

УДК 336.64

**Методические подходы к оценке стоимости фармацевтических компаний****Аббязов Ильдар Рафаэлевич**

Аспирант,

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,  
125993, Российская Федерация, Москва, просп. Ленинградский, 51;  
e-mail: Il'dar\_Abbyazov@mail.ru

**Аннотация**

Проблемы оценки стоимости компаний как ключевого индикатора эффективности ведения бизнеса в настоящее время становятся одними из наиболее важных и актуальных для инвесторов и акционеров. Оценка стоимости бизнеса является многофакторным и многоплановым показателем, зависящим не только от финансовых и экономических показателей деятельности компании, но и от специфики отрасли, целей оценки стоимости компании, выбранных для оценки стоимости подходов и методов, других факторов. Наиболее актуальны вопросы оценки стоимости компаний в высокотехнологичных отраслях экономики, в частности, фармацевтической отрасли. В статье рассмотрены основные используемые подходы к оценке стоимости фармацевтических компаний, описаны их достоинства и недостатки, предложена модель оценки добавленной экономической стоимости EVA как наиболее универсальный метод в целях оценки стоимости фармацевтических компаний.

**Для цитирования в научных исследованиях**

Аббязов И.Р. Методические подходы к оценке стоимости фармацевтических компаний // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2018. Том 8. № 8А. С. 356-362.

**Ключевые слова**

Концепция добавленной стоимости, EVA, фармацевтические компании, сравнительный подход, доходный подход, затратный подход.

## Введение

Фармацевтическая отрасль является одной из самых сложных направлений химической промышленности, высоконаучной областью производства, тесно связанной с развитием нефтехимии, биотехнологий, военного-промышленного комплекса (далее ВПК), влияющей на многие сферы человеческой жизнедеятельности – здравоохранение, финансы, страховой бизнес, спорт и т.д. В связи с этим вопросы, связанные с оценкой стоимости фармацевтических компаний, как ключевого индикатора эффективности ведения бизнеса, приобретает в наше время весьма актуальное звучание. Эта проблема важна еще и потому, что развитие фармацевтической отрасли формирует индустриальную базу для создания новых производств с высокой степенью добавленной стоимости, способствует налаживанию трансфера технологий для использования передовых научных разработок, и, таким образом, является одним из драйверов роста экономики страны в настоящее время. Поэтому адекватная и верная оценка стоимости фармацевтических компаний является очень актуальным и важным вопросом не только в рамках бизнес-сообщества, инвесторов и акционеров организаций, но и в более крупном масштабе.

## Основная часть

Основными отраслевыми особенностями, оказывающими влияние на стоимость фармацевтических компаний, являются следующие:

- высокая степень рыночной концентрации;
- широкий ассортимент и высокая капиталоемкость производства;
- наукоемкость и высокорисковость инноваций;
- низкая ценовая эластичность спроса на продукцию отрасли;
- дифференцированная ценовая политика и в то же время практически монополистическая рыночная структура в сегменте "возмещаемых" лекарственных средств;
- две основные бизнес-модели – блокбастерная и дженерическая;
- высокая степень регулируемости с тенденцией дальнейшего усиления контроля в области ценовой и антимонопольной политики [Петрова, 2017].

С точки зрения оценки стоимости компании все эти специфические факторы являются весьма сильно влияющими на рост отклонения рыночной стоимости компании от ожидаемых значений.

Отмеченные отраслевые особенности требуют учета при оценке стоимости бизнеса наиболее подходящего метода расчета стоимости фармацевтической компании. В зависимости от целей оценки стоимости бизнеса выделяют балансовую, рыночную, инвестиционную, ликвидационную и другие виды стоимости компании. При определении рыночной стоимости фармацевтических предприятий необходимо учитывать ряд специфических особенностей рассматриваемой отрасли в рамках трех подходов: сравнительного, затратного и доходного.

