за виключенням ВАТ «Алчевський МК». Результати розрахунків дисконтованої суми зобов'язань наведено в *табл. 5*.

Як видно з *табл. 5*, найбільший період оборотності зобов'язань у ВАТ «Дніпропетровський мет. завод ім. Петровського» (11 місяців), найменший – у ВАТ «Запорізький МК «Запоріжсталь» та ВАТ «Маріупольський МК ім. Ілліча» (1 місяць).

Результати розрахунку експертної вартості бізнесу наведено в *табл. 6*. Експертами встановлений мультиплікатор МС/ЕВІТДА для вітчизняних гірничорудних підприємств на рівні 7,0.

Таблиця 2

Результати визначення дисконтованої суми зобов'язань вітчизняних ГЗК у 2009 р.

Показник	ВАТ «ПівнГЗК»	ВАТ «ЦГЗК»	ВАТ «ІнГЗК»	ВАТ «ПолтГЗК»
Виручка від реалізації продукції, тис. грн	5 870 394	2 279 291	4 384 200	4 007 261
Загальна величина зобов'язань підприємства, тис. грн	6 413 992	1 185 217	2 496 481	1 417 692
Період оборотності зобов'язань, міс.	13	6	7	4
Дисконтована сума зобов'язань підприємства, тис. грн	1 539 211	600 906	1 186 570	893 064

Таблиця 3

## Результати визначення експертної вартості бізнесу вітчизняних ГЗК у 2009 р.

Показник	ВАТ «ПівнГЗК»	ВАТ «ЦГЗК»	ВАТ «ІнГЗК»	ВАТ «ПолтГЗК»
Річна сума амортизації, тис. грн	562 913	216 652	358 849	211 682
Операційний прибуток, тис. грн	2 015 790	596 077	1 644 434	355 563
Показник EBITDA, тис. грн	2 578 703	812 729	2 003 283	567 245
Зміна надлишку зобов'язань підприємства, тис. грн	-1 834 513	-1 603 305	-649 486	-395 165
Мультиплікатор MC/EBITDA, частки од.	2,50	2,50	2,50	2,50
Дисконтована сума зобов'язань підприємства, тис. грн	1 539 211	600 906	1 186 570	893 064
Експертна вартість підприємства, тис. грн	7 659 316	3 835 874	4 795 867	1 117 796

Таблиця 4

## Результати визначення надлишку зобов'язань вітчизняних МК у 2006 – 2007 рр., тис. грн

Підприємство	Величина власного капіталу	Сума позикових коштів	Надлишок зобов'язань підприємства
<b>2006 р.</b>			
ВАТ «Дніпропетровський мет. завод ім. Петровського»	361 361	2 951 822	2 590 461
ВАТ «Дніпровський МК ім. Дзержинського»	1 968 707	1 634 921	-333 786
ВАТ «Запорізький МК «Запоріжсталь»	5 673 995	1 053 983	-4 620 012
ВАТ «Алчевський МК»	1 962 872	3 434 575	1 471 703
ВАТ «Маріупольський МК ім. Ілліча»	8 646 582	3 522 535	-5 124 047
ВАТ «МК «Азовсталь»	7 210 443	3 184 907	-4 025 536
ВАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг»	8 762 913	1 754 036	-7 008 877
<b>2007 р.</b>			
ВАТ «Дніпропетровський мет. завод ім. Петровського»	604 088	2 886 437	2 282 349
ВАТ «Дніпровський МК ім. Дзержинського»	2 506 981	2 151 624	-355 357
ВАТ «Запорізький МК «Запоріжсталь»	6 203 895	975 134	-5 228 761
ВАТ «Алчевський МК»	3 596 935	5 348 366	1 751 431
ВАТ «Маріупольський МК ім. Ілліча»	10 150 596	1 986 706	-8 163 890
ВАТ «МК «Азовсталь»	9 333 011	3 412 031	-5 920 980
ВАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг»	12 564 688	2 292 969	-10 271 719

