

ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ФАРМАЦЕВТИЧЕСКИХ ОРГАНИЗАЦИЙ НА ОСНОВЕ МОДЕЛИ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДОБАВЛЕННОЙ СТОИМОСТИ

Е. Е. Чупандина, О. А. Еригова

Воронежский государственный университет

Поступила в редакцию 11.05.2015 г.

Аннотация. В статье приведены результаты применения показателя экономической добавленной стоимости для оценки рыночной стоимости фармацевтических организаций и их инвестиционного потенциала. Выделены фармацевтические организации, имеющие устойчивый рост показателя EVA и формирующие группу конкурентоспособных фармацевтических организаций. Предложен методический подход по выявлению фармацевтических организаций, имеющих высокую инвестиционную привлекательность.

Ключевые слова: рыночная стоимость фармацевтической организации, модель экономической добавленной стоимости, показатель EVA.

Abstract. The results of the application of economic value added indicator to assess the market value of pharmaceutical companies and their investment potential. Marked pharmaceutical company with sustainable growth rate and EVA forming a group of pharmaceutical companies competitive. The methodical approach to identify pharmaceutical companies with high investment attractiveness.

Key words: the market value of the pharmaceutical company, the model of economic value added, the rate of EVA.

Высокая конкуренция в розничном секторе фармацевтического рынка, экспансия общероссийских аптечных сетей в регионы за счет покупки готового бизнеса, а также развитие региональных сетевых аптечных организаций являются основными трендами в развитии рынка. Процессы слияния и поглощения, покупка готового фармацевтического бизнеса определяют необходимость оценки балансовой и рыночной стоимости фармацевтических организаций для выявления наиболее привлекательных объектов.

Сложившаяся практика использует различные подходы к оценке стоимости бизнеса. Среди наиболее распространенных в экономической практике используются, например, SVA (Shareholders Value Added - добавленная акционерная стоимость), MVA (Market Value Added - добавленная рыночная стоимость), EVA (Economic Value Added - добавленная экономическая стоимость), CFROI (Cash Flow Return on Investments - возврат денежного потока на инвестиции) и ряд других.

Разрыв в стоимости фармацевтических организаций определяется рядом факторов, к числу которых относится репутация, большое число постоянных покупателей. Все это формирует дополнительную рыночную стоимость бизнеса.

Положительное значение EVA характеризует эффективное использование капитала, достижение максимально возможного положительного значения EVA является положительным фактором не только для акционеров в рамках управления стоимостью компании, но и для всей национальной экономики. Производительность капитала – фактор, оказывающий наибольшее влияние на экономику и, как следствие, на валовой внутренний продукт (ВВП). Для любой экономики характерен некоторый запас капитала, что приводит к появлению нового ВВП, с ростом производительности капитала увеличивается и ВВП [1].

Рост конкуренции в розничном секторе фармацевтического рынка, ухудшение условий деятельности (снижение покупательской способности за счет роста цен на лекарственные средства и това-

ры фармацевтического ассортимента, уменьшения расходов на государственные программы гарантированного обеспечения населения лекарственными средствами) ставят перед менеджментом задачи по поиску аналитических методов и приемов оценки эффективности деятельности аптечной организации. При выборе подходящей методики менеджмент сталкивается с рядом проблем. Во-первых, наличие большого выбора инструментов и систем показателей, характеризующих деятельность фармацевтических организаций. Многочисленные показатели, заложенные в их основу, постоянно обновляются и порождают трудности со сбором, достоверностью, доступностью необходимой информации и ее сравнительного анализа. Во-вторых, большинство методик и подходов ориентировано только на менеджмент организации, оставляя в стороне интересы инвесторов и акционеров. Общеизвестно, что инвесторы готовы вкладывать деньги не в активы организации, а в свои будущие доходы, то есть стоимость их доли в конкретной организации. В-третьих, существующие методики мало интегрируются с другими аналитическими инструментами и являются как бы моноаспектными, т.е. применимыми только для принятия одного управленческого решения, например, максимизации прибыли или минимизации затрат.

В настоящее время для решения этих проблем экономическое сообщество в качестве базовой парадигмы предлагает использовать модель добавочной стоимости (Economic Value Added – EVA), которая относится к методам оценки конкурентоспособности по стоимости бизнеса. Она предложена в начале 90-х годов прошлого столетия американской консалтингово-оценочной компанией «Стерн Стьюарт» (Stern Stewart & Co) [2]. Основная идея модели основана на оценке добавленной экономической стоимости созданной организацией в процессе функционирования. Ценность организации зависит от степени в которой будущие доходы будут отличаться от стоимости капитала.

Целью настоящей статьи является оценка эффективности деятельности фармацевтических организаций на основе модели экономической добавленной стоимости.