В рамках сравнительного подхода возможна оценка стоимости компаний методом сделок (аналогий), методом отраслевых коэффициентов, методом рынка капитала. Метод сделок (аналогий) предполагает оценку стоимости бизнеса путем сравнения стоимости рассматриваемой компании со стоимостью аналогичных компаний в рамках сделок купли-продажи. Поскольку фармацевтические предприятия участвуют в сделках купли-продажи весьма редко [Стельмах, 2017], а большинство проводимых сделок связаны с отдельными

объектами имущества, а не с продажей единого имущественного комплекса или бизнеса в целом, метод сделок по отношению к оценке стоимости фармацевтических компаний трудно реализуем в связи с ограниченностью объема данных по аналогичным сделкам, что не позволяет адекватно оценить стоимость бизнеса. Метод отраслевых коэффициентов в силу своей условности, также дает слишком большие погрешности.

Метод рынка капитала дает более точную оценку стоимости бизнеса в рамках сравнительного подхода. Этот метод основывается на данных фондового рынка, т.е. показывает рыночную стоимость бизнеса, т.е. отражает стоимость котировки акций бизнеса в целом, а не отдельных составляющих его предприятий. Таким образом, метод рынка капитала позволяет оценить весь комплекс активов, в том числе и нематериальных (патенты, лицензии, бренд компании, R&D и т.д.). Средние и малые компании целесообразно оценивать на основе показателя EBITDA (прибыль до уплаты налогов), а более крупные – на основе показателя чистой прибыли [Пидяшова, Галицкая, 2017].

Основным этапом метода рынка капитала является выбор и расчет ценовых мультипликаторов, как периодических, так и моментных. Так, если в активах предприятия преобладает недвижимость, наиболее предпочтительной будет ориентация на мультипликатор «Цена/денежный поток». В случае высокого удельного веса активной части основных фондов, более объективный результат даст использование мультипликатора «Цена/прибыль». При расчете моментных мультипликаторов для организаций с большими вложениями в основные средства и ценные бумаги целесообразно применять мультипликатор «Цена/Балансовая стоимость активов» [Стельмах, 2017].

Затратный метод наиболее часто используется для оценки фармацевтических компаний, поскольку в этом случае стоимость бизнеса оценивается на основании конкретных данных. В рамках затратного метода используется оценка балансовой стоимости предприятия. Тем не менее, балансовая оценка стоимости компании, представляющая собой интегрированный показатель стоимости компании согласно бухгалтерскому учету, недостаточно адекватно и полно отражает реальную стоимость компаний в такой области, как фармацевтическая, поскольку специфика национальных стандартов бухгалтерского учета не позволяет учитывать расходы на обслуживание собственного капитала, а также имеет ограничения по учету стоимости нематериальных активов. В рамках затратного подхода целесообразнее всего оценивать ликвидационную стоимость компании, т.е. сумму, за которую могут быть реализованы активы компании в течение ближайшего периода [Пидяшова, Галицкая, 2017].

В рамках доходного подхода для оценки стоимости компании зачастую используется метод дисконтированных денежных потоков. При расчетах стоимости компании по этому методу обычно оценивается инвестиционная стоимость компании. При расчетах учитывается стадия развития предприятия, участие в государственных программах по развитию фармацевтической отрасли, срок действия лицензий на осуществление основных видов деятельности, выполнение инвестиционных проектов и мероприятия, планируемые к реализации. Важными элементами при оценке денежных потоков компании являются также амортизационные отчисления, позволяющие оценить, в том числе, состояние производственной системы компании. В роли ставки дисконтирования выступает обычно требуемая инвесторами ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования [там же].

Для оценки эффективности финансово-хозяйственной деятельности фармацевтических компаний в настоящее время все более востребованным критерием становится экономическая прибыль, а для реальной оценки рыночной стоимости фармакомпаний все чаще используется

так называемая концепция управления стоимостью (VBM – Value Based Management) [Эванс, 2015]. В основе этой концепции лежат экономические показатели, позволяющие оценить эффективность деятельности организаций с точки зрения собственника и инвестора, желающих видеть реальную картину бизнеса и возможность и целесообразность продолжения деятельности компании на рынке [Петрова, 2017].

