

ОӘЖ 658.15 (574)

**КӘСІПОРЫН ҚҰНЫН БАҒАЛАУДА МУЛЬТИПЛИКАТОРДЫ
ҚОЛДАНУДЫҢ МАҢЫЗЫ**

Жасқайратова Айгүл Мирасқызы

zhaskairatova@mail.ru,

Л.Н.Гумилев атындағы ЕҰУ студенті, Нұр-Сұлтан, Қазақстан
Ғылыми жетекшісі – э.ғ.к., доцент Бұлақбай Ж.М

Акцияның бағасы компанияның меншікті капиталы құндылығының және осы компанияның акциялар санының функциясы болып табылады. Осылайша, акция санын екі есеге арттыратын "екіге" акциясын бөлшектеу акция бағамын шамамен екі есеге азайтады. Оның бағасы фирманың үлестік қағаздарының санымен анықталғандықтан, мұндай курстарды әр түрлі фирмалар үшін салыстыруға болмайды. Нарықтағы ұқсас фирмалар үшін құндылықтың мәнін салыстыру үшін құндылықтың мәнін қандай да бір жолмен стандарттау қажет. Бұған генерацияланатын пайдаға, баланстық құнға немесе пайдаланылатын активтердің орнын ауыстыру құнына, алынатын түсімге немесе осы

сектордың фирмалары үшін ерекше болып табылатын көрсеткіштерге қатысты оларды стандарттау жолымен қол жеткізуге болады.

Салыстырмалы бағалау кезінде Мақсат ұқсас активтердің нарықтық бағасы негізінде активтердің құндылығын айқындаудан тұрады. Салыстырмалы бағалау екі компонентті қамтиды:

1. Активтердің құндылығын анықтау үшін, оларды салыстыруды негізге ала отырып, бағаларды стандартталған түрге келтіру керек, бұл әдетте бағаларды пайда мультипликаторларына айырбастау, баланстық құны немесе сату көлемі арқылы қол жеткізіледі.

2. Салыстырмалы фирмаларды табу, бұл қиын, себебі екі мүлдем ұқсас фирмалар жоқ.

Мультипликаторлар "баға / пайда" және PEG

Қандай да бір активтің құндылығы туралы пайымдаудың ең түсінікті жолдарының бірі осы актив құратын пайда мультипликаторын қарастырудан тұрады. Акция сатып алынған кезде, әдетте төленетін бағаға компания құрған бір акцияға пайда мультипликаторы ретінде қарайды. Бұл көрсеткіш – "баға/пайда" мультипликаторы-бір акцияға ағымдағы пайданы пайдалана отырып бағалауға болады. Бұл жағдайда оны ағымдағы PE (price-earning ratio) деп атайды, ал келесі жылы күтілетін бір акцияға – форвардты PE-ге жүгінгенде.

Бизнестің өзін сатып алған кезде, онда бір ғана акцияларды сатып алуға қарама-қарсы, әдетте операциялық кіріс немесе пайыздарды, салықтарды, тозуды және амортизацияны (EBITDA) төлегенге дейін пайда мультипликаторына назар аудара отырып, фирманың құндылығын зерттейді. Әрине, акцияларды немесе фирманы сатып алушы үшін төмен мультипликатор жоғары. Бірақ бұл ретте мынаны ескеру керек, бұл олардың шамасын күрделі әсер етеді өсу әлеуеті мен тәуекел сатып алынатын [1].

"Баға/пайда" мультипликаторы акцияның нарықтық бағасының (нарықтық бағамның) бір акцияға келетін пайдаға қатынасы ретінде есептеледі.

$PE = \text{акцияның нарықтық бағасы} / \text{бір акцияға пайда}$.

Егер мультипликатор келесі уақыт кезеңінде күтілетін пайданы өлшеу бірлігінде қалыптасса, онда бұл өрнек келесі түрге жеткізуге болады.

