

УДК 33

## ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ ПОДХОД КАК ОСНОВНОЙ ИНСТРУМЕНТ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

Курбаков И.С.

*Владивостокский государственный университет экономики и сервиса (ВГУЭС), Владивосток,  
e-mail: posi\_tuv@bk.ru*

В статье рассматриваются способы применения методов оценки стоимости компании по Грэхему. Сравниваются подходы оценки различных видов бизнеса. Разбирается теория Грэхема и вносятся предложения о корректировке классической формулы для использования ее в наше время. Материал может представлять интерес как для специалистов в области инвестирования на фондовом рынке, так и для теоретиков фундаментального анализа.

**Ключевые слова:** запас надежности, инвестирование в стоимость, внутренняя стоимость компании, мультипликаторы, акции

## FUNDAMENTAL APPROACH AS MAIN TOOL OF A VALUE ASSESSMENT OF THE COMPANY

Kurbakov I.S.

*Vladivostok state university of economy and service (VGUES), Vladivostok, e-mail: posi\_tuv@bk.ru*

In article methods of application of evaluation methods of cost of the company according to Graham are considered. Approaches of an assessment of different types of business are compared. Graham's theory understands and offers about adjustments of a classical formula for its use are made presently. Material can be of interest as to specialists in the field of investment in the stock market, and to theorists of the fundamental analysis.

**Keywords:** supply reliability, value investing, the intrinsic value of the company, multipikatory, stocks

Инвестиции в акции важно рассматривать как инвестиции в бизнес и оценивать стоимость бумаг через стоимость компании. Другими словами, нужно смотреть на цену акции с позиции собственника компании и через призму создаваемой бизнесом ценности. Для этого потребуется провести анализ компании и увязывать цену ее бумаг с эффективностью бизнеса и его потенциалом. В поиске этой взаимосвязи между ценой акции и ценностью компании и состоит цель проведения оценки.

Оценка стоимости компании основана на предположении о том, что у каждого бизнеса есть истинная внутренняя ценность, которая может быть определена на базе его финансовых показателей, перспектив роста, развития рынка и экономики в целом.

Внутренняя стоимость компании (Intrinsic Value) – она же: справедливая, фундаментальная стоимость. В отличие от рыночной стоимости компании, которая отражает соотношение спроса и предложения, внутренняя стоимость представляет собой реальный экономический потенциал ее бизнеса.

Помимо внутренней у компании есть и другие виды стоимости:

- Балансовая (Book Value) – это бухгалтерская оценка стоимости активов компании (рассчитываемых по данным бухгалтерского баланса) за вычетом нематериальных

активов и обязательств. Балансовая стоимость компании почти всегда отличается от ее рыночной стоимости.

- Рыночная стоимость или рыночная капитализация (Market Capitalization) – это оценка стоимости компании фондовым рынком, рассчитываемая как произведение рыночной стоимости обыкновенных акций компании на их количество. Рыночная стоимость меняется в зависимости от котировок бумаг компании на бирже.

- Ликвидационная стоимость (Disposal Value; Residual Value) представляет собой оценку активов компании при ее ликвидации, например, в случае прекращения своей деятельности или вынужденной продаже активов, в частности, в результате банкротства.

Для определения стоимости бизнеса используются различные методики, но все их можно обобщить как методы, основанные на оценке:

1. Стоимости чистых активов компании – затратный (имущественный) подход.

2. Будущих потоков наличности – доходный подход.

3. Стоимости фондовым рынком: сравнительный (рыночный) подход.

Затратный или имущественный подход оценивает стоимость активов компании и определяет стоимость ее бизнеса по данным бухгалтерского баланса и на основании величины тех затрат, которые необходимы

для создания аналогичной компании. Определяет балансовую стоимость компании.

Преимущество данного метода в том, что он опирается на данные финансовых отчетов и основан на оценке реальных активов. Недостатком же является то, что он использует балансовую, а не текущую (рыночную) стоимость активов и не учитывает перспективы развития компании и ее потенциал.

Доходный подход, в отличие от затратного метода, основан не на прошлых данных, а на оценке потенциала развития компании и величины ее будущих доходов. Определяет внутреннюю стоимость компании.

Преимущество данного метода в том, что он учитывает стоимость денег во времени, интересы и риски инвестора. Недостатком же является субъективность при определении будущих денежных потоков и множество допущений при выборе параметров оценки.

Сравнительный или рыночный подход заключается в определении стоимости компании через сопоставление с аналогичными по величине и структуре капитала компаниями (метод компании-аналога) или на базе отраслевых коэффициентов (метод мультипликаторов).

Преимущество данного метода в том, что он использует актуальные данные с фондового рынка, учитывает его изменения и отражает влияние факторов отрасли и региона на стоимость бизнеса. Недостатками же являются субъективность в выборе компании-аналога, разброс в значениях мультипликаторов для схожих компаний и игнорирование потенциала бизнеса.