Бухгалтерская прибыль, отражаемая в официальной отчетности, не позволяет с достаточной полнотой оценить реальную стоимость компании, поскольку не учитывает расходы на обслуживание собственного капитала. Экономическая прибыль учитывает как явные, так и неявные затраты бизнеса, и дает более четкую картину состояния бизнеса. Экономическую прибыль можно оценить по следующей формуле:

$$\text{ЭП} = \text{ВД} - (\text{З}_\text{я} + \text{З}_\text{н}) \quad (1)$$

где ЭП – экономическая прибыль;

ВД – валовый доход;

З<sub>я</sub> – явные затраты;

З<sub>н</sub> – неявные затраты.

Добавленная стоимость признается экономистами в настоящее время наиболее универсальным стоимостным показателем эффективности бизнеса. Наиболее распространенными моделями оценки добавленной стоимости в экономической практике являются, 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 [Сафиуллин, Салахиева, Гайнутдинов, 2014].

В целях оценки стоимости фармацевтических компаний целесообразно использовать расчетный показатель экономической добавленной стоимости EVA. Этот показатель демонстрирует, получает ли компания прибыль на инвестированный капитал, покрывающий ожидания ее собственников и инвестиционные риски [там же]. В соответствии с концепцией EVA, показатель экономической добавленной стоимости находится в строгих соотношениях с рыночной стоимостью компании, а потому весьма точно определяет рыночную стоимость ее акций. Основным постулатом концепции EVA является предположение о том, что стоимость компании представляет собой ее балансовую стоимость, скорректированную на текущую стоимость будущих показателей EVA.

Этот показатель на практике может быть рассчитан тремя способами:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{IC} \times \text{WACC}, \quad (2)$$

где NOPAT – чистая операционная прибыль, скорректированная на сумму процентных платежей и за вычетом налога на прибыль;

WACC – средневзвешенная цена инвестированного капитала;

IC – инвестированный капитал.

Второй способ расчета EVA:

$$\text{EVA} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{IC}, \quad (3)$$

где ROIC – рентабельность инвестированного капитала ( $ROIC = NOPAT/IC$ ).

Третий способ применяется, когда сложно определить точную величину капитала, но сама структура его неизменна:

$$EVA = (ROE - PC) \times CC, \quad (4)$$

где ROE – рентабельность собственного капитала;

PC – цена собственного капитала;

CC – величина собственного капитала.

Использование показателя EVA для расчета стоимости фармацевтической компании позволяет учесть конкурентные особенности компании и специфику отрасли, скорректировать неточность расчетов величины капитала компании, основанных на данных бухгалтерской отчетности, учесть неявные (альтернативные) затраты использования собственного капитала компании. Помимо этого, показатель EVA служит хорошим индикатором качества корпоративного управления компанией, выступая, в том числе, одним из инструментов мотивации топ-менеджмента компании. Этот показатель легок для понимания и интерпретации - положительная добавленная стоимость EVA возникает, когда рентабельность собственного капитала превышает затраты на собственный капитал.

Помимо перечисленных достоинств, показатель EVA обладает и рядом недостатков – так, использование модели EVA предполагает реализацию ряда предварительных процедур [Балашов, Арсентьева, 2014]. Так, в частности, для управления показателем EVA необходимо с использованием различных качественных методов (экспертных оценок, Дельфи и т.п.) провести анализ и весовую оценку параметров стоимости компании, определить степень влияния основных групп менеджеров на каждый из этих параметров, провести ранжирование объектов управления, на основании чего рассчитать обобщенные весовые коэффициенты параметров стоимости компании и разработать политику и механизмы мотивации персонала в целях максимизации этих показателей.

