

УДК 658.14; 65.011.4
JEL Classification G34

Петрів Ірина³
аспірант кафедри економіки
Львівський торговельно-економічний університет
м. Львів, Україна
E-mail: tom_ira07@hotmail.com

ОСОБЛИВОСТІ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВ НА ОСНОВІ МЕТОДУ ДИСКОНТУВАННЯ ГРОШОВИХ ПОТОКІВ

Анотація

Вступ. Актуальність обраної теми зумовлена ситуацією на ринку України, яка ставить перед підприємствами ряд запитань: як максимізувати вартість власного підприємства, щоб бути лідером на ринку; як розширити масштаби своєї діяльності та як залучити якомога більше інвесторів задля отримання додаткового капіталу.

Методи. У роботі використано дані фінансової звітності компанії «Карлсберг Україна», однієї серед чотирьох найбільших виробників пива в Україні, із 2012 по 2018 роки, на основі якої проведено оцінку її вартості методом дисконтування грошових потоків.

Результати. Розраховано ринкову вартість компанії «Карлсберг Україна» за період з 2012 по 2018 роки, яка виступає індикатором прийнятих ефективних рішень менеджерами. Результати проведеного дослідження свідчать, що виникає гостра потреба у проведенні оцінки вартості підприємства не лише у його власників та інвесторів, а й в інших учасників ринку, таких як: кредитні організації, ревізійні установи, страхові компанії, акціонери тощо.

Перспективи. Одержана інформація про майбутні доходи лягає в основу прийняття рішень інвесторами та акціонерами відносно доцільності інвестування оцінюваного підприємства. Отримані під час дослідження результати можна використовувати у практичній діяльності оцінюваного підприємства задля збереження його конкурентних позицій на ринку, розширення масштабів власної діяльності та залучення більшого числа інвесторів, партнерів та споживачів.

Ключові слова: ринкова вартість підприємства, метод дисконтування грошових потоків, ставка дисконтування, вільні грошові потоки, метод залишкових доходів.

Вступ.

Сучасний розвиток економіки супроводжується зміною економічних парадигм. Швидкоплинність її розвитку призводить до пожвавлення ринкової конкуренції, збільшення операцій на фондових ринках у рази. Проведення оцінки вартості підприємства відіграє важливу роль у сфері корпоративних фінансів (у процесі поглинання чи злиття підприємств, визначенні місця підприємства на ринку серед інших конкурентів, тощо).

Відповідно до мети проведення оцінки вартості підприємства використовують різноманітні підходи та методи її оцінки, залежно від яких буде відрізнитись величина вартості того чи іншого підприємства. Для отримання достовірної оцінки вартості підприємства використовують інформацію про діяльність підприємства з врахуванням факторів внутрішнього і зовнішнього середовища його функціонування. Слід зауважити, що оцінка вартості підприємства включає знання про всі можливі фактори впливу на вартість підприємства, які дозволяють вчасно відреагувати на дію негативних факторів та внести відповідні корективи щодо їх зменшення. Значення величини вартості підприємства, отримане різними оцінювачами, може відрізнитися між собою, враховуючи їх різні уявлення про масштаб діяльності суб'єкта, галузь його функціонування тощо. Можна констатувати, що пріоритетною та стратегічною ціллю для керівників вітчизняних підприємств є максимізація їх вартості.

³ *Науковий керівник: Куцик В.І., к.е.н., доцент

У здійсненні оцінки вартості підприємства зацікавлені не лише власники та інвестори підприємства, а й інші учасники ринку: кредитні організації, ревізійні установи, страхові компанії, акціонери тощо. Незважаючи на важливість проведення оцінки вартості підприємства у наш час, даний процес є не досить вивченим і проводиться на недостатньо професійному рівні, що не може забезпечити оптимізацію фінансових ресурсів підприємства.