Очевидно, что наибольшую ценность для инвестора представляют учитывающий стоимость денег доходный подход и отражающий настроения рынка метод мультипликаторов. В свою очередь, затратный подход, несмотря на отсутствие связи с рынком, представляет собой наиболее консервативный подход и защищает инвестора от лишнего риска.

Далее поподробней рассматриваются виды оценки компании:

1. Метод оценки чистых активов Б. Грэхема
2. Метод оценки внутренней Б. Грэхема

Метод оценки чистых активов и ликвидационной стоимости Б. Грэхема заключается в расчете стоимости акций компании исходя из оценки ее чистых активов по данным бухгалтерского баланса.

Б. Грэхем разработал метод оценки чистых активов (Net Current Asset Value, NCAV) в 1932 году и протестировал его эффективность на собственном портфеле. Результаты его применения были таковы: за 30-летний период портфель бумаг, отбираемых по данному принципу, показывал в среднем доходность на уровне 20%.

Позже, в 1934 году, он описал метод Net Nets или NCAV в книге «Анализ ценных бумаг» и привел формулу для его расчета:

$$NCAV = \text{Current Assets} - (\text{Total Liabilities} + \text{Preferred Stocks})$$

Чистые текущие активы = Активы – (Все Обязательства + Привилегированные Акции)

Как видно, предложенный Б. Грэхемом метод представляет собой оценку стоимости компании как суммы текущих активов за минусом обязательств с учетом привилегированных акций (при их наличии).

Текущие (оборотные) активы (Current Assets) – это активы, которые используются в течение 12 месяцев или одного операционного цикла (если он превышает 1 год). Представляют собой рабочий (оборотный) капитал компании.

Текущие активы отражаются в балансе компании и размещаются по степени убывания ликвидности и включают в себя следующие статьи:

- Cash (Денежные средства): деньги в кассе и на расчетном счете, в том числе банковские депозиты и сертификаты.

- Cash Equivalents (Эквиваленты денежных средств): краткосрочные инвестиции, статьи:

- Cash (Денежные средства): деньги в кассе и на расчетном счете, в том числе банковские депозиты и сертификаты.

- Cash Equivalents (Эквиваленты денежных средств): краткосрочные инвестиции, легко конвертируемые в денежные средства. Например, казначейские векселя (Treasury Bills).

- Short Term Investments (Краткосрочные вложения): инвестиции в ценные бумаги (акции или облигации) со сроком реализации в течение одного года.

- Net Receivables (Дебиторская задолженность): величина задолженности по оплате со стороны клиентов и контрагентов компании.

- Inventory (Материальные запасы): запасы товаров, сырья, материалов, незавершенного производства и готовой продукции.

- Other Current Assets (Прочие оборотные активы).

В формулу для расчета NCAV по Б. Грэхему принимаются следующие виды текущих активов:

- Cash и Cash Equivalents (Деньги и Эквиваленты денежных средств);

- Net Receivables (Дебиторская задолженность);

- Inventory (Материальные запасы) и исключаются следующие виды текущих активов:

- Other Current Assets (Прочие оборотные активы)

В качестве обязательств берутся все обязательства (как краткосрочные, так и долгосрочные). Найти их значение можно в строке баланса Total Liabilities, после чего к нему следует прибавить стоимость привилегированных акций (Preferred Stocks), взяв их величину из раздела баланса Собственный капитал (Stockholders' Equity).

$$\text{NCAV} = \text{Current Assets} - (\text{Total Liabilities} + \text{Preferred Stocks})$$

Чистые текущие активы = Активы – (Все Обязательства + Привилегированных Акции)

Б. Грэхем считал, что привилегированные акции правильнее относить к обязательствам, а не к собственному капиталу, потому как они по своей сути ближе к долговым, а не долевым инструментам. В связи с чем, при наличии у компании выпущенных привилегированных акций их необходимо добавить в расчет.

Метод оценки внутренней стоимости компании Б. Грэхема заключается в оценке стоимости акций компании на основе показателей ее прибыли и прогноза дальнейшего роста.

Метод оценки внутренней стоимости представляет собой попытку определить реальный экономический потенциал компании и то, чего ее акции стоят на деле. Основателем данного подхода был Бенджамин Грэхем.

Грэхем считал, что цена покупки определяет доходность от инвестиций, а потому никогда не должна упускаться из виду. Ему удалось обозначить ее удивительно метко: «Цена – это то, что платишь, а стоимость – то, что получаешь».

Последователь Б. Грэхема, Уоррен Баффет, считает разницу между ценой и ценностью самой главной разницей в мире, так как она дает инвестору необходимый запас надежности (Margin of Safety), снижающий риск инвестиций.

Величина Margin of Safety должна составлять 30%, по мнению У. Баффета и 50% согласно рекомендации, Б. Грэхема.