Таблиця 5

## Результати визначення дисконтованої суми зобов'язань вітчизняних МК у 2009 р.

Підприємство	Виручка від реалізації продукції, тис. грн	Загальна величина зобов'язань підприємства, тис. грн	Період оборотності зобов'язань, міс.	Дисконтована сума зобов'язань підприємства, тис. грн
ВАТ «Дніпропетровський мет. завод ім. Петровського»	3198703	2886437	11	888065
ВАТ «Дніпровський МК ім. Дзержинського»	7902570	2151624	3	1507678
ВАТ «Запорізький МК «Запоріжсталь»	9746545	975134	1	855670
ВАТ «Алчевський МК»	8964647	5348366	7	2453394
ВАТ «Маріупольський МК ім. Ілліча»	17893822	1986706	1	1718493
ВАТ «МК «Азовсталь»	16377321	3412031	3	2599098
ВАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг»	18810056	2292969	1	1955437

Як видно з табл. 6, по ВАТ «Дніпровський МК ім. Дзержинського» та ВАТ «Алчевський МК» експертна вартість нижча за розрахункову, що пов'язано зі значною дисконтованою сумою зобов'язань цих підприємств, що суттєво перевищує їх показник EBITDA. У той же час по ВАТ «Дніпропетровський мет.завод ім. Петров-

ського», ВАТ «Запорізький МК «Запоріжсталь» та ВАТ «Маріупольський МК ім. Ілліча» експертна вартість перевищує розрахункову, що пов'язано з покращенням фінансового стану цих підприємств та суттєвим зменшенням надлишку зобов'язань.

## Результати визначення експертної вартості бізнесу вітчизняних МК у 2009 р.

Підприємство	Показник ЕВІТДА, тис. грн	Зміна надлишку зобов'язань підприємства, тис. грн	Мультиплікатор МС / ЕВІТДА, частки од.	Дисконтована сума зобов'язань підприємства, тис. грн	Експертна вартість підприємства, тис. грн
ВАТ «Дніпропетровський мет. завод ім. Петровського»	184811	-308112	7,0	888065	2254284
ВАТ «Дніпровський МК ім. Дзержинського»	863599	-21571	7,0	1507678	4666941
ВАТ «Запорізький МК «Запоріжсталь»	949436	-608749	7,0	855670	9442876
ВАТ «Алчевський МК»	1031360	279728	7,0	2453394	3087758
ВАТ «Маріупольський МК ім. Ілліча»	2478897	-3039843	7,0	1718493	33872844
ВАТ «МК «Азовсталь»	3005073	-1895444	7,0	2599098	29809077
ВАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг»	5252753	-3262842	7,0	1955437	54390886

## ВИСНОВКИ

Запропонований метод експертної вартості дозволяє в умовах слабого рівня розвитку вітчизняного фондового ринку виконати оцінку вартості бізнесу з використанням порівняльного (ринкового) підходу. Крім того, експертна вартість бізнесу, визначена із застосуванням мультиплікатора ринкової капіталізації та суми операційного прибутку і амортизації, враховує не тільки рівень прибутковості в поточному періоді, а й зміну його фінансового стану. Таким чином, враховується можливість зниження майбутніх грошових потоків, а отже, зменшення вартості підприємства. ■

## ЛІТЕРАТУРА

1. Аналітичний огляд залізорудної галузі України за 2009 – 2010 рр. [Електронний ресурс].– Режим доступу: [http:// altana-capital.com/](http://altana-capital.com/)
2. Пример оценки бизнеса российских металлургических компаний методом сравнения [Электронный ресурс].– Режим доступа: [http:// cfin.ru/](http://cfin.ru/)
3. **Максак Ю. О.** Оцінка надлишку зобов'язань при діагностуванні кризи / Ю. О. Максак // Проблеми економіки: освіта, теорія, практика: міжнар. наук.-практ. конф. Кривий Ріг, 28 листопада 2008 р.– Кривий Ріг: Мінерал, 2008.– С. 82 – 83.
4. **Нусинов В. Я.** Прогнозирование и оценка экономических результатов производства в условиях инвестирования и принятия стабилизационных мер в промышленности / В. Я. Нусинов.– Днепропетровск: Наука и образование, 1998.– 223 с.