

Содержание курса

- 1. «Финансы» и «управление финансами»** (очень краткое содержание последующих серий 😊)
- 2. Финансовая модель и финансовые цели работы компании** (как и зачем работает бизнес)
- 3. Финансовый учет** (ключевые финансовые категории и техника их регистрации)
- 4. Финансовый анализ и логика оперативного планирования** (интерпретация финансовых категорий и их соотношений – традиционный подход)
- 5. BSC как альтернатива традиционному финансовому подходу** (или еще одна «пирамида»)
- 6. Оценка рыночной стоимости бизнеса** (...и реальные факторы ее формирования)

ТЕМА 1

«ФИНАНСЫ» И «УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСАМИ»

(очень краткое содержание последующих
серий 😊)

Кто такие «финансы» и зачем ими управлять?

- **Финансы** – денежные измерители:
 - имущества компании, ее обязательств и капитала – **Balance Statement**
 - доходов, расходов – **P&L Statement**
 - ну и, соответственно, денежных притоков и оттоков – **CF Statement**
- Управление финансами (деятельность «финансистов»):
 1. **Учесть**, т.е. зафиксировать все, что произошло, показать результаты деятельности и финансовое положение компании
 2. **Проанализировать**, оценить и проинтерпретировать все произошедшее и зафиксированное выше
 3. Заняться долгосрочным и краткосрочным планированием (**принять и обосновать необходимые управленческие решения**)
 4. **Контролировать** и оценивать деятельность менеджеров и подразделений (на основании сопоставления новых отчетов с планами компании – принятыми ранее решениями)

Составляющие элементы системы управления финансами

Управление (решения)

–
что будет «завтра»)

Финансовый менеджмент, корпоративные финансы (Financial Management, Corporate

Бюджетирование (оперативное планирование) и контроль (Budgeting & Control)

Учет (что было

«вчера»)

**Finance)
Финансовый учет и анализ (Financial Accounting)**

Управленческий учет (Managerial Accounting)

Для внешних пользователей

Для внутренних пользователей – менеджеров

Специфика потребностей пользователей финансовой информации



Две подсистемы учета финансовых (да и не только) показателей деятельности компании

- **Финансовый** учет – подготовка и анализ **обобщенной**, агрегированной, **фактической** и документально подтвержденной информации о деятельности компании в целом за относительно длительные промежутки времени (в первую очередь для внешних пользователей). Отвечает на вопрос: «Что в итоге произошло и что есть?»
- **Управленческий** учет – обработка **детализированной**, **оперативной** (а может и прогнозной) информации, которая позволяет локальным внутренним исполнителям (менеджерам) в управлении компанией и в достижении ее конечных целей. Отвечает на вопрос: «Как произошло?»
- **НВ.** Одна подсистема не обязательно противоречит другой и не исключает ее. Обе они должны рассматриваться как взаимодополняющие
- **Причины появления «управленческого» учета как альтернативной информационной системы:**
 1. Рост конкуренции
 2. Ускорение изменений во внешней и внутренней среде компаний
 3. Усложнение бизнеса
 4. Внедрение информационных технологий

Что позволяет оценить финансовая отчетность (должна позволять оценить)?