Помимо этого, для более полного учета стоимости нематериальных активов в стоимости компании в методике расчета EVA разработчиками в настоящее время предлагается более 160 поправок (учет различного рода рисков инвестиций и вложений в ценные бумаги, капитализированная стоимость исследований, амортизация goodwill'a и т.п.). Эти корректировки связаны, в том числе, с необходимостью учета отклонений, возникающих при применении в организации того или иного порядка учета.

## Заключение

Модель оценки добавленной экономической стоимости EVA является наиболее универсальным методом в целях оценки стоимости фармацевтических компаний. Эта модель наиболее полно учитывает специфику фармацевтической отрасли, в том числе и то, что в связи с высокой наукоемкостью в активах фармацевтических компаний всегда высока доля нематериальных активов, т.е. на рыночную стоимость фармацевтических компаний наиболее сильно влияют величина затрат на научные исследования и разработки (R&D), а также стоимость находящихся на ее балансе патентов и стоимости бренда самой компании.

Данный методический подход к оценке стоимости фармацевтических компаний позволяет фиксировать текущую цену активов компании (учитывая нематериальные активы), оценивать

величину инвестиционных затрат и соответствие результатов деятельности компании ожиданиям инвесторов, а также учитывать при оценке стоимости бизнеса макроэкономическую ситуацию на рынке и специфику фармацевтической отрасли.

### Библиография

1. Балашов А.И., Арсентьева И.Э. Обоснование методического подхода к оценке стоимости фармацевтической компании // *Экономический анализ: теория и практика*. 2014. № 43 (394). С. 2-13.
2. Глумсков В. Мировой фармацевтический рынок: состояние и тенденции // *Эксперт Казахстан*. 2017. №. 20. С. 122.
3. Грязнова А.Г. Оценка бизнеса. М.: Финансы и статистика, 2011. 736 с.
4. Петренко В. Международная практика оценки стоимости бизнеса компании // *Business Valuation*. 2016. № 2. С. 83-84.
5. Петрова П.Д. Использование EVA для оценки стоимости компаний российского фармацевтического рынка // *European Research: сборник статей XIII Международной научно-практической конференции: в 2 частях*. 2017. С. 78-84.
6. Пидашова О.П., Галицкая А.А. Оценка стоимости компании в современных условиях // *Сфера услуг: инновации и качество*. 2017. № 32. С. 6.
7. Сафиуллин А.Р., Салахиева М.Ф., Гайнутдинов Ш.И. Актуализация методов оценки стоимости компании в концепции стоимостного управления // *Экономический анализ: теория и практика*. 2014. № 7. С. 39-45.
8. Стельмах В.С. Мониторинг стоимости компании в системе антикризисного управления фармацевтическим предприятием // *Управление экономическими системами*. 2017. № 6 (100). С. 2.
9. Эванс Ф.Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях. М.: Альпина Паблицер, 2015. 336 с.
10. DSM Group. Аналитические обзоры фармацевтического рынка. URL: <http://www.dsm.ru/marketing/free-information/analytic-reports/>

### Comparative characteristic of methodical approaches to valuation of pharmaceutical companies

**Il'dar R. Abbyazov**

Postgraduate,  
Financial University under the Government of the Russian Federation,  
125993, 51, Leningradski av., Moscow, Russian Federation;  
e-mail: Il'dar\_Abbyazov@mail.ru

#### Abstract

The pharmaceutical industry is one of the most complex areas of the chemical industry, a highly scientific field of production closely associated with the development of petrochemicals, biotechnologies, the military-industrial complex, which affects many spheres of human life: healthcare, finance, insurance business, sports, e. In this regard, issues related to the evaluation of the value of pharmaceutical companies as a key indicator of the effectiveness of doing business, nowadays acquires a very relevant sound. The problems of valuation of companies as a key indicator of the efficiency of doing business are now becoming one of the most important and relevant for investors and shareholders. Business valuation is a multifactor and multidimensional indicator that depends not only on the financial and economic performance of the company, but also on the specifics of the industry, the company's valuation goals selected to assess the value of approaches and methods, and other factors. The most relevant issues are the valuation of companies in high-

intensive industries, in particular, the pharmaceutical industry. The article considers the main approaches used to assess the value of pharmaceutical companies, describes their advantages and disadvantages, proposed a model for estimating the added economic value of EVA as the most universal method for assessing the value of pharmaceutical companies.

