

# Подходы, основанные на оценке дисконтированных денежных потоков

*Свободный денежный поток*

*- для инвесторов;*

*- для акционеров;*

*Ограничения применения модели FCF*

# Основа моделей DCF

Базовый метод – дисконтированных денежных потоков, отражающий доходный подход к оценке с использованием инструментариев аннуитета и перпетуитета:

$$\text{Стоимость компании} = \sum_{i=1}^t \frac{CF_i}{(1+r)^i} + \frac{CF_{t+1}}{r_{\text{постпрогнозный}}} \div (1+r)^t$$

*Ориентация на денежные потоки определяется требованием инвесторов к высокой ликвидности и прибыльности своих капиталовложений.*

# Свободные денежные потоки (FCF)

**FCF** (Free Cash Flow) представляет собой денежные средства за определенный период, которыми компания располагает после инвестиций на поддержание или расширение своей базы активов

*Это важнейший параметр компании для инвесторов, так как он характеризует денежный поток, который может быть извлечен из действующей бизнес-модели, без ущерба для ее функционирования на текущих уровнях*

# Методы расчета FCF

## 1. Фактическая оценка денежных потоков компании

$$FCF = \begin{array}{l} \text{Чистый} \\ \text{операционный} \\ \text{денежный поток} \end{array} - \begin{array}{l} \text{Капитальные} \\ \text{вложения во} \\ \text{внеоборотные активы} \end{array}$$

*Требует доступа к внутренней информации, а также дополнительных корректировок. Используется для сравнения полученных фактических результатов с плановыми, рассчитанными иными методами*

## 2. Сущностная оценка на основе финансовой отчетности

$$FCF = EBITDA - Tax^{\text{фактические}} - Capex^{BOA} - \Delta NCWC$$

*Предполагает знание фактических налоговых платежей и величины вложений в оборотный капитал, может быть преобразована:*

$$FCF = EBIT \cdot (1 - Tax^{\text{факт.}}) + Depreciation - Capex^{BOA} - \Delta NCWC$$

## 3. Консалтинговый подход

$$FCF = EBIT \cdot (1 - T) + \begin{matrix} \text{Амортизационный} \\ \text{поток} \end{matrix} - \text{Капиталовложения} - \Delta NCWC$$

*Основное отличие – не требует корректировок на специфику функционирования бизнеса, позволяя планировать долгосрочные результаты*

Рассматриваемая модель открывает перед менеджментом ряд рычагов управления стоимостью:

- увеличение операционной эффективности компании через рост валового объема прибыли от продаж;
- снижение налогового бремени на операционные доходы компании;
- оптимизацию размера оборотного капитала и стимулирование к агрессивной политике его формирования;
- осуществление лишь обоснованных инвестиций, т. е. тех, которые обеспечат превышение будущих FCF по приведенной (текущей) стоимости над понесенными капитальными затратами.

Учет возврата инвестиций позволяет избежать ошибок при оценке приобретаемого бизнеса при условии правильной переоценки основных средств и нематериальных активов компании, а также оценивает возврат инвестированного капитала с учетом рисков деятельности компании

# FCF для акционеров: FCFE

На базе FCF:

$$FCFE = FCF - \frac{\text{Проценты уплаченные}}{\text{Проценты уплаченные}} - \left( \frac{\text{Объем погашенного долга}}{\text{Объем погашенного долга}} - \frac{\text{Объем вновь привлеченного долга}}{\text{Объем вновь привлеченного долга}} \right)$$

Недостатки:

1. FCFE гораздо волатильней во времени, а следовательно менее предсказуем в финансовом моделировании.

2. Большое значение на показатель FCFE оказывает изменение долга за период

**Консалтинговый подход:**

$$FCFE = (EBIT - i) \cdot (1 - T) + \frac{\text{Амортизационный поток}}{\text{Амортизационный поток}} - \text{Капиталовложения} - \Delta NCWC$$

где  $i$  – проценты по заемному капиталу.

# Стоимость компании FCFE

$$PV_{\text{Компании}} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+r_E)^t} + \frac{FCFE_{\text{Постпрогнозный}}}{r_E} \div (1+r_E)^n$$

где  $N$  – число прогнозных периодов;

$FCFE_{\text{Постпрогнозный}}$  – ожидаемый свободный денежный поток для акционеров в постпрогножном периоде.

$$r_E = r_0 + \beta \cdot (r_m - r_0)$$

где  $r_0$  – безрисковый уровень доходности;

$r_m$  – среднерыночная ставка доходности

$\beta$  – коэффициент бетта, отражающий индивидуальный (несистематический) риск компании.

$$r_E = r_0 + \beta \cdot (r_m - r_0) + K_1 + K_2 + K_3 + K_4 + K_5$$

где,

$K_1$  – премия за уровень странового риска;