На базе такого подхода, использующего несоответствие между ценой акций компании и их ожидаемой ценностью, появилась стратегия инвестирования в стоимость или ценностного инвестирования Value Investing.

Стратегия Value Investing состоит в приобретении акций, рыночная цена которых ниже их внутренней стоимости, с расчетом на то, что в будущем рынок восстановит их справедливую цену.

Те стратегии, которые не соотносят цену и стоимость акции, по мнению Б. Грэхема имеют мало общего с инвестировани-

ем. Это скорее спекуляция в надежде на то, что цены вырастут, чем убежденность инвестора в том, что заплаченная им цена ниже полученной стоимости.

«Покупайте акции, как покупаете овощи, а не так, как покупаете духи. Действительно устрашающие потери за последние годы произошли в связи с теми акциями, при покупке которых покупатель забыл задать вопрос: «Сколько это стоит?», – предупреждал Бенджамин Грэхем.

В своей книге «Разумный инвестор» Бенджамин Грэхем приводит следующую формулу для расчета внутренней стоимости акции:

$$V = \text{EPS} \times (8,5 + 2g),$$

где:

- V – внутренняя стоимость акции;
- EPS – чистая прибыль на акцию за последние 12 месяцев;
- 8,5 – коэффициент P/E для акции с 0% ростом;
- g – средний темп роста, ожидаемый от компании в следующие 7-10 лет.

Позже Грэхем расширил данную формулу, добавив в нее требуемую норму доходности, минимальный размер которой соответствует действующей на рынке ставке доходности 20-летних корпоративных облигаций с кредитным рейтингом AAA (20yr AAA Corporate Bonds). На момент публикации (в 1962 году) средняя ставка по высококачественным корпоративным облигациям составляла 4,4%.

$$V = \text{EPS} \times (8,5 + 2g) \times 4,4$$

Для того чтобы привести данный расчет к реалиям сегодняшних дней, необходимо разделить всю формулу на текущую ставку доходности по корпоративным облигациям:

$$V = \text{EPS} \times (8,5 + 2g) \times 4,4 / 20\text{yr AAA Corporate Bonds}$$

И внести еще пару поправок для минимизации риска, а именно: немного снизить величину коэффициента P/E с 8,5 до 7,5-7 (конечное значение зависит от консерватизма инвестора) и множитель темпов роста (2g) с 2 до 1,5.

Данные корректировки связаны с тем, что сегодня в условиях высоко конкурентного рынка компании не растут теми темпами, как это было во времена Б. Грэхема. В результате формула для расчета будет выглядеть так:

$$V = \text{EPS} \times (7,5 + 1,5g) \times 4,4 / 20\text{yr AAA Corporate Bonds}$$

Во время проведения анализа компаний с помощью выше указанных способов было выявлено, что метод оценки чистых активов и ликвидационной стоимости лучше всего

показывает себя при оценке компании на балансе которой есть материальные активы (здания, земля или финансовые активы), и плохо работает для оценки сервисных или технологичных компаний, у которых основные активы – нематериальные (патенты, лицензии, торговые марки).

А метод оценки внутренней стоимости компании Б. Грэхема лучше использовать для оценки циклических, молодых и активно растущих компаний, имеющих нестабильный денежный поток.

#### Список литературы

1. Биржевое дело: Учебник / под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. – М.: Финансы и статистика, 2009.
2. Конвисаров А.Г., Даниловских Т.Е. Российский и зарубежный подходы к анализу финансового состояния предприятия // Международный студенческий научный вестник. 2015. – № 4-3. – С. 405-406.
3. Корень А.В. Методические подходы к оценке качества региональных программ инвестиционного развития Дальнего Востока // Современные проблемы науки и образования. – 2014. – № 6. – С. 408.
4. Корень А.В., Корнева Е.В. Проблема низкого уровня финансовой грамотности населения и пути её решения // В мире научных открытий. – 2010. – № 4-9. – С. 39-42.
5. Корень А.В., Проценко Ю.А. Инвестиционные налоговые вычеты как инструмент повышения финансовой грамотности населения // Международный журнал прикладных и фундаментальных исследований. – 2014. – № 12-2. – С. 204-207.
6. Корнева Е.В., Корень А.В. Факторы, влияющие на предпринимательскую активность региона // Современные проблемы науки и образования. – 2014. – № 6. – С. 622.
7. Корнева Е.В., Корень А.В. Анализ существующих подходов к определению предпринимательской активности // Интернет-журнал Науковедение. – 2013. – № 6 (19). – С. 50.
8. Корень А.В., Бондаренко Т.Н., Корнева Е.В., Самсонова И.А. Основные направления реализации бюджетной политики Владивостокского городского округа в условиях финансовой нестабильности // Фундаментальные исследования. – 2015. – № 11-6. – С. 1201-1205.
9. Прокопьева Т.И., Ворожбит О.Ю. Инвестиции физических лиц в ценные бумаги // Современные проблемы науки и образования. – 2014. – № 3. – С. 401.