$PO / EPS_1 = \text{форвардтық PE} = \text{төлем коэффициенті} / (ke-gn)$

ke-меншікті капиталдың құны

gn-тұрақты өсудің күтілетін қарқыны

Мультипликатор PE-төлем коэффициенті мен өсу қарқынынан өсуші функция және тәуекелділіктің төмендейтін функциясы. Шындығында, біз төлем коэффициентін күтіліп отырған өсу қарқыны мен меншікті капитал кірістілігінің функциясы ретінде ұсына аламыз:

Төлем коэффициенті = $1 - \text{күтілетін өсу қарқыны} / \text{меншікті капиталдың кірістілігі} = 1-gn / ROEn$.

Бұл өрнек алдыңғы теңдеуде.

$PO / EPS_1 = \text{форвардтық PE} = (1-gn / ROEn) / (ke-gn)$

Осылайша, "баға/пайда" мультипликаторы келесі факторларды анықтайды:

Төлем коэффициенті (және меншікті капиталдың кірістілігі) жылдам өсу кезеңінде және тұрақты өсу кезінде. Мультипликатор PE өсудің кез келген осы қарқынында төлем коэффициентінің ұлғаюына қарай өсуде. Сол бекітуді тұжырымдаудың балама тәсілі мультипликатор PE өз капиталының табыстылығының ұлғаюына қарай өсуде және азаю кезінде төмендейді.

Тәуекелділік (дисконттау мөлшерлемесі арқылы). Мультипликатор ре тәуекелділіктің ұлғаюына қарай төмендейді. Яғни, кейбір инвесторлар тарапынан тәуекелге дайындықты арттыру акциялар бойынша тәуекел үшін сыйлықтардың төмендеуіне және барлық акциялар үшін PE мәндерінің өсуіне әкеледі. ($ke = rf + B * (\text{тәуекел үшін сыйақы})$)

Табыс өсуінің күтілетін қарқыны жылдам өсу кезеңінде де, тұрақты өсу кезеңінде де. Мультипликатор PE өсуде кез келген осы кезеңдер, егер ROE өз капиталының құнынан артық болса.

Пайыздық мөлшерлемелер. Пайыздық мөлшерлемелерді арттыру нарық үшін меншікті капитал құнының өсуіне және Pe мультипликаторының төмендеуіне әкеледі. Жылдам өсіп келе жатқан фирманың мультипликаторы күтілетін төтенше өсудің функциясы болып табылады - күтілетін өсуді күшейткенде, фирманың мультипликаторы соғұрлым жоғары. Күтілетін өсу қарқынындағы өзгерістердің әсері пайыздық мөлшерлемелердің деңгейіне байланысты өзгеріп отырады. Төмен пайыздық мөлшерлемелерде мультипликатор PE жоғары өсу қарқынына қарағанда күтілетін өзгерістерге әлдеқайда сезімтал. Мұның себебі қарапайым және өсу болашақта ақша ағындарын тудырады, ал олардың келтірілген құндылығы жоғары пайыздық мөлшерлемелерде әлдеқайда аз. Сондықтан өсім қарқынындағы өзгерістердің келтірілген құнға әсері аз болады.

Бұл формула ортақ, бұл кез келген фирмаға, тіпті дәл осы сәтте дивидендтерді төлемейтінге де қолданылады [2].

PEG мультипликаторы "баға/пайда" мультипликаторын акцияға пайданың күтілетін өсу қарқынына бөлуден жеке ретінде анықталады.