У 2016 році спостерігається поживлення на ринку України процесів злиття та поглинання (M&A). Кількість угод M&A у 2016 р. збільшилась майже в 2,5 рази до 84 у порівнянні з 2015 роком. Згідно із базою даних M&A України, найбільша кількість угод злиття та поглинання заключена у секторах:

- банківських послуг (25 угод, з них 12 угод, де покупцями виступають резиденти України);
- будівництва та нерухомості (9 угод, у т.ч. 6 – вітчизняні інвестори);
- АПК (8 угод, з них 3 – українські інвестиції) [8].

Досліджуючи ринок виробництва та реалізації пива в Україні, слід зауважити, що у 2016 році розвитку ринку пива завадив стрімкий ріст акцизу, відповідно і ріст цін на нього, в результаті чого неможливою стала стабілізація ринку. Серед пивоварів найбільших втрат зазнала компанія «Оболонь», із-за поділу долі ринку з компанією «Efes» через нестабільну ситуацію на сході країни та втрату ринку збуту у АР Крим.

За даними державного комітету статистики України у 2016 році порівняно із 2015 роком обсяг виробництва пива зменшився на 7,4% до 179,8 млн. дал. А у 2015 році відносно 2014 року такий спад сягав 21%, що зумовлено зменшенням обсягів виробництва пива та його збуту на конфліктних територіях України [2]. Отже, з розвитком ринкових відносин в Україні важливим питанням постають проблеми формування та оцінки вартості підприємства, разом з тим зростає її актуальність та практична значущість.

Аналіз останніх досліджень та публікацій.

Питаннями оцінки вартості підприємства на основі різних підходів та методів займалися як вітчизняні, так і зарубіжні вчені: Гамма Т.М. [1], Грязнова А.Г., Кльосова О.Ф. [3], Колос І.В. [4], Корягін М.В. [5], Мендрул О.Г. [6], Сментина Н.В. [7], Чумаченко М.Г. [9], Момот Т.В., Каплан Р.С., Міллер М., Модільяні Ф., Нортон Д.П. та інші. Проте певні важливі питання і досі залишаються недослідженими у повній мірі: не існує єдиної схеми оцінки вартості усіх підприємств, не адаптовано різні методи оцінки під специфіку діяльності підприємств України, не досліджено практичні аспекти підходів та методів оцінки вартості підприємств пивного ринку України.

Методичний інструментарій, що використовується у наш час, є результатом наукових досліджень зарубіжних економістів і спрямований переважно на стабільний стан розвитку ринку, що не є характерним для вітчизняних підприємств. Крім цього, він не може бути адаптованим та використаним в Україні. Розробка сучасних альтернативних методів оцінки вартості підприємства та аналіз і адаптація чинних методів є важливим науковим завданням і свідчить про актуальність обраної нами теми.

Мета.

Мета статті полягає у розкритті особливостей доходного підходу до оцінки вартості підприємства на основі методу дисконтування грошових потоків, дослідження методики його розрахунку та доцільності використання в сучасних умовах, виявлення переваг та недоліків.

Для досягнення поставленої мети нами визначено та вирішено наступні науково-практичні завдання: проведено розрахунок показника дисконтування грошових потоків; визначено ринкову вартість компанії «Карлсберг Україна», однієї серед чотирьох найбільших виробників пива в Україні, на основі методу дисконтування грошових потоків.

Методологія дослідження.

Теоретико-методичну основу роботи складають наукові праці вітчизняних та зарубіжних вчених стосовно питань оцінки вартості підприємства на основі різних підходів та методів.

Інформаційною основою дослідження є дані фінансової звітності компанії «Карлсберг Україна» за період з 2012 по 2018 роки. Для забезпечення достовірності отриманих результатів використовувалися наступні методи: трендовий метод, метод дисконтування грошових потоків, модель Гордона.

Результати.

Найбільш часто використовуваним в оцінці вартості підприємства у наш час є доходний підхід, який дає чіткі уявлення про процес і результати оцінки вартості підприємства. Перевагою такого підходу є більш чітка можливість визначення ефективності використання акціонерного та залученого капіталу. Разом із тим виникає складність прогнозування грошових потоків з врахуванням ризиків та темпів росту грошового потоку на майбутнє.