МЕТОДИКА ИССЛЕДОВАНИЯ

В основе модели добавленной стоимости заложена разница между скорректированной величиной чистой прибыли и стоимостью использованного для ее получения инвестированного

капитала организации (собственных и заемных средств) (показатель EVA). Расчет осуществляется по формуле 1:

$$EVA = NOPAT(adj) - WACC \times CE(adj), \quad (1)$$

где, NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) – чистая операционная прибыль фармацевтической организации после уплаты налогов, скорректированная на величину изменений эквивалентов собственного капитала;

WACC (Weighted Average Cost of Capital) – средневзвешенная стоимость капитала фармацевтической организации;

CE (Capital Employed) – сумма инвестированного капитала с учетом эквивалентов собственного капитала. Этот показатель представляется собой сумму всех активов, относящихся к оперативному управлению фармацевтической организацией, за вычетом краткосрочных операционных обязательств (коммерческих кредитов, задолженностей перед бюджетом и т. п.).

Средневзвешенная стоимость капитала фармацевтической организации WACC была рассчитана по формуле 2:

$$WACC = K_s \times W_s + K_d \times W_d \times (1 - T), \quad (2)$$

где K_s – стоимость собственного капитала, руб.; W_s – доля собственного капитала, %; K_d – стоимость заемного капитала, руб.

Стоимость заемного капитала рассчитывается по формуле: $K_d = r \times (1 - T)$, где r – годовая процентная ставка за пользование заемным капиталом; W_d – доля заемного капитала, %; T – ставка налога на прибыль, % [2].

Показатель EVA был рассчитан за три года (2011-2013 гг.) для 50 фармацевтических организаций города Воронежа и Воронежской области. Информационный материал был представлен территориальным органом федеральной службы государственной статистики по Воронежской области в обезличенном виде.

Значение показателей экономической добавленной стоимости фармацевтических организаций интерпретировались по алгоритму, представленному в таблице 1.

РЕЗУЛЬТАТЫ И ИНТЕРПРЕТАЦИЯ

Расчет значения EVA для всей совокупности и их обобщение указывает на доминирование фармацевтических организаций с величиной показателя больше нуля. Это означает, что большинство из исследуемой совокупности фармацевтических организаций ежегодно увеличивали свою рыночную стоимость за счет

Таблица 1

Интерпретация значений экономической добавленной стоимости фармацевтических организаций города Воронежа и Воронежской области

№ группы	Значение показателя	Интерпретация
1	EVA>0	Фармацевтическая организация и ее структурные подразделения зарабатывают больше, чем ее средневзвешенная стоимость капитала, и, следовательно, происходит создание добавленной стоимости. Группа фармацевтических организаций характеризуется высокой конкурентоспособностью и инвестиционным потенциалом и может быть объектом успешного инвестирования или поглощения или слияния.
2	EVA=0	Фармацевтическая организация и ее структурные подразделения зарабатывают величину равную стоимости средневзвешенной стоимости капитала. Группа организаций характеризуется безубыточной деятельностью и относится к условно неконкурентоспособным. Инвестиционная привлекательность является условной и требует дополнительного исследования рентабельности активов.
3	EVA<0	Фармацевтическая организация и ее структурные подразделения зарабатывают меньше, чем средневзвешенная стоимость капитала. Такие организации не только не увеличивают свою стоимость, но имеют тенденцию к ее ежегодному снижению. Организации относятся к неконкурентоспособным и не могут рассматриваться как объект для инвестиций или поглощения и слияния без диверсификации деятельности.

Таблица 2

Показатели

Номер ФО	EVA 2011	Совокупный капитал 2011 год, тыс. Руб.	Доля EVA от совокупного капитала 2011, %	EVA 2012	Совокупный капитал 2012 год, тыс. Руб.	Доля EVA от совокупного капитала 2012, %	EVA 2013	Совокупный капитал 2013 год, тыс. Руб.	Доля EVA от совокупного капитала 2013, %
1	7604.82	22556	33.72	95.06	29840	31.86	5354.35	34545	15.50
2	5772.26	16506	34.97	5324.00	14502	36.71	5717.00	12887	44.36
3	450700	20638	21.84	3870.00	24246	15.96	5005.00	28758	17.40
4	3861.00	11136	34.67	3321.00	11157	29.77	3928.00	11887	33.04
5	496.00	508	97.64	614.00	626	98.08	703.00	703	100
6	1612.00	1622	99.38	1031.00	1041	99.04	769.00	779	98.72
7	1383.00	1650	83.82	1725.00	1175	146.81	1396.00	1121	124.53
8	1499.24	5713	26.24	2557.00	7100	36.01	2265.78	9636	23.51
9	25.00	31	80.65	25.00	32	78.13	38.00	48	79.17
10	139.00	149	93.29	65.00	75	86.67	110.00	185	59.46
11	40.00	35	114.29	53.00	66	80.30	79.00	88	89.77
12	660.05	131	503.85	812.00	650	124.92	801.00	852	94.01
13	430.00	2371	18.14	354.00	2726	12.99	790.00	3516	22.47
14	69.55	178	44.69	47.55	192	24.77	160.55	371	43.27
15	24.45	127	19.25	36.65	119	30.80	95.00	150	63.33
16	2290.00	2459	93.13	1640.00	2310	71	1596.00	2200	72.55
17	750.00	1351	55.51	2487.00	3838	64.80	2595.00	6433	40.34
18	318.00	1217	26.13	161.00	26	619.23	5745.00	5792	99.19
19	4860.15	1659	292.96	4987.00	47	10610.64	39.00	28	139.29
20	8532.00	48605	17.55	13474.00	62079	21.70	8868.00	70947	12.50

