

Стоимость компании или стоимость акционерного капитала

Определение

Понятия стоимости компании и стоимости акционерного капитала играют важную роль в оценке бизнеса и финансовом анализе, поэтому важно не путать их и правильно применять.

Стоимость компании (Enterprise Value, EV) — это стоимость всех активов компании. Как правило, подразумевают рыночную стоимость, особенно если речь идет о публичной компании, но те же методические подходы применяют и в других задачах оценки стоимости.

Стоимость компании называют также «стоимость предприятия» — это более дословный перевод английского термина **Enterprise Value**.

Стоимость компании можно определить как сумму трех составляющих:

1. **Стоимость операционных активов**, которую обычно оценивают методом дисконтированных денежных потоков. Это основная часть бизнеса, и при оценке считают, что ее стоимость определяют доходы, которые этот бизнес способен принести инвесторам с учетом дисконтирования будущих доходов.
2. **Деньги и денежные эквиваленты**. Возможно, на счетах компании скопились деньги, у нее есть банковские депозиты или рыночные ценные бумаги. Стоимость таких активов точно известна, и их просто добавляют к стоимости основной части бизнеса.
3. **Стоимость неоперационных активов**. Если компания владеет активами, которые имеют ценность, но не задействованы в ведении бизнеса, эти активы надо учесть дополнительно и прибавить к стоимости компании. Например, производственное предприятие владеет большим земельным участком, который не использует для своих нужд. Стоимость этого участка надо прибавить к сумме, определенной в пунктах 1 и 2.

Стоимость собственного капитала (Equity) — стоимость акционерного капитала компании, принадлежащего ее акционерам. Данный термин применяют универсально, и поэтому он относится к разным видам стоимости, а также может касаться разных определений собственного капитала.

Частный случай понятия стоимости собственного капитала — **капитализация**. Капитализация — это текущая рыночная цена обыкновенных акций компании, умноженная на общее число обыкновенных акций в обращении. Капитализация не учитывает привилегированные акции и применяется только для рыночной стоимости (при этом оценочная стоимость может быть другой, если аналитик полагает, что компания недооценена или переоценена рынком).

Связь между стоимостью компании и стоимостью собственного капитала

Связь между стоимостью компании и стоимостью собственного капитала определяется следующей формулой:

$$\text{Equity} = \text{EV} - \text{Total Debt} - \text{Pref. Stock} - \text{Minority Interest}$$

где:

Equity — стоимость собственного капитала

EV — стоимость компании

Total Debt — суммарный долг компании

Как правило, для целей оценки бизнеса в качестве суммарного долга рассматривают сумму краткосрочных и долгосрочных долговых обязательств, по которым начисляются проценты: кредиты, облигации, лизинг.

Pref. Stock — привилегированные акции

Этот вид акций имеет одновременно черты собственного капитала и долга, поэтому в разных задачах финансового анализа можно встретить их разную интерпретацию. Для оценки публичной компании они не включаются в акционерный капитал.

Minority Interest — доля меньшинства

Это величина, учитывающая особенность построения консолидированной отчетности. Если анализируемая компания владеет на 90% дочерним предприятием, то в отчетность холдинга включаются все 100% доходов и активов этого дочернего предприятия, но затем надо учесть, что у него есть и другие акционеры, миноритарии. Их доля и учитывают как доля меньшинства.

Применимая ставка дисконтирования

Один из ключевых подходов к оценке стоимости — анализ дисконтированных денежных потоков. Методы и формулы из этого подхода применяют и в различных смежных видах анализа: в оценке инвестиционных проектов, анализе отдельных компонент доходов и затрат компании. Для того, чтобы результаты расчетов были верны, надо правильно выбрать ставку дисконтирования для оценки.

Ставка дисконтирования — требуемая норма доходности на капитал, задействованный в инвестициях. Как видно из определения стоимости собственного капитала, в данном случае речь идет только об акционерах компании, а значит во всех формулах для ее расчета мы будем применять [стоимость собственного капитала](#).

Стоимость компании в целом включает два основных вида капитала: собственный и заемный. Ожидаемая доходность этих двух видов капитала отличается, поэтому в качестве ставки дисконтирования применяют [средневзвешенную стоимость капитала \(WACC\)](#).

Как видно из формулы, связывающей стоимость собственного капитала и **EV**, есть еще две составляющие капитала: привилегированные акции и доля меньшинства. Аналитик может расширить формулу **WACC**, чтобы учесть и эти компоненты, но на практике обычно достаточно учитывать в расчете **WACC** только акционерный капитал и долг.

Использование в показателях

При выполнении оценки бизнеса сравнительным методом, вычисляют различные показатели, которые характеризуют отношение стоимости компаний к различным результатам их деятельности — рыночные мультипликаторы.

Ниже приведен пример типичной таблицы, используемой в сравнительной оценке:

| Анализ мультипликаторов | Market cap | EV/EBITDA, LFY | P/E (LTM) | P/CF, Trailing 12M | P/B |
|------------------------------------|------------|----------------|-----------|--------------------|--------|
| Carnival Corp | 14 462 | 4,68 | 4,84 | 5,60 | 0,56 |
| Royal Caribbean Cruises Ltd | 12 810 | 7,11 | 9,06 | 4,51 | 1,25 |
| Norwegian Cruise Line Holdings Ltd | 5 255 | 6,47 | 6,27 | n/a | 1,01 |
| MGM Resorts International | 9 455 | 8,32 | -61,84 | 1,42 | 1,16 |
| Las Vegas Sands Corp | 38 087 | 9,63 | 21,50 | 8,82 | 8,49 |
| Wynn Resorts Ltd | 9 957 | 11,86 | -86,27 | 17,42 | 8,02 |
| Marriott International Inc | 29 916 | 17,91 | 18,98 | 17,02 | n/a |
| Hilton Worldwide Holdings Inc | 21 474 | 14,57 | 20,12 | 17,40 | -23,49 |

Некоторые важные аспекты применения стоимости компании и капитала в расчете мультипликаторов:

1. В таблицу расчета обычно включают рыночную капитализацию, но, могут также включать стоимость компании и суммарный долг. Это позволяет увидеть роль долга в формировании активов компании.
2. Стоимость компании (**EV**) всегда соотносят с **EBITDA** компании, а не с чистой прибылью, так как в чистой прибыли уже вычтены проценты по кредитам, то есть чистая прибыль отражает доход, который остался для акционеров.
3. Стоимость собственного капитала в показателях обозначают как **P**, то есть **Price**, подразумевая при этом цену одной акции. Ее могут соотносить с прибылью, денежным потоком для акционеров или балансовой стоимостью собственного капитала.

Поскольку в расчете показателей применяют значения, которые формируются за период, и есть разные способы определения этого периода, в названии мультипликатора часто указывают способ определения периода. Например, в этой таблице:

LFY — Last Financial Year, последний финансовый год

LTM — Last Twelve Months, последние 12 месяцев. Trailing 12M — то же самое.