### For citation

Abbyazov I.R. (2018) Metodicheskie podkhody k otsenke stoimosti farmatsevticheskikh kompanii [Comparative characteristic of methodical approaches to valuation of pharmaceutical companies]. *Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra* [Economics: Yesterday, Today and Tomorrow], 8 (8A), pp. 356-362.

### Keywords

Value added concept, EVA, pharmaceutical companies, comparative approach, income approach, cost approach.

### References

1. Balashov A.I., Arsent'eva I.E. (2014) Obosnovanie metodicheskogo podkhoda k otsenke stoimosti farmatsevticheskoi kompanii [Rationale for a methodical approach to the valuation of a pharmaceutical company]. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika* [Economic Analysis: Theory and Practice], 43 (394), pp. 2-13.
2. DSM Group. *Analiticheskie obzory farmatsevticheskogo rynka* [DSM Group. Analytical reviews of the pharmaceutical market]. Available at: <http://www.dsm.ru/marketing/free-information/analytic-reports/> [Accessed 04/04/2018]
3. Evans F.Ch. (2015) *Otsenka kompanii pri sliyaniyakh i pogloshcheniyakh: Sozdanie stoimosti v chastnykh kompaniyakh* [Evaluation of companies in mergers and acquisitions: Creating value in private companies]. Moscow: Al'pina Publisher Publ.
4. Glumskov V. (2017) Mirovoi farmatsevticheskii rynek: sostoyanie i tendentsii [World Pharmaceutical Market: Status and Trends]. *Ekspert Kazakhstan* [Expert Kazakhstan], 20, p. 122.
5. Gryaznova A.G. (2011) *Otsenka biznesa* [Business evaluation]. Moscow: Finansy i statistika Publ.
6. Petrenko V. (2016) Mezhdunarodnaya praktika otsenki stoimosti biznesa kompanii [International practice of valuation of business value of the company]. *Business Valuation*, 2, pp. 83-84.
7. Petrova P.D. (2017) Ispol'zovanie EVA dlya otsenki stoimosti kompanii rossiiskogo farmatsevticheskogo rynka [The use of EVA to assess the value of companies in the Russian pharmaceutical market]. In: *European Research: sbornik statei XIII Mezhdunarodnoi nauchno-prakticheskoi konferentsii: v 2 chastyakh* [European Research: a collection of articles of the XIII International Scientific and Practical Conference: in 2 parts].
8. Pidyashova O.P., Galitskaya A.A. (2017) Otsenka stoimosti kompanii v sovremennykh usloviyakh [Estimation of the company's value in modern conditions]. *Sfera uslug: innovatsii i kachestvo* [Services: innovation and quality], 32, p. 6.
9. Safiullin A.R., Salakhieva M.F., Gainutdinov Sh.I. (2014) Aktualizatsiya metodov otsenki stoimosti kompanii v kontseptsii stoimostnogo upravleniya [Actualization of methods for valuation of the company in the concept of cost management]. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika* [Economic analysis: theory and practice], 7, pp. 39-45.
10. Stel'makh V.S. (2017) Monitoring stoimosti kompanii v sisteme antikrizisnogo upravleniya farmatsevticheskim predpriyatiem [Monitoring the company's value in the system of anti-crisis management of a pharmaceutical enterprise]. *Upravlenie ekonomicheskimi sistemami* [Management of economic systems], 6 (100), p. 2.