созданной экономической стоимости и качество менеджмента может быть оценено как удовлетворительное (рис.1). Для локального фармацевтического рынка региона эта характеристика может быть использована как косвенное под-

тверждение его инвестиционной привлекательности. Кроме этого, это свидетельствует о росте поступлений налогов в региональный бюджет от субъектов розничного фармацевтического рынка.

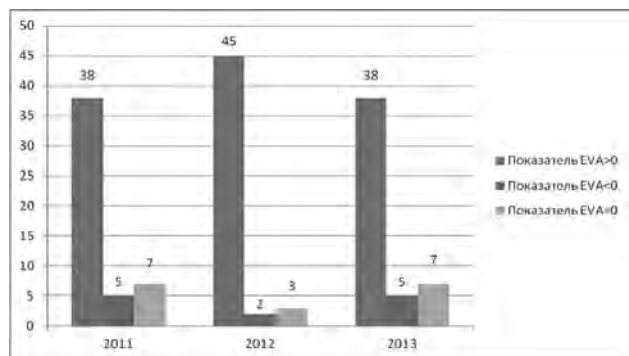


Рис. 1. Распределение фармацевтических организаций по величине показателя EVA за период 2011-2013 годы.

Для выявления конкурентоспособных фармацевтических организаций были построены динамические ряды по показателю EVA и отобраны организации, имеющие показатель EVA больше нуля или равное нулю. 36 организаций из исследуемой совокупности попали в эту группу. Впоследствии для этой группы был рассчитан уровень показателя EVA к совокупному капиталу и выделены организации, имеющие удельный вес показателя EVA больше 12%. Ставка соответствует ставке по банковским депозитам. В таблице 2 представлены расчеты по фармацевтическим организациям, входящим в группу конкурентоспособных организаций.

40% исследуемой совокупности (20 фармацевтических организаций) имеют устойчивые положительные абсолютные показатели и относительные показатели EVA, превышающие ставку по депозитам в банках. Полученный результат свидетельствует о высоком уровне инвестиционной привлекательности данных фармацевтических организаций. Не смотря на высокий уровень

конкуренции на фармацевтическом рынке, данный сектор экономики остается прибыльным и привлекательным для инвестирования.

ВЫВОДЫ

С использованием модели добавленной стоимости установлено, что 40% исследуемой совокупности по абсолютному и относительному показателю EVA относится к конкурентоспособным организациям.

Применение модели добавленной экономической стоимости имеют несколько практических аспектов. В стратегическом менеджменте сетевые фармацевтические организации могут определить конкурентоспособность всех входящих в ее состав фармацевтических организаций и принимать стратегические управленческие решения по плану их развития. Кроме этого, результаты могут быть использованы как индикатор при принятии решения о процессах слияния/поглощения на фармацевтическом рынке. В тактическом плане величина добавленной стоимости может быть применена при построении систем вознаграждения персонала фармацевтических организаций.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Воробьев А.В., Олюнин В.И. Анализ стоимостных моделей финансового стратегического планирования // Современные технологии управления. — 2013. — №11 (35). — ISSN 2226-9339. — Режим доступа к журн.: <http://sovman.ru>
2. Модель экономической добавленной стоимости. URL: <http://www.eva.com> (дата обращения: 11 декабря 2014).

Воронежский государственный университет
Чупандина Е. Е., доктор фармацевтических наук, доцент, заведующий кафедрой управления и экономики фармации и фармакогнозии
E-mail: chupandina@vsu.ru
Тел.: (473)239-05-45

Voronezh State University
Chupandina E. E., doctor of pharmaceutical science, Associate Professor, head of the dept. of management and economics of pharmacy and pharmacognosy
E-mail: chupandina@vsu.ru
Ph.: (473)239-05-45

Еригова О. А., ассистент, аспирант кафедры управления и экономики фармации и фармакогнозии
E-mail: oerigova@mail.ru
Тел.: (473)256-92-50

Erigova O. A., Assistant Professor, post-graduate student of the department of management and economics of pharmacy and pharmacognosy
E-mail: oerigova@mail.ru
Ph.: (473)256-92-50