

**ЕКОНОМІКА**

## Економіка підприємства

**ОЦІНКА ЕФЕКТИВНОСТІ ВИЗНАЧЕННЯ ВАРТОСТІ  
ПІДПРИЄМСТВА МЕТОДАМИ FCFFO, EVA, EM**

У сучасних умовах злиттів і поглинань одним з головних завдань діяльності підприємства є максимізація вартості майна. Саме тому сьогодні особливого значення набуває аналіз не тільки поточного фінансового стану й рентабельності підприємства, але й ефективності діяльності підприємства з боку потенційних інвесторів.

У світовій практиці найпоширенішими моделями оцінки ефективності й визначення вартості підприємства є методи FCFFO, EVA, EM і інші. Найбільш популярною є оцінка ефективності за допомогою FCFFO, яка, абстрагуючись від фінансової діяльності, показує обсяг самофінансування після здійснення інвестицій. Розрахунки показують, що підприємства в Україні після 2008 року почали працювати ефективніше, оскільки щороку генерують грошовий потік. Причому, якщо існуючі тенденції росту обсягів продажів і витрат залишаться незмінними, FCFFO буде зростати й надалі. Аналіз показав, що для більш швидкого збільшення FCFFO необхідно прискорювати обіговість активів, збільшувати їхній обсяг, знижувати витрати й змінювати потреби в обіговому капіталі. Кожний з цих факторів обумовлює в середньому від 200% до 700% зміни FCFFO [1, с.26].

Недоліком показника FCFFO є неврахування ціни капіталу, внаслідок чого ріст активів генерує позитивний FCFFO, хоча насправді підприємство одержує збитки від додаткового розширення діяльності. Більш коректним індикатором ефективності є EVA, який показує створення додаткової вартості через перевищення чистим прибутком усіх витрат, пов'язаних з його

одержанням. Для розрахунку WACC до оподаткування й визначенню ціни власного капіталу скористаємося CAPM-моделлю. Використавши показник бета публічних компаній з подібним ризикованим профілем і скорегувавши його на ризик і на структуру капіталу підприємства, одержуємо показник бета на рівні 0,89. Премія за ризик розрахована на базі прибутковості ПФТС і ставки по ОВДП як середньої за кілька років.

Розрахунок показав, що й на сьогодні, і в перспективі EVA має тенденцію до зниження, тобто підприємство працює неефективно. Вагомими причинами цього є нераціональна структура капіталу й висока ризикованість українського ринку в цілому, внаслідок чого показник WACC є високим. Але, як видно з аналізу, у першу чергу негативний EVA обумовлений великою часткою витрат у обороті й повільним ростом обіговості активів. Коли обіговість почала зростати швидше, ніж активи (2009 рік), приріст EVA вперше став позитивним. Якщо ж припустити лінійний ріст витрат, рентабельність залученого капіталу буде зростати надзвичайно повільно, а EVA у найближчому часі буде залишатися негативним.

Використовуючи факторний аналіз, можливо прискорити темпи росту витрат шляхом прискорення ефективності використання активів і розширення попиту, а також обмежити ріст витрат. У такому випадку очікується, що через 15-20 років EVA стане позитивним.

EVA - досить простий у розрахунку й тому найчастіше використовується для аналізу ефективності компаній. Однак головний недолік показника EVA - неадекватна оцінка вартості активів і абсолютний вимір, через що, як і у випадку з FCFFO, неможливо порівняти різні за розміром підприємства.

На наш погляд, для одержання коректної й універсальної оцінки ефективності потрібно використовувати третій вид оцінки ефективності - показник EM (economic margin - економічну прибутковість підприємства). По суті, EM є рентабельністю вкладеного капіталу з урахуванням усіх витрат на його одержання й адекватною оцінкою наявних і майбутніх активів. Остання вимагає визначення їх чистої наведеної вартості за період, рівний фактичному,

а не бухгалтерському строку їх служби. Термін служби активів визначаємо, враховуючи розподіл активів на матеріальні й нематеріальні. У нашому випадку можна вважати, що він становить 19 років.

Оцінка ефективності за цим підходом знову дає протилежну картину. На відміну від EVA- підходу, за критерієм EM ефективність роботи підприємства поліпшується, а в довгостроковій перспективі підприємство повинне одержувати позитивний додатковий результат на одиницю вкладеного капіталу.

Дисконтуючи отримані грошові потоки (EVA, FCFFO, EM) можна одержати ринкову вартість підприємства. Однак наш аналіз довів, що не завжди розрахункові підходи до оцінки ефективності дають реальну картину процесу капіталізації, більше того, при умовах негативних і спадних cash flows ( як у випадку з EVA) вартість фірми не можна оцінити.

Насправді ефективність підприємства, яка оцінюється інвесторами у вигляді котирувань акцій, тісно корелює із чистим операційним прибутком і FCFFO. Одна додаткова тисяча заробленого прибутку підвищує ціну акцій на 0,17 грн. Причому найбільший зв'язок між фінансовими показниками ефективності й оцінкою інвесторів демонструє EM, збільшення якого на 1 в.п. приводить до росту вартості на кожен одиницю залученого капіталу на 13,6 в.п.

Розбіжність між фінансовими індикаторами ефективності й ринковою оцінкою виникає, на наш погляд, внаслідок існування інсайдерської інформації на ринку, яка не завжди є вірною, через стратегічні інтереси інвесторів (зацікавленість у долі на ринку й т.п.). Нарешті вітчизняний фондовий ринок має інституційні особливості – закриття біржі під час збитків для втримання падіння котирувань.

Однак цінність аналізу факторів ефективності не можна переоцінити, оскільки він дає можливість указати й виправити слабкі місця у фінансовій тактиці підприємства й створити передумови для росту інвестиційної привабливості й капіталізації підприємства.

### *Література*

1.Вебер Ю. Шэффер У. Управление с помощью показателей// Проблемы теории и практики управления. - 2004, - №5 - С.84-87