На наш погляд, термін прогнозування величини грошового потоку залежить від мети та цілей оцінки вартості підприємства і часто перевищує корисний термін експлуатації об'єкта. Даний підхід дає можливість розрахувати прибуток підприємства у майбутньому на основі його майбутнього очікуваного доходу. Графічно процес оцінки вартості підприємства за доходним підходом можна зобразити наступним чином (рис. 1).

Доходний підхід до оцінки вартості підприємства є більш удосконаленим у порівнянні із іншими, оскільки, відображає дохід акціонерів, майбутніх інвесторів та умови генерування грошових потоків на майбутнє. Такий підхід доцільно застосовувати при дослідженні можливостей подальшого інвестування підприємства наявними акціонерами та інвесторами. Використання цього методу дозволяє визначити внутрішню вартість підприємства.

У дослідженні зосередимо увагу на використанні доходного підходу методом дисконтування грошових потоків. Визначення вартості підприємства на основі такого методу здійснюється з урахуванням таких припущень:

- реалізація підприємства можлива за ціною більшою, ніж поточна вартість оцінюваного підприємства;
- власник підприємства не зацікавлений у його продажі за вартістю, яка буде нижчою від прогнозованих доходів, які очікуються у майбутньому;
- досягнення згоди між власником та інвестором можливе лише на рівні рівноважної для них ціни.

Даний метод оцінки вартості підприємства передбачає врахування невизначеного терміну життя підприємства, яке оцінюється. Тому його можна відповідно поділити на два періоди: прогнозний та постпрогнозний. З урахуванням наведених умов та особливостей застосування методу, загальна формула розрахунку оцінки ринкової вартості підприємства буде мати вигляд:

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{CF_{f+1}}{WACC - g} \quad (1)$$

де V – ринкова вартість підприємства;

$\sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+WACC)^t}$ – вартість дисконтованих грошових потоків у прогнозний період;

$\frac{CF_{f+1}}{WACC - g}$ – залишкова вартість підприємства у постпрогнозний період (модель Гордона).

