

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ АВИАКОМПАНИИ «ТРАНСАЭРО» СРАВНИТЕЛЬНЫМ ПОДХОДОМ

© Гулюк Н.В., Зарубина А.А., 2016

Иркутский государственный университет, г. Иркутск

На сегодняшний день деятельность авиационной компании «ТРАНСАЭРО» прекращена в связи с огромными краткосрочными долгами и неспособностью самой компании оплачивать их. Соответственно, авторам стало интересно, какова стоимость компании (включая активы), хотя очевидно, что стоимость долга значительно превышает этот показатель. Данная оценка стоимости будет производиться путем сравнительного подхода оценки бизнеса.

Ключевые слова: оценка, анализ, сравнительный подход.

Оценка стоимости любой компании сравнительным подходом подразумевает определение этой стоимости через компании-аналоги в той же отрасли. Поскольку ПАО «Авиационная компания ТРАНСАЭРО» прекратила свою операционную деятельность в октябре 2015 года, оценить ее стоимость именно сравнительным подходом — единственная логически предоставленная возможность.

Существуют три способа оценки бизнеса — доходный подход, основанный на дисконтировании денежных потоков и прогнозе выручки и чистой прибыли; затратный подход, базирующийся на разнице между оцененными активами и обязательствами; и сравнительный подход, заключенный в подсчете стоимости данной компании через аналоги в той же отрасли. В роли

аналогов выступают преимущественно конкуренты, поскольку именно они работают в схожей отрасли, сопоставимы по масштабу деятельности и степени влияния. Таким образом, компаниями-аналогами ПАО «ТРАНСАЭРО» можно назвать ПАО «АЭРОФЛОТ» и ПАО «UTAIR».

Сразу отметим, что остальные подходы оценки бизнеса, доходный и затратный, к ПАО «ТРАНСАЭРО» нельзя назвать применимыми. Доходный подход подразумевает наличие у компании денежных потоков и выручки, которые можно продисконтировать во времени, спрогнозировать на несколько лет вперед и оценить. Поскольку «ТРАНСАЭРО» прекратило свою операционную деятельность в октябре 2015 года, данные о выручке и денежных потоках спрогнозировать будет весьма затруднительно.

Принцип затратного подхода состоит в разности между всеми активами компании и обязательствами. Однако, сложность заключается оценки каждого актива, так как это делается по отдельным статьям бухгалтерского и управленческого учетов. Доступ к данным о каждом активе (нематериальные, долгосрочные, оборотный капитал и др.) не предоставлен в связи с объявлением ПАО «ТРАНСАЭРО» о собственном банкротстве. Таким образом, сравнительный подход и будет рассматриваться в качестве центрального в оценке стоимости ПАО «ТРАНСАЭРО».

Прежде чем приступить к оценке, необходимо разобраться с деятельностью авиакомпании. «ТРАНСАЭРО» выполняла пассажирские и грузовые перевозки по России, а также международные рейсы большой и средней протяженности в страны Европы, Азии, Северной и Латинской Америки. Флот компании составлял свыше ста судов, однако после прекращения операционной деятельности бы передан государству. Головной офис компании находился в Москве, хабы базировались в «Домодедово», «Пулково» и «Внуково».

Для начала рассмотрим коэффициенты платежеспособности. Коэффициент абсолютной ликвидности отражает, какую часть краткосрочных обязательств компания может погасить в настоящий момент. Динамика с 2012 по 2014 года показывает, что на протяжении трех лет компания ухудшала свои показатели абсолютной ликвидности с 5 % до 3,5 %. Это означает, что компания с каждым годом ухудшала свою способность погашения краткосрочных обязательств. Что касается текущей ликвидности, то данный коэффициент характеризует наличие у компании оборотных средств, которые способствуют ведению хозяйственной деятельности и дают возможность погашения обязательств своевременно. Как и показатель абсолютной ликвидности, коэффициент текущей ликвидности в ПАО «ТРАНСАЭРО» с каждым годом все уменьшался, однако, намного стремительнее. В сравнении 2012 с 2013 годом разница не была особо видна, однако, к 2014 году значение показателя упало практически на 100 %. Это можно интерпретировать как значительное сокращение количества оборотных средств и увеличение задолженности компании. Еще одним показателем платежеспособности является показатель обеспеченности должника его активами. Данный показатель отражает, сколько активов компании приходится на единицу долга. Интересно, что согласно данным, взятым из годового отчета ПАО «ТРАНСАЭРО», можно сделать вывод, что хоть данный показатель и сократился в период 2012–2013 года, однако, в 2014 году он значительно вырос. Исходя из этого, компания предоставляет довольно противоречивые