Мультипликатор $PEG = \text{мультипликатор PE} / \text{күтілетін өсу қарқыны}$

Әзірге нарықтар бизнесті бір бағалауды қамтамасыз етіп отыр, бухгалтерлер оны басқаша бағалайды. Бухгалтерлік түсіндірме баланстық құн бухгалтерлік есепке алу қағидаларына және тәуелді бастапқы бағасы төленген активтер, сондай-ақ жасалған содан кейін әр түрлі бухгалтерлік түзетулер (мысалы, тозуды есептеу). Инвесторлар акция үшін төленетін баға мен меншікті капиталдың баланстық құны (немесе таза құндылығы) арасындағы қатынасты акцияның қаншалықты бағаланғанын немесе бағаланбағанын анықтау шарасы ретінде жиі қарайды. Мұндай жағдайда туындайтын мультипликатор "баға/баланстық құн" (PBV) әртүрлі салаларда, олардың әрқайсысында өсу әлеуеті мен инвестициялардың сапасы қандай болуына байланысты өте қатты түрленуі мүмкін. Бизнес бағаланғанда және осы мультипликатор анықталғанда фирманың құндылығы мен бүкіл капиталдың баланстық құны қолданылады (оның акционерлік бөлігі ғана емес). Баланстық құнды активтердің шынайы құндылығының жақсы индикаторы деп есептемейтіндер үшін балама активтерді ауыстыру құнын пайдаланудан тұрады.

Компанияның құнын бағалаудың нарықтық принципі салыстырмалы активтердің жуырдағы сатылымдарын талдау арқылы құнның анықталуы мүмкін деп болжайды. Нарықтық тәсіл кезінде:

- капитал нарығының әдісі. Әдіс жұмыс істеп тұрған ретінде кәсіпорынды бағалауға бағытталған, ол әрі қарай да жұмыс істеуді болжайды.

- мәмілелер әдісі. Әдіс инвестор кәсіпорынды жабуды немесе оны шығару көлемін айтарлықтай қысқартуды көздеген жағдайда қолданылады.

- салалық коэффициенттер әдісі. Бұл әдіс қолданыстағы ретінде кәсіпорынды бағалауға бағытталған, ол әрі қарай да жұмыс істеуді болжайды.

Салалық коэффициенттер әдісінің мәні қандай да бір саладағы бизнесті сату тәжірибесін талдау негізінде сату бағасы мен қандай да бір көрсеткіш арасындағы белгілі бір тәуелділік шығатыны болып табылады. Бұл әдіс негізінен шағын кәсіпорындарды бағалау үшін қолданылады және көмекші сипатқа ие. Қорытудың нәтижесінде бағаланатын кәсіпорынның құнын анықтаудың қарапайым формулалары әзірленді [3].

Нарықтық тәсіл негізінен сатып алу-сату мәмілелері туралы жеткілікті деректер базасы бар жерде пайдаланылады. Салыстырмалы тәсілдің негізгі артықшылықтары:

- бағалау сенімді ақпаратқа негізделген, демек, кәсіпорынның өндірістік-қаржылық қызметінің нақты нәтижелерін көрсетеді.

- нақты жасалған мәміленің бағасы нарықтағы жағдайды барынша ескереді, яғни сұраныс пен ұсыныстың нақты көрінісі болып табылады.

Бағалау мультипликаторлары-Бұл бизнес құнын немесе меншік үлесін (немесе оған ішінара қатысу) алу үшін пайдаланылатын нарық анықтайтын көбейткіштер. Бұл ұғым капиталдандыру коэффициенттеріне ұқсайды. Әр түрлі кіріс ағындарына және басқа да айнымалыларға негізделуі мүмкін. Кәсіпорынның меншікті капиталының нарықтық құнын нарықтық әдіспен анықтау баға мультипликаторларын пайдалануға негізделген.

Баға мультипликаторы - бұл кәсіпорынның нарықтық бағасы мен қаржы базасы арасындағы арақатынасты көрсететін коэффициент. Бағалау мультипликаторының қаржылық базасы, шын мәнінде, кәсіпорын қызметінің қаржылық нәтижелерін көрсететін өлшеуіш болып табылады, оларға тек пайданы ғана емес, сонымен қатар ақша ағынын, дивидендтік төлемдерді, сатудан түскен түсімді және басқа да кейбір жағдайларды жатқызуға болады.