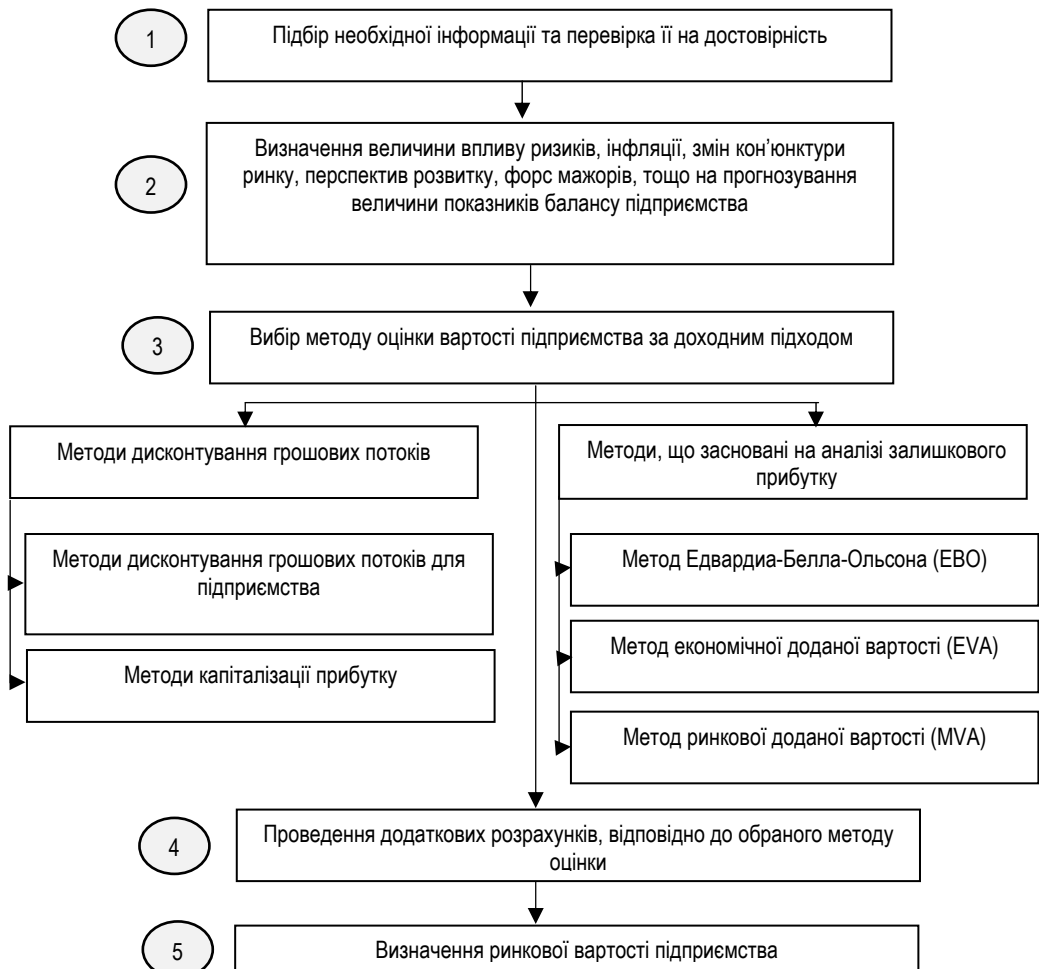


Рис.1. Процес оцінки вартості підприємства за доходним підходом*

*Джерело: розроблено автором

У світовій практиці використовують два підходи до оцінки вартості підприємства методом дисконтування грошових потоків:

1. Equity (нетто-вартість – на основі власного капіталу підприємства; коли структура капіталу є задовільною та не перевантажена боргами) :

$$VE = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_e t}{(1 + r_e)^t} + D. \quad (2)$$

де VE – нетто-вартість;

CF_e – очікуваний грошовий потік на власний капітал за період t;

n – період, за який здійснюється визначення перспективних оцінок грошового потоку CF_e;

r_e – ціна власного капіталу;

D – позиковий капітал.

2. Entity (брutto-вартість – на весь інвестований капітал; коли баланс підприємства переобтяжений боргами) :

$$VF = \sum_{t=1}^{t-n} \frac{CFf_t}{(1+WACC)^t} \quad (3)$$

де VF – бруто-вартість;

CFf_t – очікуваний грошовий потік на інвестований капітал за період t;

WACC – середньозважена ціна капіталу.

Середньозважена вартість капіталу розраховується за наступною формулою:

$$WACC = \frac{Debt}{Capital} * kD + \frac{Equity}{Capital} * kE, \quad (4)$$

де $\frac{Debt}{Capital}$ – питома вага залученого капіталу у загальній структурі капіталу підприємства;

kD – вартість залученого капіталу;

$\frac{Equity}{Capital}$ – питома вага власного капіталу у загальній структурі капіталу підприємства;

kE – вартість власного капіталу.

Відповідно, для підприємств, які фінансуються лише власним капіталом, грошовий потік (CF_{Eu}) можна розрахувати наступним чином:

$$CF_{Eu} = NI + A - CE - wcn, \quad (5)$$

де NI – чистий прибуток;

A – амортизація;

CE – капітальні інвестиції;

WCN – зміна потреби в оборотному капіталі.

Грошовий потік для підприємств із залученням позикового капіталу (CF_{El}) визначається за формулою:

$$CF_{El} = NI + A + PDI - PD - CE - wcn - PR, \quad (6)$$

де PDI – приріст залученого позикового капіталу;

PR – виплата основної суми боргу;

PD – виплата дивідендів по привілейованих акціях (якщо підприємство є емітентом привілейованих акцій).

При оцінці вартості підприємства методом дисконтування грошових потоків більш доцільно використовувати вільний грошовий потік (CF_f), який включає чистий грошовий потік разом від операційної та інвестиційної діяльності підприємства. Виходячи з цього та враховуючи другий метод, грошовий потік можна розраховувати наступним чином:

$$CF_f = EBIT * (1 - TR) + A - CE - wcn = NI + A - CE - wcn, \quad (7)$$

де EBIT – прибуток до нарахування відсотків за кредити та оподаткування;

TR – ставка податку на прибуток.

