

Акционерна добавена стойност (SVA - Shareholder Value Added)



Показателят акционерна добавена стойност (SVA - Shareholder Value Added) се базира на предположението, че създаване на добавена стойност за акционерите ($SVA > 0$) е възможно, когато рентабилността на новите инвестиции на компанията (ROIC) превишава средно претеглените разходи за капитал (WACC). Важно условие при това е действията на мениджърите на компанията да бъдат насочени към получаване на допълнителна изгода за собствениците на компанията, която фактически се определя от приръста на акционерния й капитал.

Добавената стойност на акционерите (SVA) се появи във връзка с показателя икономическа добавена стойност (EVA), като се основава не на счетоводната (балансова) оценка на инвестирания капитал, а на оценката на пазарната му стойност.

SVA представлява капитализирано изменение на текущата стойност на оперативния паричен поток, намалено с текущата стойност на инвестициите в дълготрайни активи и в оборотен капитал, предизвикали това изменение.

Редица изследвания отбелязват, че съществува устойчива корелация между пазарната стойност на компанията и показателя SVA, разработен от А. Рапапорт¹. Акцентът в този аналитичен модел е върху точното определяне на периода на конкурентните предимства на компанията, които не са безкрайни. Те осигуряват повишаване на рентабилността на капитала, което изостря конкуренцията и в резултат на това рентабилността на капитала постепенно намалява. На тази основа в модела прогнозният период е ограничен до 5 години.

В теорията и практиката са известни няколко подхода за изчисляване на SVA, някои от които доразвиват или значително опростяват подхода, считан за един от най-сложните сред инструментите на стойностната аналитична парадигма.

Изчисляването на добавената стойност на акционерите (SVA) се основава на предположението, че са необходими инвестиции за нормалното развитие на компанията, които трябва да доведат до по-голямо увеличение на стойността на компанията. При такъв

¹ Моделът на акционерната добавена стойност (SVA) е разработен от А. Рапапорт (1986 г.) и се популяризира от консултантската компания LEK/Alcar Consulting Group. Вж. Rappaport A. 1986. Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance. Free Press: N. Y.

подход SVA може да се определи като разлика между нарастването на стойността на компанията и инвестицията, която е причинила растежа.

Факторите, от които зависи (според Рапапорт) SVA, са:

- a) Темп на нарастване на приходите от продажби;
- b) Печалба от оперативна дейност;
- c) Приръст на инвестициите в основен капитал;
- d) Приръст на инвестициите в оборотен капитал;
- e) Данъчна ставка;
- f) Цена на капитала.

Подобно на икономическата добавена стойност (EVA), акционерната добавена стойност (SVA) възниква, когато възвръщаемостта на инвестицията на компанията надвишава среднопретеглената цена на капитала, т.е. когато $ROIC > WACC$. Този излишък в модела SVA, за разлика от модела EVA, съществува само през периода, в който компанията има конкурентни предимства. Това определя ограничаването на прогнозния период до периода на конкурентните предимства на компанията.

Основни предпоставки за изчисляване на SVA са:

- Бизнесът създава стойност само когато има конкурентно предимство. В модела SVA периодът на конкурентно предимство на компанията се възприема в рамките на 5 години.
- Времето на съществуване на конкурентно предимство е ограничено, тъй като наличието му води до приток на капитал в индустрията с последващо засилване на конкуренцията, респ. на търсенето и предлагането. В резултат на това, с течение на времето, приносът на конкурентното предимство към стойността се стреми към нула.
- Стойността, добавена от новите инвестиции, се отчита в годината, в която те са направени.
- Първоначално инвестираният капитал в разчетите се отчита по пазарна оценка.
- Размерът на амортизациите е равен на величината на текущите (нестратегически) капитални вложения, свързани с поддържане на съществуващите основни фондове.