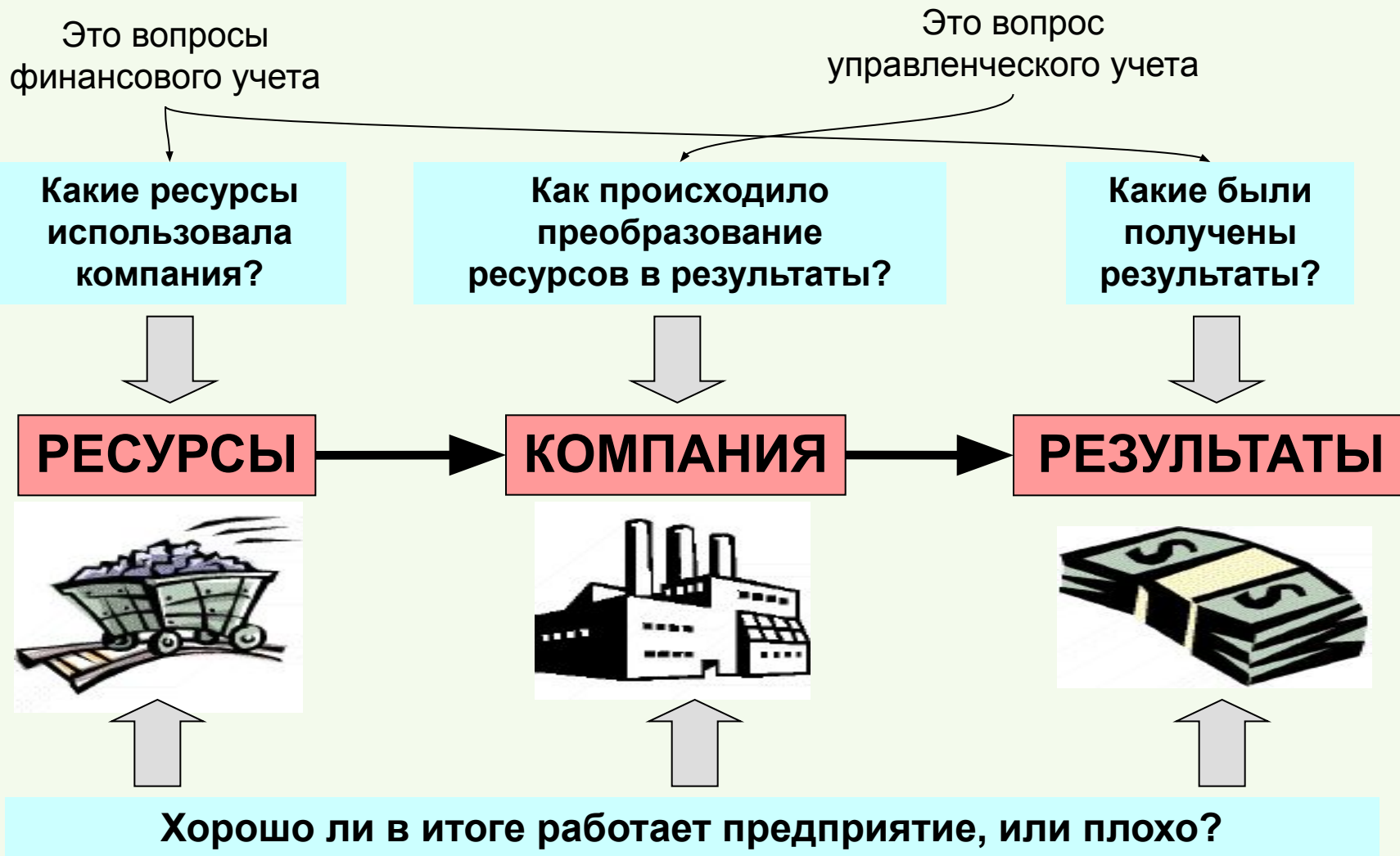
1. Как эффективно работала компания? – **что было «вчера»**
2. Сколько «стоит» бизнес (сколько имеется имущества и долгов), какие у компании есть возможности для дальнейшей работы и развития? – **что есть «сегодня»**
3. Как будет компания работать дальше, что от нее можно ожидать в будущем, что с ней делать? – **что будет «завтра»**

ТЕМА 2

ФИНАНСОВАЯ МОДЕЛЬ И ФИНАНСОВЫЕ ЦЕЛИ РАБОТЫ КОМПАНИИ

(как и зачем работает бизнес)

Деятельность компании, которую надо отразить в финансовых отчетах



Финансовая цель деятельности любого коммерческого предприятия (бизнеса)

