

1. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА ОАО «Гормолзавод №2».

Для целей настоящей работы оценка стоимости бизнеса для ОАО «ГМЗ №2» будет проводиться с определенными допущениями и по упрощенной процедуре. Таким образом, некоторые пункты, указанные при описании метода ДДП в предыдущей главе, могут быть не использованы.

1.1. Сбор информации о предприятии.

ОАО «Гормолзавод №2» - одно из крупнейших предприятий перерабатывающей отрасли Республики Беларусь с ежегодным оборотом порядка 50 млн.долларов США. Выпускает цельномолочную и кисломолочную продукцию, творожные изделия, йогурты, мягкие сыры, плавленые сыры, сычужные сыры, овощные и фруктовые соки и нектары, майонез, молоко сгущенное, масло крестьянское. Входит в перечень стратегических предприятий Республики Беларусь. Имеет свое натуральное хозяйство и свою товаропроводящую сеть в РФ и Казахстане. Среднесписочная численность работающих – 753 человек.

В структуре акционерного капитала ОАО «Гормолзавод №2» 19,2% акций принадлежит государству (количество акционеров – 1), 23,5% — юридическим лицам (количество акционеров – 7), еще 57,3% — физическим лицам (количество акционеров – 889 чел.). Отчетность предприятия для целей настоящей работы была взята из открытых информационных источников и представлена в Приложении 1. Дополнительная информация, необходимая для расчетов представлена в Приложении 2.

1.2. Выбор модели денежного потока.

Выбор модели денежного потока зависит от того, возникает ли необходимость различать собственный и заемный капитал. Разница состоит в том, что проценты на обслуживание заемного капитала могут выделяться как расходы (в модели денежного потока для собственного капитала) или учитываться в составе потока доходов (в модели для всего инвестированного капитала), соответственно меняется величина чистой прибыли. Расчет будет выполнен по модели денежного потока для всего инвестированного капитала так как судя по финансовым документам (см.Приложение 1) обслуживание долга не является для предприятия значимой статьёй расходов.

1.3. Определение длительности прогнозного периода.

При оценке бизнеса Методом дисконтированных денежных потоков ожидаемый срок деятельности компании разделяется на два периода: прогнозный и постпрогнозный (остаточный). Определение адекватной продолжительности прогнозного периода в практике представляется достаточно сложной задачей. Выбрав достаточно продолжительный прогнозный период можно столкнуться со сложностью прогнозирования конкретных показателей объемов производства, выручки, расходов, темпов инфляции и т.д., соответственно, возникает субъективность в прогнозе потоков денежных средств. Занизив продолжительность прогнозного периода можно не получить достаточной отдачи от проделанной работы. В данной работе длительность прогнозного периода принимаем равной 5 лет. Такая величина позволит иметь достаточно данных для более точной оценки с математической точки зрения. Кроме того, предприятие достаточно рентабельное, экономически и финансово устойчиво, находится в списке стратегических

предприятий отрасли, а значит может рассчитывать на поддержку государства, продукция предприятия всегда будет пользоваться спросом. Все это позволяет прогнозировать стабильное генерирование денежных потоков и рост выручки и на достаточно длительный период.

1.4. Ретроспективный анализ и прогнозирование денежных потоков.

Учитывая отсутствие баланса за 2011 год. Расчет предпрогнозного периода осуществляется на основе данных баланса и отчета о прибылях и убытках за 2008, 2010 годы (см. Приложение 1). Стоит отметить, что если бы такая оценка производилась в конце 2010 или начале 2011 года, то основываясь на определенных данных макроэкономического характера глобального и внутристранового маркетинга, можно было с вероятностью порядка 60-70% спрогнозировать ухудшение экономического положения субъектов хозяйствования РБ в силу значительных финансовых рисков исходивших в то время как от внешних источников (долговой кризис в Европе, высокая безработица, огромные долги, стагнация экономики и т.п. в США), так и от внутренних (необоснованная эмиссия, высокая стоимость энергоносителей, поступавших из РФ, а также их ограниченность в силу ряда факторов политического свойства). Все эти факторы оказывали давление на экономику РБ и ее валюту. Вместе с тем вполне вероятным виделся и такой вариант – как выгода экспортеров в случае обесценивания национальной валюты. Принимаем допущение, что эти риски уравнивали друг друга.