данные, ведь различные показатели говорят об обратных эффектах. Например, последний показатель никак не согласуется с фактом, что ПАО «ТРАНСАЭРО» в итоге оказалось банкротом, а так же улучшение данного показателя противоречит сокращению показателя абсолютной ликвидности. Возвращаясь к описанию показателей платежеспособности в компании ПАО «ТРАНСАЭРО», необходимо разобрать коэффициент платежеспособности по текущим обязательствам. По данным, представленными компанией, нами был произведен расчет показателя, который так же содержит информацию, отличную от результатов других показателей. Согласно получившимся данным, степень платежеспособности по текущим обязательствам неукоснительно росла в компании, особенно в период 2013–2014 г. Можно сделать вывод, что компания значительно увеличила выручку, что привело к улучшению показателя.

Следующей группой коэффициентов, рассматриваемых в данной статье, являются коэффициенты финансовой устойчивости. Одним из основных показателей в данной группе является коэффициент автономии или финансовой независимости. Данный коэффициент отражает долю активов компании, которые обеспечиваются собственными, а не заемными средствами. В ПАО «ТРАНСАЭРО» данный показатель так же растет, делая большой скачок в 2014 году. Согласно данной информации, организация должна была стать более стабильной за счет удельного веса собственных средств. Еще одним коэффициентов в данной группе, рассматриваемых нами, является коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами. Данный коэффициент определяет обеспеченность компании собственными оборотными средствами, которые необходимы для финансовой устойчивости организации. Результаты данных коэффициента являются неутешительными для компании-согласно результатам, обеспеченность собственными оборотными средствами еще в 2012 году была отрицательной, однако, к 2014 упала еще на порядок сильнее. Данный результат может объясняться сокращением при разницы собственных средств и скорректированных внеоборотных активов. Доля просроченной кредиторской задолженности в пассивах так же является одним из коэффициентов финансовой устойчивости. Данный показатель отражает наличие просроченной задолженности компании, а так же его долю в совокупных пассивах компании. По данным, взятым из бухгалтерских отчетностей ПАО «ТРАНСАЭРО», мы провели необходимые вычисления и получили следующий результат: на протяжении периода 2012–2014 годов доля просроченного капитала растет. Это абсолютно соответствует действительности, просроченная задолженность компании с каждым годом росла все

больше и больше до тех пор, пока компания совершенно не перестала быть возможной расплатиться со всеми задолженностями. Что касается доли дебиторской задолженности в активах, здесь наблюдается абсолютно обратный эффект — дебиторская задолженность ПАО «ТРАНСАЭРО» с каждым годом становилась все меньше, что так же влияло на возможность компании выплачивать кредиторскую задолженность. Делая вывод по коэффициентам финансовой устойчивости, можно сказать, что большинство результатов показателей все-таки соответствовало действительности и было логически согласовано с другими результатами, однако это касается не все коэффициентов. Например, показатель финансовой независимости противоречит результатам других показателей, а так же выводам, основанных как на показателях финансовой устойчивости, так и на показателях платежеспособности компании.

Последней группой коэффициентов, рассматриваемых нами, являются коэффициенты деловой активности. К данным показателям относятся рассматриваемые рентабельность активов и норма чистой прибыли. Рентабельность активов отражает сразу многие аспекты деятельности организации, такие как эффективность использования имущества, эффективность менеджмента в организации, профессиональная квалификация руководства и так далее. ПАО «ТРАНСАЭРО» в 2014–2014 года не обладала значительными изменениями в рентабельности активов. Тем не менее, в 2013 году результат данного показателя вырос на 4,5 %, однако, в 2014 году снизился на 1,5 %. Такие результаты обуславливаются изменениями в данных по чистой прибыли организации и ее совокупных активов. Что касается нормы чистой прибыли, данный показатель характеризует уровень доходности от хозяйственной деятельности компании. В компании ПАО «ТРАНСАЭРО» норма чистой прибыли значительно уменьшилась, и даже стала отрицательной, за период 2012–2014 гг. Если сравнить 2012 и 2014 года, то за три года разница составила 18,47 %, что является буквально катастрофическим показателем для компании.

В данной статье рассматривались три типа коэффициентов — это коэффициенты платежеспособности, финансовой устойчивости и деловой активности. Согласно полученным результатам, компания действительно шла к банкротству, однако, некоторые результаты предоставляют обратную информацию. Это можно списать на некорректное отражение действительной финансовой отчетности ПАО «ТРАНСАЭРО». Кроме того, поднимался вопрос о фальсификации финансовой отчетности компании и некорректных аудиторских заключений на протяжении определенного промежутка времени, что так же объясняет некоторые рассмотренные

результаты показателей, которые не выглядят особо правдоподобно.