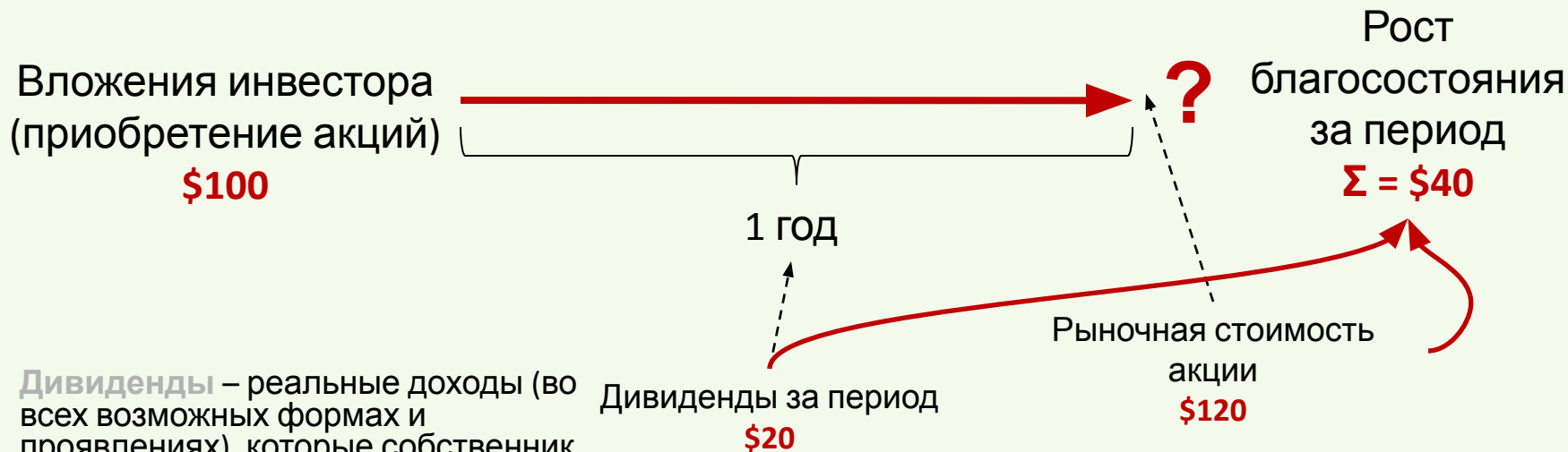


«Рост благосостояния его акционеров (собственников, инвесторов)»

(любая компания в первую очередь работает на своего владельца)

1. В основе управления компанией, ориентированного на ценность, лежит «ценностное» мышление менеджера
2. Главная цель управления компанией – максимизация богатства владельцев фирмы, то есть максимизация ценности капитала, принадлежащего этим владельцам
3. Создание ценности (value creation) – одна из фундаментальных категорий финансового менеджмента
4. Менеджеры должны принимать такие решения (причем все решения), которые обеспечивают рост ценности компании и, соответственно, рост богатства ее владельцев

Рост благосостояния акционера за отчетный период – как его измерить?



Дивиденды – реальные доходы (во всех возможных формах и проявлениях), которые собственник изъясил из бизнеса в течение отчетного периода потому что он собственник. Легко измеримая, фиксированная по факту и объективная величина (но не всегда видная «снаружи»)

Прирост стоимости акций (стоимости бизнеса или его доли) – рост капитализации компании, потенциального дохода, который собственник может получить в любой удобный для себя момент времени продав свой бизнес. Субъективная оценка рынком (фондовым) полезности, которую в будущем эта акция может принести ее владельцу

Текущая стоимость акции – это, с одной стороны, опосредованная оценка ресурсов и обязательств компании, а с другой, ожидание будущих доходов от владения ею (т.е. дивидендов)