Для розрахунку залишкової вартості застосуємо модель Гордона, що розраховується за формулою:

$$Vz = \frac{CF_{f+1}}{WACC - g}, \quad (8)$$

де Vz – залишкова вартість підприємства;

CF_{f+1} – грошовий потік першого постпрогнозного року;

WACC – ставка дисконтування;

g – довготривалий темп зростання грошового потоку.

При оцінці вартості підприємства цими методами дані про вартість, склад і структуру активів безпосередньо не впливають на оцінку, а використовується лише інформація про здатність активів генерувати доходи. Такий методологічний підхід за своєю природою є однотипним з методологією оцінки доцільності інвестицій на базі концепції зміни вартості грошей у часі [6, с. 121].

Здійснено оцінку вартості компанії «Карлсберг Україна», однієї серед чотирьох найбільших виробників пива в Україні за 2012-2018 роки, методом дисконтування грошових потоків на основі доходного підходу (табл. 1).

Таблиця 1

Розрахунок ринкової вартості ПАТ «Карлсберг Україна» за 2012-2018 роки на основі методу дисконтування грошових потоків

№ п/п	Показники	Роки						
		2012	2013	2014	2015	2016	2017 прогн.	2018 постпрогн.
1.	Чистий прибуток, грн.	512868	621148	845844	925697	1005025	1168775	1297662
2.	Амортизація, грн.	1505282	1745707	2000875	2284276	2495961	2762398	3014391
3.	Власний капітал, грн.	2624083	3245231	3089091	3697834	2995396	3488896	3608418,6
4.	Позиковий капітал, грн.	690031	726774	975704	1274426	2735660	2672192	3136083
5.	Валюта балансу, грн.	3314114	3972005	4064795	4972260	5731056	6161088	6744502
6.	Частка власного капіталу у загальній величині капіталу, %	79,18	81,7	76	74,37	52,27	56,63	53,50
7.	Частка позикового капіталу у загальній величині капіталу, %	20,82	18,3	24	25,63	47,73	43,37	46,50
8.	Вартість власного капіталу, %	19,54	19,14	27,38	25,03	33,55	33,50	35,96
9.	Вартість позикового капіталу, %	74,33	85,47	86,69	72,64	67,15	66,22	53,99
10.	Зміна потреби в оборотному капіталі, грн.	607143	695783	-137189	748345	420974	371076	339098
11.	Капітальні інвестиції, грн.	395649	183169	305414	220734	163308	125520	82808
12.	Чистий грошовий потік підприємства, грн.	1015358	1487903	2404116	2240894	2916704	3434578	3890147
13.	Ставка дисконтування, %	30,95	31,28	41,61	37,23	49,59	47,69	44,35
14.	Коефіцієнт дисконтування	0,7637	0,5802	0,3521	0,2820	0,1335	0,0963	0,0766
15.	Залишкова вартість, грн.	8772120						
16.	Ринкова вартість підприємства, грн.	12609506						

*Джерело: за даними фінансової звітності ПАТ «Карлсберг Україна»]

Приведення майбутніх грошових надходжень до теперішньої вартості відбувається на основі ставки дисконтування, що характеризує норму прибутку, яка вміщує премію за ризик для інвесторів оцінюваного підприємства. Виходячи з цього, ставка дисконтування буде вищою при більшому рівні ризику.

На основі проведених розрахунків компанії «Карлсберг Україна» за 2012-2018 роки видно, що її грошовий потік протягом усього досліджуваного періоду був позитивним. Такий показник являє собою індикатор рівня якості прийняття управлінських рішень. Якщо величина грошового потоку

від'ємна, тобто відтік грошових коштів перевищує їх надходження, то вартість бізнесу – від'ємна. Фактично це означає відтік грошових коштів від власників бізнесу. Даний факт, як правило, зумовлений хронічною нестачею власних оборотних коштів, потребою в капіталовкладеннях, зменшенні амортизаційних відрахувань внаслідок численних нерегламентованих переоцінок основних фондів [3, с. 50].