Бизнес құнын бағалау кезінде қолданылатын көптеген бағалау мультипликаторлары бар. Оларды екі түрге бөлуге болады: аралық және жылдам. Аралық мультипликаторларға: баға/пайда; баға/ақша ағыны, баға/дивидендтік төлемдер; баға/сатудан түскен түсім жатады. Жедел мультипликаторларға мыналар жатады: баға / активтердің баланстық құны; баға/активтердің таза құны; P/R - баға/Жалпы кірістер ; P/EBIT - баға/пайда; P/E - баға/таза пайда; P/CF - баға/ақша ағыны; P/BV - баға / меншікті капиталдың баланстық құны.

Мультипликатордың мәні-бұл әр түрлі салалар үшін оның табысының әлеуетін түсіну арқылы компанияның құнын көрсету (көбінесе амортизацияны, пайыздарды және пайдаға салынатын салықты есепке алғанға дейін пайда пайдаланылады, немесе "EBITDA"). Әлемдік нарықтарда осы көрсеткіш бойынша көшбасшылар жоғары технологиялар саласында жұмыс істейтін компаниялар болып табылады. Мысалы, бүгінгі күні Google және Yahoo интернет компанияларының EBITDA үшін мультипликаторлар : 16-17, ал Walmart - 7.6 ірі ритейлері үшін.

Алынған нәтижелерді нақтылау үшін бизнесті бағалау кезінде аналогтармен салыстыру негізінде бағалау мультипликаторлары деп аталатын қатынастар қолданылады.

Мультипликатор-баға мен қаржылық көрсеткіштер арасындағы қатынас. Бағалау үшін мынадай формула бойынша бірнеше мультипликаторлар есептеледі:

$$M = B / ҚБ$$

мұнда, M - бағалау мультипликаторы; B-ұқсас кәсіпорынды сату бағасы;

ҚБ-бағалау объектісіне ұқсас кәсіпорынның қаржылық көрсеткіші.

Бағалау мультипликаторларын қолдану ұқсас кәсіпорындардың баға мен маңызды қаржы көрсеткіштері арасындағы жеткілікті түрде жақын арақатынасы бар жорамалдарға негізделеді. Формуланы түрлендіре отырып, біз аламыз: $B = M \times ҚБ$.

Осылайша, кәсіпорынның бағасы қаржылық көрсеткішті тиісті мультипликаторға көбейту арқылы анықталуы мүмкін. Бағалау мультипликаторының қаржылық базасы, шын мәнінде, кәсіпорын қызметінің қаржылық нәтижелерін көрсететін өлшеуіш болып табылады, оларға тек пайданы ғана емес, сонымен қатар ақша ағынын, дивидендтік төлемдерді, сатудан түскен түсімдерді және басқаларды да жатқызуға болады. Мультипликаторды есептеу үшін қажет:

- аналогы ретінде таңдалған барлық компаниялар бойынша акция бағасын анықтау- бұл формула алымының мәнін береді;

- қаржылық базаны (пайда, сатудан түскен түсім, таза активтер мен т.б. құны) не белгілі бір кезеңде немесе бағалау күнгі жағдай бойынша есептеу; бұл бөлушінің шамасын береді. Акцияның бағасы бағалау күнінің алдындағы соңғы күнге алынады немесе ол соңғы айдағы ең жоғарғы және ең төменгі баға шамаларының арасындағы орташа мәнді білдіреді. Қаржылық база ретінде соңғы есепті жыл үшін не соңғы 12 ай үшін не бағалау күнінің алдындағы бірнеше жыл үшін орташа шама болуы тиіс.