Рассчитываем чистый денежный поток предпрогнозного периода за 2009 и 2010 годы. Формула для расчета:

$$\text{ЧДП (n)} = \text{ЧП (n)} + \text{изм.А (n)} \pm \text{изм.И (n)} \pm \text{изм.З.д. (n)}, \text{ где} \quad (1)$$

ЧДП (n) – чистый денежный поток n-ого года;

ЧП (n) – чистая прибыль n-ого года;

изм.А (n) – амортизация, начисленная в n-ом году;

изм.И (n) – снижение (+) либо прирост (-) инвестиций за отчетный период;

изм.З.д. (n) – рост (+) либо снижение (-) долгосрочной задолженности за отчетный период;

Формула для расчета изменения инвестиций:

$$\text{изм.И (n)} = \text{Об.соб. (n)} - \text{Об.соб. (n-1)}, \text{ где} \quad (2)$$

Об.соб.(n) и Об.соб.(n-1) – Собственные оборотные средства предприятия, соответственно на конец отчетного (n) и предыдущего (n-1) периодов.

$$\text{Об.соб.} = \text{Об.а.} - \text{З.кр.}, \text{ где} \quad (3)$$

Об.а. – оборотные активы предприятия;

З.кр. – краткосрочные обязательства;

Числовые параметры величин, входящих в формулы берем из соответствующих статей баланса (Б) и отчета о прибылях и убытках (ПиУ) за 2008, 2010 годы (см. Приложение 1), опубликованных в открытых источниках.

1. Рассчитываем собственные оборотные средства предприятия по годам

Об.соб.(2008) = 40 651 – 35 576 = 5 075 (млн.руб.)

Об.соб.(2009) = 37 075 – 35 441 = 1 634 (млн.руб.)

Об.соб.(2010) = 41 127 – 32 221 = 8 906 (млн.руб.)

Изменение за 2009 год составило: изм.И (2009) = 1 634 – 5 075 = - 3 441 (млн.руб.)

Изменение за 2010 год составило: изм.И (2010) = 8 906 – 1 634 = 7 272 (млн.руб.)

2. Рассчитываем изменения долгосрочной задолженности

изм.З.д.(2009) = 15 420 – 20 920 = - 5 500 (млн.руб.)

изм.З.д.(2010) = 15 068 – 15 420 = - 352 (млн.руб.)

3. Расчет изменения амортизационных отчислений

изм.А (2009) = (63 115+3) – (49 690+1) = 13 427 (млн.руб.)

изм.А (2010) = (77 833+6) – (63 115+3) = 14 721 (млн.руб.)

4. Подставим значения в формулу (1) и получим чистый денежный поток компании за ретроспективный период

ЧДП(2009) = 4 447 + 13 427 + 3 441 – 5 500 = 15 815 (млн.руб.)

ЧДП(2010) = 5 915 + 14 721 - 7 272 – 352 = 13 012 (млн.руб.)

Необходимо внести определенные корректировки. В 2009 году компания увеличила свой уставной фонд на 18 124 млн.руб. посредством повышения номинальной цены акций. Согласно Белорусского законодательства (Закон РБ от 10.01.2006 № 100-3 «О хозяйственных обществах»), это можно сделать только за счет собственных средств компании или за счет средств ее акционеров. Анализируя статьи баланса в разделе «Капитал и Резервы» за 2008 и 2009 годы (см.Приложение 1) можно сделать вывод, что частично Уставной фонд был повышен за счет Добавочного фонда, величина которого за 2009 год сократилась на 9 885 млн.руб. Принимаем допущение о том, что оставшуюся сумму – 8 239 млн.руб. внесли акционеры. Допущение основано на следующем анализе и расчете:

1. в структуре акционерного капитала ОАО «Тормолзавод № 2» 19,2% акций принадлежит государству (количество акционеров – 1), 23,5% — юридическим лицам (количество акционеров – 7), еще 57,3% — физическим лицам (количество акционеров – 889 чел.).
2. соответственно государство должно было пополнить Уставной фонд на сумму в размере 1 582 млн.руб., акционеры-юридические лица в среднем по 276,6 млн.руб., акционеры-физические лица по 5,31 млн.руб. на одного акционера. Стоит сделать оговорку, что скорее всего акции распределены не равномерно среди акционеров-физических лиц и большинство очевидно находится в руках топ-менеджмента компании, для которых сумма дополнительного взноса в Уставной фонд не будет являться значительной, следовательно для остальных миноритарных акционеров доля дополнительного взноса будет уменьшена. Кроме того в течении 2009 года мог быть увеличен добавочный фонд, дополнительные средства которого также могли пойти на увеличение УФ. В этом случае доля участия миноритарных акционеров в пополнении УФ собственными деньгами также снижается. Все это делает принятое допущение вполне вероятным, а следовательно из величины ЧДП(2009) необходимо отнять значение дополнительного взноса в УФ со стороны акционеров. Таким образом откорректированное значение ЧДП за 2009 год составит:

ЧДП(2009) = 15 815 – 8239 = 7 576 (млн.руб.).

5. Определяем коэффициент изменения денежного потока и рассчитываем прогнозируемый денежный поток на 5 лет

$$K(\text{чдп}) = \text{ЧДП}(2010) / \text{ЧДП}(2009) = 13\,012 / 7\,576 = 1,72.$$

$$\text{ЧДП}(n) = 1,72 * \text{ЧДП}(n-1), \text{ где} \quad (4)$$

ЧДП(n) – чистый денежный поток n-ого года прогнозного периода;

ЧДП(n-1) - чистый денежный поток предыдущего года;

$$\text{ЧДП}(2011) = 1,72 * 13\,012 = 22\,381 \text{ млн.руб.}$$

$$\text{ЧДП}(2012) = 1,72 * 22\,381 = 38\,495 \text{ млн.руб.}$$

$$\text{ЧДП}(2013) = 1,72 * 38\,495 = 66\,211 \text{ млн.руб.}$$

$$\text{ЧДП}(2014) = 1,72 * 66\,211 = 113\,883 \text{ млн.руб.}$$

$$\text{ЧДП}(2015) = 1,72 * 113\,883 = 195\,878 \text{ млн.руб.}$$

1.5. Определение ставки дисконта.

Ставка дисконта, т.е. процентная ставка для пересчета будущих доходов в текущую стоимость, может быть определена двумя методами – кумулятивным и методом средневзвешенной стоимости капитала. При определении ставки дисконта кумулятивным методом за базу расчетов берется ставка дохода по безрисковым ценным бумагам, к которой прибавляется дополнительный доход, связанный с риском инвестирования в данный вид актива. Затем могут вноситься поправки (в сторону увеличения или уменьшения) на действие количественных и качественных факторов риска, связанных со спецификой данной компании. В данной работе ставка дисконта будет определена кумулятивным методом. В соответствии с моделью оценки капитальных активов (Capital Assets Pricing Model, CAPM) ставка дисконта определяется по формуле:

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C, \text{ где} \quad (5)$$

R – требуемая инвестором ставка дохода;

R_f - безрисковая ставка дохода;

R_m – общая доходность рынка в целом (среднерыночного портфеля ценных бумаг);

β – коэффициент бета (мера систематического риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами, происходящими в стране);

S₁ – премия для малых организаций;

S₂ – премия за специфический риск компании;

C – страновой риск.

В качестве безрисковой ставки, как правило, используется норма доходности по долгосрочным правительственным облигациям страны с высоким инвестиционным рейтингом со сроком обращения, равным сроку жизни предприятия. Но для целей настоящего расчета безрисковая ставка будет равна ставке рефинансирования НБ РБ на начало 2011 года - 10,5% (источник сайт НБ РБ <http://www.nbrb.by>).

Общая доходность рынка определим как среднее между доходностью по депозитам белорусских банков на тот момент около 15% и доходностью за 2010 год на рынке ценных бумаг РФ составившей около 20%. Соответственно общая доходность рынка за 2010 год – примем равной 17,5%.