Рассмотрим следующий алгоритм подсчета стоимости компании сравнительным подходом:

- Находим капитализацию компании-аналога (цена акции на определенную дату* количество акций в обращении);
- Находим мультипликаторы компаний-аналогов — $P/\text{выручка от реализации}$, $P/\text{денежный поток}$, $P/\text{балансовая стоимость активов}$ (данные мультипликаторы наиболее уместны для ПАО «ТРАНСАЭРО»);
- Находим средние значения мультипликаторов (среднее арифметическое);
- Принимаем эти значения за мультипликаторы ПАО «ТРАНСАЭРО»;
- Считаем стоимость компании путем трех разных мультипликаторов (выручку, денежные потоки и балансовую стоимость активов на этот раз берем собственную);
- Вычисляем среднюю стоимость компании по трем полученным значениям.

Таким образом, в роли компаний-аналогов выступили ПАО «УТАИР» и ПАО «АЭРОФЛОТ». Следуя представленному выше алгоритму, легко можно посчитать мультипликаторы для определения стоимости.

Цена одной акции «АЭРОФЛОТА» по данным на 5 декабря 2015 года (именно на тот момент считалась стоимость компании) составляла 57 рублей 33 копейки. Количество акций в обращении — 1 110 616 299, соответственно, капитализация получилась 63 671 632 241 рубль 67 копеек. Зная капитализацию, выручку от реализации, денежный поток и балансовую стоимость активов ПАО «АЭРОФЛОТ», можно посчитать соответствующие мультипликаторы.

Мультипликаторы $P/\text{выручка от реализации}$ получилась равной 0,26; $P/\text{денежный поток} = 30,75$; $P/\text{балансовая стоимость активов} = 0,44$.

Акция ПАО «УТАИР» по данным на 5 декабря 2015 года на рынке котируется 13 рублей 95 копеек. Количество акций в обращении составляет 577 280 000 штук. Таким образом, капитализация «УТАИР» равна 8 052 051 600 рублей.

Мультипликаторы $P/\text{выручка от реализации}$ получилась равной 0,11; $P/\text{денежный поток} = 4,7$; $P/\text{балансовая стоимость активов} = 0,095$.

Далее необходимо определить средние значения мультипликаторов: мультипликатор $P/\text{выручка от реализации} = 0,19$; $P/\text{денежный поток} = 17,73$; $P/\text{балансовая стоимость активов} = 0,27$. Именно эти значения мы умножаем на выручку от реализации, денежный поток и балансовую стоимость активов ПАО «ТРАНСАЭРО», получая при этом три разных стоимости компании.

Приводя к среднему арифметическому этих значений, стоимость ПАО «ТРАНСАЭРО» на 5

декабря 2015 года составляет 26 294 126 183 рубля 23 копейки.

Сравнительный подход позволил оценить стоимость компании путем сравнения ее мультипликаторов с аналогичными у конкурентов, что, в свою очередь, является наиболее уместным и возможно даже единственным способом оценки бизнеса ПАО «ТРАНСАЭРО» по текущему состоянию компании на тот период. ■

1. Бухгалтерская отчетность ПАО «АЭРОФЛОТ». [Электронный ресурс] // АЭРОФЛОТ: российские авиалинии: Официальный сайт – URL:http://www.aeroflot.ru/cms/files/category_pictures/Buhgalterskaya_otchetnost__za_2014.pdf (дата обращения: 17.12.2015).

2. ПАО «ТРАНСАЭРО» [Электронный ресурс] // ТРАНСАЭРО: Официальный сайт URL: <http://www.transaero.ru> (дата обращения: 17.12.2015).

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Бухгалтерская отчетность ПАО «АЭРОФЛОТ». [Электронный ресурс] // АЭРОФЛОТ: российские

авиалинии: Официальный сайт – URL:http://www.aeroflot.ru/cms/files/category_pictures/Buhgalterskaya_otchetnost__za_2014.pdf (дата обращения: 17.12.2015).

ПАО «ТРАНСАЭРО» [Электронный ресурс] // ТРАНСАЭРО: Официальный сайт – URL: <http://www.transaero.ru> (дата обращения: 17.12.2015).

Business valuation of «TRANSAERO Airlines»

© **Gulyuk N.V, Zarubina A.A., 2016**

Nowadays the activity of «TRANSAERO Airlines» is stopped because of its inability to pay on huge short-term debts. Eventually, it became interesting to the authors, what the value of the company (including assets) is, even though it is obvious that debt cost considerably exceeds this indicator. This value of the company will be estimated by comparative approach of business valuation.

Keywords: business valuation, analysis, comparative approach.