З таблиці 1 видно, що ринкова вартість компанії «Карлсберг Україна» є позитивною та становить 12609506 грн., тобто показник дисконтування грошових потоків позитивно вплинув на величину ринкової вартості підприємства.

Як зазначалося вище, головною прерогативою керівників підприємств є максимізація їх вартості. На думку Колос І.В. необхідно застосовувати наступні шляхи по підвищенню вартості підприємства:

- підтримувати зростання бізнес активності (розвивати бізнес-стосунки з існуючими споживачами та залучати нових замовників, завойовувати чи створювати нові ринкові ніші на внутрішніх та зовнішніх ринках);

- покращувати показники рентабельності інвестованого капіталу (зосереджуватися на підвищенні ефективності, продуктивності, управлінні витратами);

- знаходити раціональну величину оборотного капіталу підприємства (збільшувати оборотність активів, постійно працювати з клієнтами щодо повернення дебіторської заборгованості, зменшувати величину простроченої дебіторської заборгованості, намагатися отримати вигідніші умови постачання товарно-матеріальних цінностей);

- проводити ефективну податкову політику (зменшувати податковий тиск з урахуванням податкових пільг, що не суперечать чинному законодавству України, пошук найкращих умов оподаткування);

- оптимізувати вартість капіталу (зменшувати вартість джерел фінансування за рахунок різних джерел, дотримуватися оптимальної структури капіталу) [4, с. 31].

Висновки і перспективи.

Зростання ефективності діяльності будь-якого підприємства є важливим та необхідним. Тому менеджери підприємств постійно повинні проводити моніторинг їх діяльності. Для максимальної їх віддачі, власники підприємств повинні створити систему преміювання працівників у результаті підвищення ефективності діяльності підприємств.

Отже, виходячи із результатів дослідження, слід зауважити, що не існує універсального підходу та методу до оцінки вартості підприємства, які би давали достовірні результати на всіх видах існуючих підприємств. Доведено, що більшість підходів та методів оцінки не пристосовані до вітчизняних підприємств, відповідно, кожен із них необхідно корегувати для отримання достовірних результатів оцінювання. У перспективі це дасть можливість керівникам підвищити рівень використання ресурсів підприємств, розроблення системи мотивації на підприємстві задля збільшення його вартості та підвищить ефективність стратегічного планування суб'єкта господарювання.

Ми вважаємо, що метод дисконтування грошових потоків у наш час є найбільш досконалим та адаптованим до діяльності вітчизняних підприємств. Головною умовою використання такого методу є наявність достовірної фінансової звітності.

На основі отриманих результатів оцінки вартості підприємства, можна виявити резерви щодо її зростання та з'ясувати доцільність функціонування оцінюваного підприємства.

Напрямок даного дослідження є актуальним та перспективним, виходячи із зростання інтересу до фондового ринку вітчизняних підприємств, що зумовлює необхідність проведення їх оцінки та адаптації зарубіжних методик на підприємствах України. Майбутні дослідження у цьому напрямку повинні бути направлені на пристосування, уточнення та удосконалення зарубіжних методів оцінки вартості підприємства до вітчизняних підприємств.

Список використаних джерел

1. Гамма Т.М. Оцінка вартості бізнесу в інтеграційних процесах. *Вісник Одеського національного університету. Економічний аналіз*. 2016. Том 24. № 2. С. 71–76.
2. Державна служба статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>
3. Кльосова О. Ф., Єфімова Г. В. Методичні підходи до оцінки вартості підприємства в процесі реструктуризації. *Збірник наукових праць студентів НУК*. 2014. № 1. С. 49–52.
4. Колос І. В. Обґрунтування ключових чинників вартості підприємства. *Економіка та держава*. 2006. № 11. С. 30-32.
5. Корягін М.В. Оцінювання вартості підприємства в системі бухгалтерського обліку: монографія / М.В.Корягін. – Львів: ТОВ «Інтерсервіс», 2012. 262 с.
6. Мендрул О.Г. Управління вартістю підприємств: монографія. Київ : КНЕУ, 2002. 272 с.
7. Сментина Н.В., Кучеренко В.Р., Квач Я.П., Улибіна В.О. Оцінка бізнесу та нерухомості : навч. посібник. Київ : ЦУЛ, 2009. 200 с.
8. Український інститут майбутнього. URL: https://uifuture.org/uk/product/ukrainskij-rinok-ma-pidsumki-2016-roku_33
9. Чумаченко М.Г. Панков В.А. Управління вартістю компанії на основі ціннісного підходу. *Фінанси України*. 2004. № 2. С. 66-79.