Интересы акционера и ответственность менеджера – противоречия

- **Интерес акционера сосредоточен на** обогащении, т.е на получении дивидендов и **росте капитализации**. При этом капитализация формируется мнением акционера о будущем компании. Проблема заключается в том, что **частное** (субъективное) **мнение** о будущем **не** может однозначно выступать как **объект** чьей-либо **ответственности**
- Тогда вся система **финансового контроля** акционера над менеджером и **оценки бизнеса** использует в первую очередь показатели **«прибыли» = доходы – расходы** (но не рыночной капитализации)
- Прибыль, как любой показатель, годящийся для контроля:
 1. Рассчитывается **по факту**
 2. Рассчитывается на базе принятой и утвержденной **методики** (это не мнение)
 3. Детерминировано **раскладывается на ряд факторов** ее формирования, которые и являются объектами внимания и управления менеджерами
- При этом остается в силе следующее предположение:



Благосостояние акционера – остаются ТОЛЬКО «ДИВИДЕНДЫ» 😊

- В результате ценность компании для собственника можно оценить уже полученными дивидендами и дивидендами, субъективно ожидаемыми к получению в будущем (заложенными в оценку акций)
- А любой разумный акционер хочет зарабатывать дивидендов как можно «больше» и получать их как можно «раньше»
- Почему раньше:
 - 1. Инфляция**
 - 2. «Альтернативная» доходность**
 - 3. Риски**
 - 4. «Личные» ограничения**

Кругооборот средств в бизнесе или как менеджеры «зарабатывают» дивиденды акционерам



Реализация



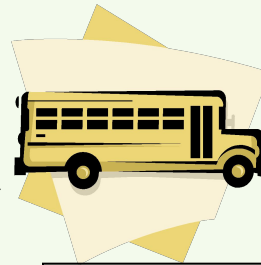
Кругооборот средств в бизнесе и пожелания акционера



Деньги



Дебиторская
задолженность



Готовая
продукция



Переработка



Ресурсы



Деньги

*На протяжении всего цикла
(в управлении денежными
потоками, а значит и
всеми активами) решается
задача «раньше»*

*Именно здесь (в
управлении прибылью)
решается задача «больше»*

Кругооборот средств в бизнесе (чуть поподробнее...) – «финансовая модель компании»