Нақты жағдайға байланысты кәсіпорынның құны туралы пікір мультипликаторлардың кез келгеніне немесе олардың кез келген үйлесіміне негізделуі мүмкін. Бұл үшін әрбір ұқсас кәсіпорын үшін бірнеше мультипликатор есептеледі,

тәуекелдер мен қаржылық көрсеткіштер талданады, одан кейін бағаланатын кәсіпорын туралы қолда бар қаржылық ақпаратқа барынша сәйкес келетін мультипликатор таңдалады.

P/E, P/CF мультипликаторы келесі ережелерді сақтаған кезде қолданылады:

- кіріс базасы (пайда немесе ақша ағыны) әр түрлі тәсілдермен анықталуы мүмкін: амортизацияға дейін және одан кейін пайыздарды, салықтарды, дивидендтерді төлеу. Басты талап-Аналогты кәсіпорынның таңдалған мультипликаторымен сәйкестік;

- мультипликаторды таңдау алынған қаржы ақпаратына ғана емес, сонымен қатар кәсіпорын активтерінің құрылымына да байланысты: мультипликатор P/CF жылжымайтын мүлікке ие кәсіпорындарды бағалау үшін пайдалану орынды, оның баланстық құны азаятын, бірақ нарықтық баға өсе алатынымен. Бұл ақша ағынын есептеу кезінде амортизациялық аударымдар таза пайдаға қосылады. Егер кәсіпорын активінде тез ескірген жабдықтар басым болса, таза пайда неғұрлым қолайлы база болып табылады.

P/E мультипликаторлары бағаланбаған немесе қайта бағаланған нарықтарды анықтау мақсатында әртүрлі елдер бойынша салыстырмалы талдаулар барысында жиі қолданылады. P/E неғұрлым төмен мәні бар нарықтар бағаланбаған, ал неғұрлым жоғары мәні бар нарықтар қайта бағаланған ретінде қарастырылады. Көрсетілген жағдайлардан басқа (акцияларды қайта бағалау немесе жете бағаламау) бұл мультипликатор жабық немесе сатылмайтын акцияларды бағалау үшін де пайдаланылады. Мультипликаторларды пайдалану да қажет:

- жабық компаниялардың қосылуы мен жұтылуын жүзеге асыру кезінде;
- акцияларды бастапқы орналастыру барысында,
- несие алу кезінде акцияларды кепілмен қамтамасыз етуге орналастыру барысында,
- бір акционердің үлесін басқа акционерлер сатып алған кезде.

Бұл мультипликаторды талдау барысында нарық өсуінің күтілетін қарқынының ұлғаюына қарай P/E көрсеткіштеріндегі айырмашылықтар өсе бастағанын ескеру қажет. Нарықтың өсу қарқынының өсуімен P/E көрсеткішінің дәлдігі төмендеуде. P/E мультипликаторын анықтау барысында маңызды міндеттердің бірі EPS көрсеткішін (акцияға пайда) дұрыс бағалау болып табылады, тарату үшін қол жетімді компанияның таза пайдасының қарапайым акциялардың орташа жылдық санына қатынасына тең қаржылық көрсеткіш. Компания құнын есептеу кезінде негізгі мультипликаторлардың бірі баланстық пайданың мультипликаторлары болып табылады. Мультипликаторлардың осы санатына келесі көрсеткіштер кіреді: P / BV; MV/BV; EV / BV.

P/BV мультипликаторы акцияның нарықтық бағасын (бағамын) меншікті капиталдың ағымдағы баланстық құнына бөлуден жеке ретінде есептеледі.