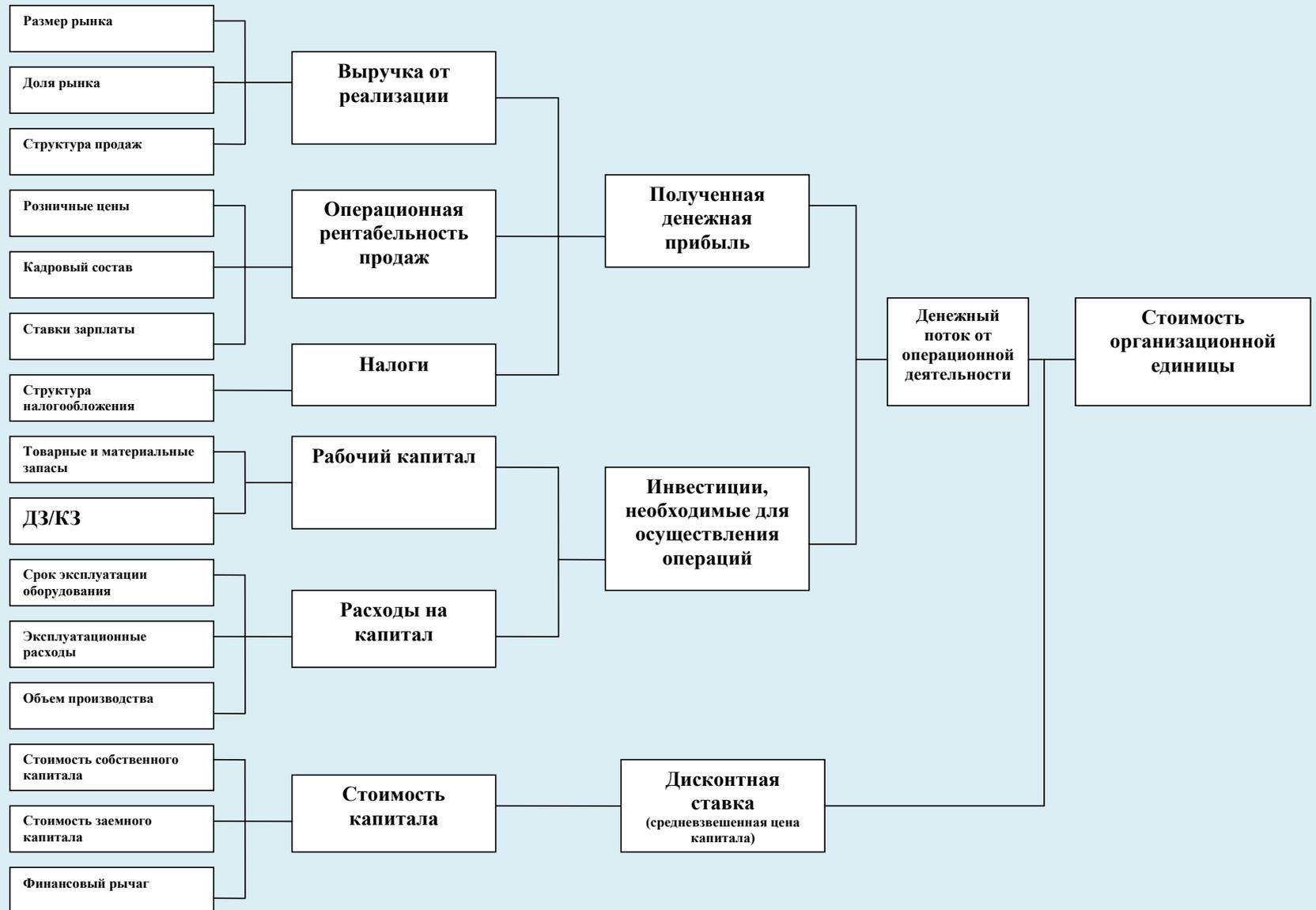
$K_2$  – премия за зависимость компании от ключевой фигуры в руководстве;

$K_3$  – премия за риски связанные с малым размером оцениваемой компании;

$K_4$  – премия за зависимость компании от успеха новых продуктов;

$K_5$  – премия за слабую диверсифицированность клиентской и товарной позиции на рынке.

# Факторы стоимости по FCF



# Недостатки модели FCF

- ✓ Сложность определения ставки дисконтирования и ее динамичность;
- ✓ Ориентация на будущие денежные потоки предполагает стабильность товарных рынков в долгосрочной перспективе;
- ✓ Реальная эффективность управления будет известна лишь в будущем, что затрудняет стимулирование менеджмента;
- ✓ Сложность прогнозирования FCF на длительный срок;
- ✓ Существуют риски занижения прогнозных значений будущих FCF менеджментом, для получения дополнительного вознаграждения в результате «роста эффективности»;
- ✓ Высока роль постпрогнозного периода в расчетах стоимости компании.