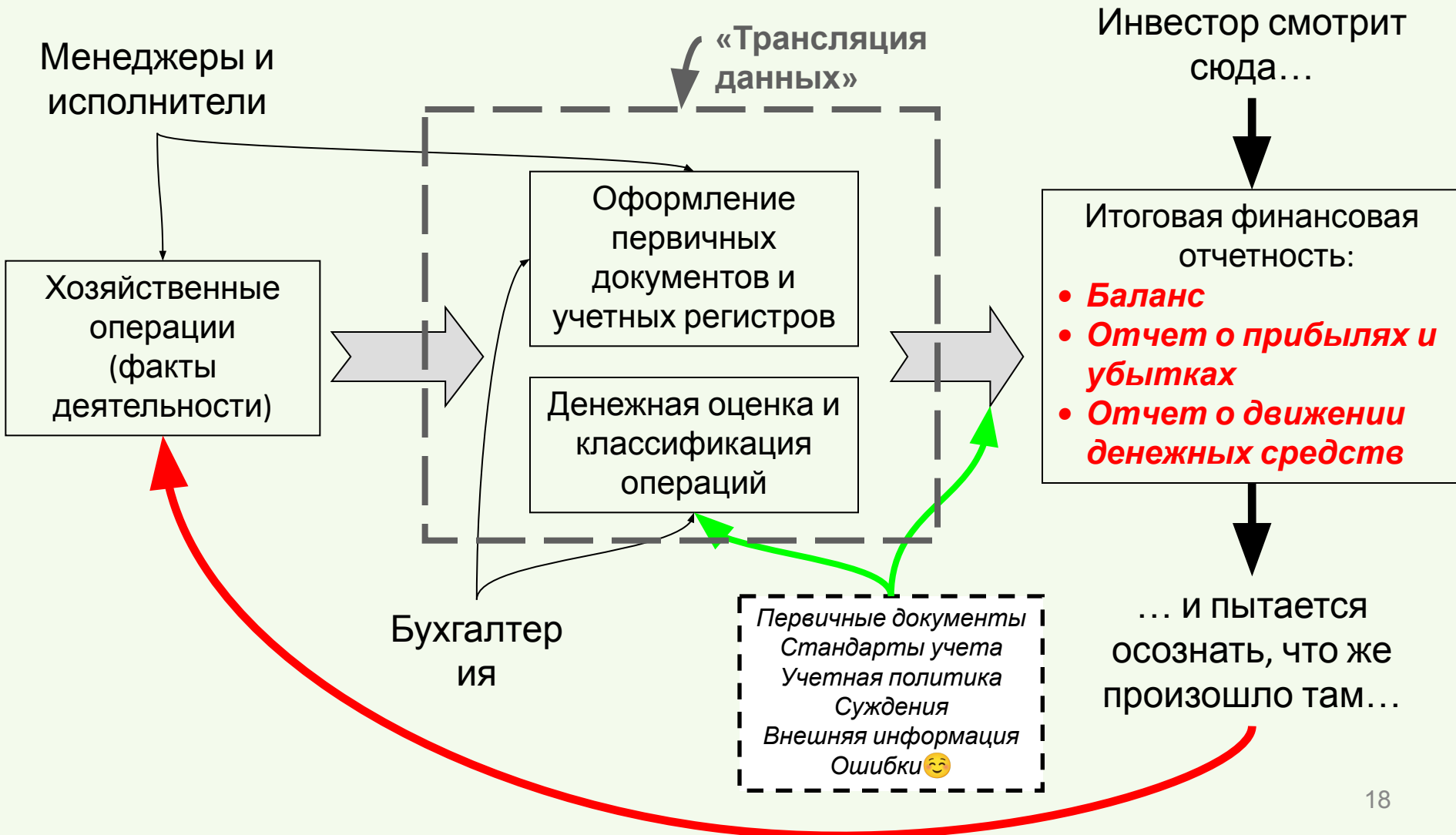


ТЕМА 3

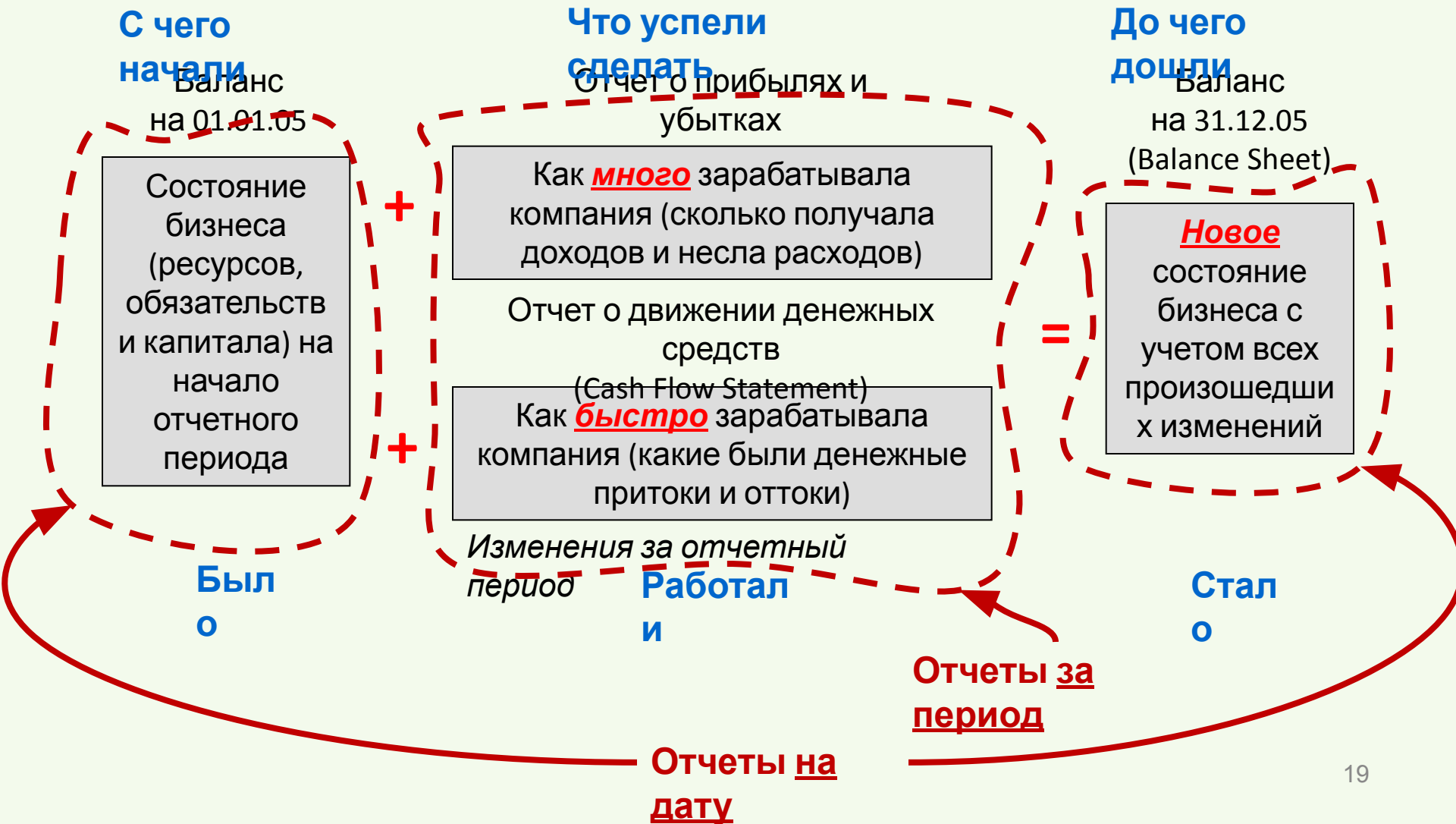
ФИНАНСОВЫЙ УЧЕТ

(ключевые финансовые категории и техника их регистрации)

Деятельность компании – это бесконечная последовательность т.н. хозяйственных операций (транзакций)



Система финансовой отчетности – результат деятельности бухгалтера: годовой отчет за 2005 год



Баланс

- Представляет собой фотографию предприятия, характеристику его финансового положения на определенную (отчетную) дату
- Отражает накопленный результат деятельности компании с момента ее создания, ее текущую «бухгалтерскую» стоимость – стоимость бизнеса
- Показывает откуда пришли средства (источники финансирования – пассивы) и во что они в настоящий момент вложены (имущество – активы)

Куда мы вложили деньги?

Что у нас есть?

Имущество
(ресурсы)
компании
(Активы -
Assets)



Источники
финансирования
компании
(Пассивы –
Stockholders'
Equity &
Liabilities)

Кто нас финансирует?

Откуда у нас
взялись деньги?

Ресурсы в собственности (или под контролем) предприятия, использование которых **вероятно принесет прибыль и денежный поток в будущем**, стоимость которых может быть объективно измерена «по факту». То, чем компания (ее менеджеры) работает. То, что можно продать за деньги

Источники финансирования деятельности компании, ее обязательства перед **«владельцами капитала»**, то, за счет чего (кого) компания работает. Сумма, которую в конце концов придется выплачивать деньгами.