В теорията и практиката са известни няколко подхода за изчисляване на SVA, някои от които доразвиват или значително опростяват подхода, считан за един от найсложните сред инструментите на стойностната аналитична парадигма. Тук ще разгледаме оригиналния SVA-модел на Рапапорт. За приложението му е необходимо да се изчисли:

- 1) Печалба преди лихви, но след данъци (NOPAT) за отчетната година (t):

$$NOPAT_t = EBIT_t (1-T)$$

- 2) Период в години (n), за който се прави прогноза за изменението на NOPAT. Този период е до 5 години, тъй като това е максималния срок (според Рапапорт), в който компанията може да съхрани своите конкурентни предимства.

- 3) Темп на растеж (g) на NOPAT през прогнозния период. Определянето му е осъществимо на базата на темпа на изменение на приходите от продажби (хоризонтален или индексен анализ), с използване модела на Бостънската консултантска група (BCG) за темп на устойчив растеж - SGR (sustainable growth rate) и други техники.
- 4) Нетен паричен поток (NCF_t), изчисляван като разлика между NOPAT и чистия приръст (ΔI) на инвестициите в дълготрайни активи и оборотен капитал:

$$NCF_t = NOPAT - \Delta I$$

- 5) Чистият приръст на инвестициите (ΔI) представлява изменението на балансовата стойност на активите, получено в резултат на реинвестиране на печалбата. В модела той се определя като дял (%) от годишния приръст на NOPAT. И макар, че NOPAT се изчислява с отчитане на годишната амортизация, в NCF_t амортизацията, начислена за съответната година, не се включва. Причината е, че ΔI се определя като чист приръст на балансовата стойност на активите на компанията, т.е. като превишение на брутните инвестиции, реализирани от компанията през периода, над сумата на начислената амортизация. По този начин влиянието на амортизацията взаимно се компенсира, намалявайки двата компонента на уравнение. ΔI по същество са чистите инвестиции.
- 6) Остъчната стойност (стойност (TV – terminal value или RV – residual value) се изчислява като стойност, която ще се създава от активите в следпрогнозния период. Продължителността на последния е от $n+1$ до безкрайност при предположението, че отсъства ръст на TV. Поради това TV се определя в модела SVA на принципа на вечната рента:

$$TV = \frac{NOPAT}{WACC}$$

С използване на посочените по-горе показатели може да се изчисли:

Първо, Акционерната стойност SV (Shareholder Value) на компанията като сума от дисконтираните нетни парични потоци през прогнозния период, който в този модел е краен ($t = 1 \div n$) и дисконтираната остатъчна стойност, създавана в следпрогнозния период, т.е. от края на прогнозния период (n) до безкрайност:

$$SV_n = \sum_{t=1}^n \frac{NCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_n}{(1+WACC)^n} = PV_{NCF_n} + PV_{RV_n}$$

Второ, Акционерната добавена стойност SVA на компанията като разлика между акционерната стойност за съответната година SV_n и акционерната стойност за предходната година SV_{n-1} .

$$SVA_n = SV_n - SV_{n-1}$$

Ако последната формула се разгъне, тя ще придобие вида:

$$SVA_n = \left[\sum \frac{NCF_n}{(1+WACC)^n} + \frac{RV_n}{(1+WACC)^n} \right] - \left[\sum \frac{NCF_n}{(1+WACC)^{n-1}} + \frac{RV_{n-1}}{(1+WACC)^{n-1}} \right] =$$

$$= \frac{NCF_n}{(1+WACC)^n} + \left[\frac{RV_n}{(1+WACC)^n} - \frac{RV_{n-1}}{(1+WACC)^{n-1}} \right] = PV_{NCF_n} + [PV_{RV_n} - PV_{RV_{n-1}}]$$

Използвани източници:

1. <https://www.investopedia.com/terms/s/shareholdervalueadded.asp>
2. <http://vamocenka.ru/akcionernaya-dobavlennaya-stoimost-sva-kak-obekt-ocenki/>
3. Касърова, В. Новите метрики на корпоративния финансов успех. Изд.: Евдемония Продъкшън ЕООД, София, 2013, стр. 88, ISBN 978-954-92924-3-5. Електронен документ: <http://eprints.nbu.bg/1762/1/VBM%20VKASAROVA.pdf>

*Материалът е подготвен от доц.д-р Виолета Касърова
vkararova@okobg.com*