Бұл мультипликаторды есептеу барысында, атап айтқанда,:

- меншікті капиталдың баланстық құнын есептеу барысында қолда бар артықшылықты акциялардың құнын ескермеу керек [4]. P / BV мультипликаторын есептеу көп жағдайда дисконтталған ақша ағындарының моделінде құн есептелетін іргелі айнымалыларға негізделген. Бастапқы есептік формула: $P_0 = DPS_1 / (r_e - g_n)$, мұнда: P_0 – акцияның есептік бағасы, DPS_1 – келесі жылы бір акцияға күтілетін дивидендтер, r_e – акцияның кірістілігі, g_n – шексіз уақытша кезеңде дивидендтердің өсу қарқыны, егер $DPS_1 = (EPS_1 * \text{төлем коэффициенті})$ болса, онда формула мынадай түрге ие болады: $P / BV = (ROE - g_n) / (r_e - g_n)$. Егер меншікті (акционерлік) капиталдың кірістілігі акциялардың кірістен асып кетсе, онда ағымдағы баға меншікті капиталдың баланстық құнынан артық болады. Егер ROE r_e аз болса, онда баға меншікті капиталдың баланстық құнынан төмен болады. Жалпы, P/BV мультипликаторы келесі факторлармен анықталады: - меншікті капиталдың табыстылығы, ол ROE - ден сызықтық өсу функциясы болып табылады; - мультипликатор кез келген өсу қарқыны кезінде төлем коэффициентінің өсу шамасына қарай жоғарылайды; - P/BV қатынасы тәуекелдің ұлғаюына қарай төмендейді, операциялардың тәуекелділігінің жоғарылауы r_e көрсеткішінің артуына әкеледі. - компанияның өсу қарқынының артуы мультипликатордың өсуіне ықпал етеді. Бұдан әрі P/BV арақатынасын және меншікті капиталдың кірістілігін қарастырайық.

Бұл мультипликатор өз капиталының табыстылығына байланысты. Бұл әсер дифференциалды талдау барысында айқын болады (ROE-re). Бұл айырмашылық көп болса, мультипликатордың мәні соғұрлым жоғары. Графикалық иллюстрацияда $pbv = f(ROE - re)$ тәуелділігін келесідей ұсынуға болады:

Меншікті капиталдың табыстылығы мен акциялардың табыстылығы арасындағы айырмашылық компанияның орташа нарықтық көрсеткішпен салыстырғанда артық кірістілікті алу қабілетін айқындайды.

PBV және (ROE - re) ықтимал арақатынастарын компанияның бағасы мен кірістілігіне қажетті түзетулер жасауға мүмкіндік беретін матрица көмегімен қарастыруға болады. Мұндай матрицаны қалыптастыру нақты фирманың сатылатын акцияларын "жете бағаламау" немесе "қайта бағалау" фактісін анықтау мүмкіндігін кеңейтеді.

Жоғары мультипликатор PBV және төмен спред (ROE-re) жоғары мультипликатор PBV және Жоғары спред (ROE-re). Төмен мультипликатор PBV және төмен спред (ROE-re) төмен мультипликатор PBV және Жоғары спред (ROE-re)

Мультипликатор P / E және тәуекел. Нақты мультипликатор мен тәуекелдің өзара байланысын қарастыра отырып, акциялардың кірістілігін арттыру күтілетін өсу нәтижесінде құрылатын компания құнының азаюына әкеп соқтыратынын атап өткен жөн. Өз кезегінде компанияның экономикалық өсу қарқыны тәуекел көрсеткіштерімен байланысты.

Қолданылған әдебиеттер тізімі

1 Аксенов, А.П. Экономика предприятия: Учебник / А.П. Аксенов, И.Э. Берзинь, Н.Ю. Иванова; Под ред. С.Г. Фалько. - М.: КноРус, 2013. - 350 с.

2 Комплексный экономический анализ предприятия: [учебник/ проф. А.П. Калинина и др.]; под ред. Н.В. Войтоловского, А.П. Калининой, И.И. Мазуровой. - Санкт-Петербург [и др.] : Питер : Лидер, 2010. - 569 с

3 Шеремет А.Д. Комплексный анализ хозяйственной деятельности: учебник / А.Д. Шеремет. – М.: ИНФРА-М, 2011. – 415 с.

4 Ковалев В.В. «Практикум по анализу и финансовому менеджменту». М.:«Финансы и статистика» 2009 - 320 с.