Основное балансовое уравнение

АКТИВЫ = ПАССИВЫ

или

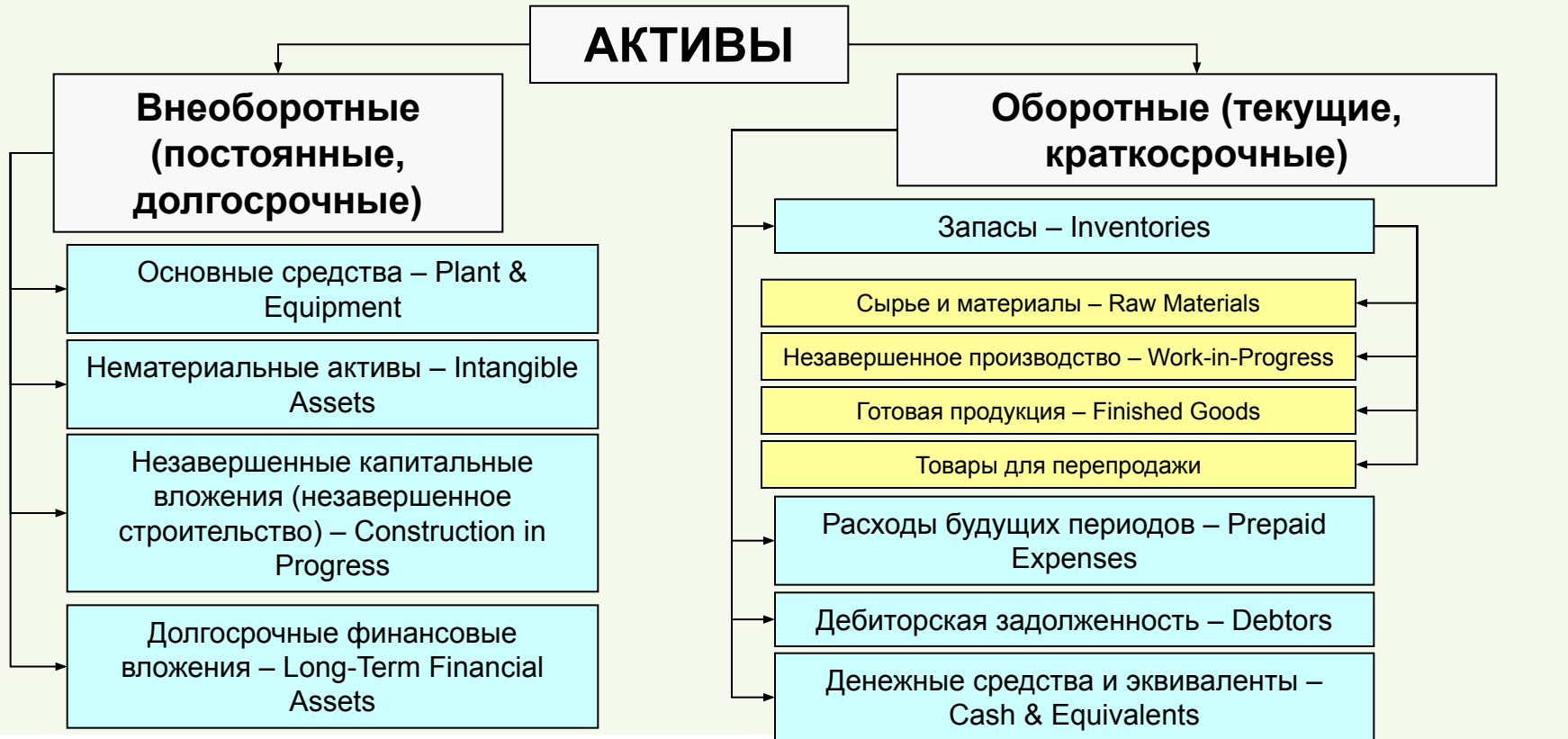
АКТИВЫ = СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ + ЗАЕМНЫЙ КАПИТАЛ

или

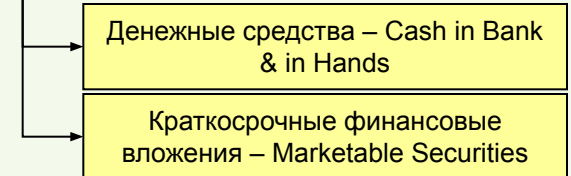
СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ (бухгалтерская стоимость компании) = АКТИВЫ – ЗАЕМНЫЙ КАПИТАЛ

Почему бухгалтерская стоимость бизнеса (собственный капитал) никогда не совпадает с рыночной стоимостью (капитализацией на бирже)?