Компания, коэффициент бета которой больше единицы, является более рискованной, чем "средняя" компания, в то время как значение бета ниже единицы указывает на меньший риск, чем на рынке в целом. Для расчета примем бета равной 1.

Показатель премии за риск инвестирования в компании с небольшой капитализацией ($S1$) рассчитывается как разница между средней исторической доходностью по инвестициям в небольшие компании и средней исторической доходностью по инвестициям на фондовом рынке США. Как правило, при вложениях в небольшие компании инвесторы требуют большую компенсацию за риск, нежели при вложении в крупные компании. Капитализация оцениваемого предприятия на конец 2010 года составляла почти восемь миллионов долларов США. Расчет произведен в соответствии с данными, взятыми из открытых источников на сайте компании-брокера ООО «Деним-трейдинг» и представлены в Приложении 2.

$МСАР = P * N$, где (6)

МСАР – Рыночная капитализация компании, \$;

P - Рыночная цена акций, цена последней сделки, \$;

N - количество акций ОАО, шт;

Курс белорусского рубля по отношению к доллару США на начало 2011 года составлял 3000 белорусских рублей за один доллар США (источник сайт НБ РБ <http://www.nbrb.by>).

Соответственно для нашего предприятия:

$МСАР = 440 * 53\,997\,885 / 3\,000 = 7\,919\,689,8$ \$.

Капитализация ОАО «ГМЗ №2» не является малой для нашего рынка, поэтому премия за данный вид риска не должна быть высокой. Для расчета примем 0,65%.

Премия за страновой риск рассчитывается на основе кредитного рейтинга долговых инструментов страны (Источник данных: <http://www.moody.com/>), либо как разница между доходностью облигаций Казначейства США и доходностью долговых инструментов Республики Беларусь с аналогичным сроком погашения в долларах (Источник данных: <http://www.cbonds.info/quotes/index.php>). Котировки двух выпусков евробондов Беларуси с погашением в 2015г и в 2018г на начало 2011 года показывали доходность около 9%. Доходность же облигаций Казначейства США со схожими сроками обращения составляла около 2%. Таким образом принимаем значение премии за страновой риск в размере 7%.

Премия за специфический риск компании отражает дополнительные риски, связанные с инвестированием в оцениваемую компанию, которые не были учтены в коэффициенте бета и премии за страновой риск. Факторами, оказывающими влияние на специфический риск компании, могут быть зависимость от государственного регулирования тарифов, колебания цен на сырье и материалы, риск ключевой фигуры в управлении, компетентность руководства, перспективы развития отрасли и предприятия, квалификация персонала, доступность капитала и прочие. Рекомендуемый диапазон премии за специфический риск компании лежит в пределах от 0 до 10%. Для данного расчета – 2%.

Сведем полученные данные в таблицу 1.:

Определение ставки дисконта.

Параметр	Значение
Безрисковая ставка дохода	10,5 %
Общая доходность рынка	17,5 %
Коэффициент бета	1
Премия для малых организаций	0,65 %
Премия за специфический риск компании	2 %
Страновой риск	7 %
*Инфляционные ожидания	9%
R, Ставка дисконта	37,15 %

*Стоит также учесть инфляционные ожидания. Начало 2011 года в Беларуси сопровождалось растущими девальвационными ожиданиями в силу внешних и внутренних факторов, о которых было указано выше.

1.6. Расчет величины стоимости в постпрогнозный период.

Определение стоимости компании в постпрогнозный период основано на предпосылке о том, что бизнес способен приносить доход и по окончании прогнозного периода.

Для расчета стоимости компании в постпрогнозный период можно использовать следующие методы:

1. Модель Гордона.
2. Метод чистых активов.
3. Метод ликвидационной стоимости (если предполагается ликвидация компании по окончании прогнозного периода).

Для нормально действующей компании расчет стоимости в постпрогнозный период производится по модели Гордона. Суть модели Гордона заключается в том, что стоимость денежного потока на начало первого года постпрогнозного периода будет равна величине капитализированной прибыли постпрогнозного периода (то есть сумме всех ежегодных будущих денежных потоков в постпрогножном периоде). При этом коэффициент капитализации рассчитывается как разница между ставкой дисконта и долгосрочными темпами роста. Для оцениваемой компании расчет будет произведен по Модели Гордона.