Статтю отримано: 6.03.2017 / Рецензування 28.03.2017 / Прийнято до друку: 13.04.2017

Iryna Petriv

Postgraduate Student

Department of Economics

Lviv University of Trade and Economics

Lviv, Ukraine

E-mail: tom_ira07@hotmail.com

FEATURES OF ESTIMATION OF VALUE OF THE ENTERPRISES ON THE BASIS OF THE METHOD OF DISCOUNTING CASH FLOWS

Abstract

Introduction. The relevance of the chosen topic is determined by two fundamental problems of enterprises on the Ukrainian market: 1) maximizing the value of the enterprise in order to achieve leadership in the market and expand the scope of its activities; 2) attracting investors for additional capital.

Methods. The work uses the financial statements of "Carlsberg Ukraine", one of the four largest beer producers in Ukraine, from 2012 to 2018, on the basis of which its value was estimated by the method of discounting cash flows.

Results. The market value of Carlsberg Ukraine for the period from 2012 to 2018 is calculated, which is indicator of the effective decisions made by managers. The results of the research show that there is an urgent need to assess the value of the company not only for owners and investors, but also for other market participants, such as: credit organizations, audit institutions, insurance companies, shareholders, etc.

Discussion. The received information about future revenues is the basis for decisions made by the investors and shareholders regarding the appropriateness of investing in the rated enterprise. The results obtained during the research can be used in the practical activity of the rated enterprise in order to maintain its competitive position in the market, expand its own activities and attract more investors, partners and consumers.

Key words: market value of the enterprise, method of discounting cash flows, discount rate, free cash flows, method of residual income.

References

1. Hamma, T.M. (2016). Ocinka wartosti biznesu v integracijnyh procesah [Cost of business in the integration processes]. *Proceedings of the Odessa National University*, 24 (2), 71 – 76.
2. Statistics Committee of Ukraine. Retrieved from <http://www.ukrstat.gov.ua>

-
3. Kl'osova, O.F. (2014). *Metodychnipidhody do ocinky vartosti pidpryjemstva v procesi restrukturyzatsii* [Methodological approaches to the valuation of the enterprise in the restructuring process]. *Bulletin of National University of Shipbuilding*, 1, 49-52.
 4. Kolos, I. V. (2016). *Obg'runtuvannja ključovyh chynnykiv vartosti pidpryjemstva* [Rationale key factors of enterprise value]. *The economy and the state*, 11, 30-32.
 5. Korjagin, M.V. (2012). *Ocinjuvannja vartosti pidpryjemstva v systemi buhgalters'kogo obliku* [The valuation of the enterprise in the accounting system]. Lviv, Ukraine: TOV «Interservis».
 6. Mendrul, O.H. (2002). *Upravlinnja vartistju pidpryjemstv* [Cost management of enterprises]. Kyiv, Ukraine: KNEU.
 7. Smentyna, N.V., Kucherenko, V.R., Kvach, Ja.P., & Ulybina, V.O. (2009). *Ocinkabiznesu ta neruhomosti* [Business valuation and real estate]. Kyiv, Ukraine: Centre of educational literature.
 8. Ukrainian Institute for the future. Retrieved from https://uifuture.org/uk/product/ukrainskij-rinok-ma-pidsumki-2016-roku_33
 9. Chumachenko, M.G. (2004). *Upravlinnja vartistju kompanii' na osnovi cinnisnogo pidhodu* [The company value management based on value approach]. *Finance of Ukraine*, 2, 66-79.

Received: 03.6.2017 / Review 03.28.2017 / Accepted 04.13.2017