Расчетная формула определения стоимости компании в постпрогнозный период имеет вид:

$$St = ЧДП(n) / (R - g) \quad , \text{ где} \quad (7)$$

St - суммарная величина денежного потока в пост прогнозный период;

ЧДП(n) - денежный поток в последний прогнозный год;

g — ожидаемые долгосрочные среднегодовые темпы роста доходов в постпрогнозный период;

R — ставка дисконтирования.

Полученная таким образом остаточная стоимость компании в постпрогнозный период (St) определена на момент окончания прогнозного периода.

Денежный поток в последний прогнозный год:

$$ЧДП(2015) = 195\,878 \text{ млн.руб.}$$

Ожидаемые долгосрочные среднегодовые темпы роста доходов в постпрогнозный период примем 2%. Тогда остаточная стоимость компании в постпрогнозный период будет равна

$Ст = 195\ 878 / (0,3715 - 0,02) = 557\ 263$ млн.руб.

1.7. Расчет текущих стоимостей будущих денежных потоков и стоимости в постпрогнозный период.

Для расчета дисконтированного ЧДП, т.е. приведенного к настоящему моменту нам необходимо определить коэффициент дисконта для каждого года из прогнозного периода:

$$K(i) = 1 / (1+R)^n, \text{ где} \quad (8)$$

R – ставка дисконта;

n – порядковый номер года в прогножном периоде.

Тогда приведенный чистый денежный поток (ПЧДП(n)) для каждого года из прогнозного периода вычисляется как произведение ЧДП n-го года и соответствующего ему коэффициент дисконта K(i). Результаты расчетов приведены в таблице 2. Коэффициент K(i) для постпрогнозного периода принимается равным K(i), рассчитанному для последнего года прогнозного периода.

Таблица 2.

Приведенный к моменту вложения чистый денежный поток

№ п\п	Год	ЧДП(n), млн.руб.	K(i)	ПЧДП(n) млн.руб.
1	2011	22 381	0,729	16 318
2	2012	38 495	0,532	20 465
3	2013	66 211	0,388	25 665
4	2014	113 883	0,283	32 187
5	2015	195 878	0,206	40 365
6	Постпрогнозный период	557 264	0,206	197 520
ИТОГО Стоимость предприятия				332 520

Итоговая, текущая стоимость предприятия будет равна сумме стоимостей будущих приведенных чистых денежных потоков по каждому году в прогножном периоде и приведенной стоимости в постпрогнозный период

1.8. Внесение итоговых поправок.

В рамках данной работы не представляется возможным выяснить наличие, и тем более оценить стоимость непрофильных, слабофункционирующих и не участвующих в формировании денежного потока активов. Однако у любого предприятия в каждый конкретный момент времени могут быть активы, которые не заняты непосредственно в производстве. Поэтому необходимо определить рыночную стоимость таких активов и приплюсовать ее к стоимости, полученной при дисконтировании денежного потока.

ВЫВОДЫ

В результате проделанной работы был выбран наиболее подходящий метод оценки бизнеса и проведен расчет стоимости Открытого Акционерного Общества «Гормолзавод №2», г.Минск. Хотя расчет проводился с некоторыми допущениями и предположениями, все они имели под собой определенные аналитические и практические обоснования. Поэтому с определенной долей уверенности можно говорить, что полученная в результате стоимость ОАО «Гормолзавод №2», в размере 332 520 000 000 руб. близка к справедливой и представляет собой именно ту цену, выше которой потенциальный инвестор не согласится заплатить за данный актив.

Полученная оценка, в частности, может быть так же использована для расчета реальной стоимости акций данного Акционерного Общества. При текущей, рыночной стоимости 440 руб. за одну акцию, цена с учетом рассчитанной стоимости предприятия составляет 6 150 руб. за одну акцию, т.е. потенциал к росту стоимости акций данного ОАО около 1300%.