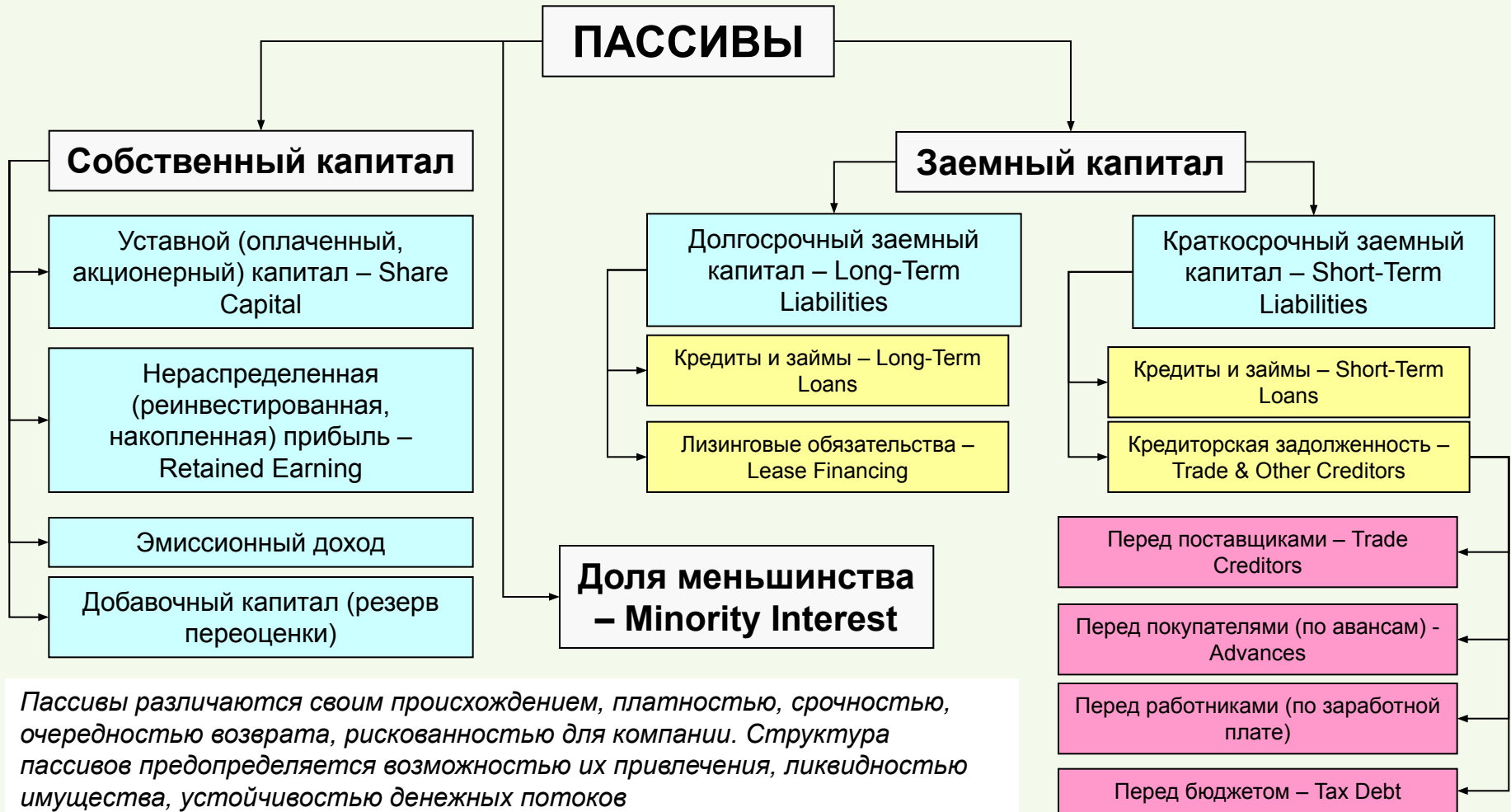
Структура активов



По-разному участвуют в деятельности предприятия, по-разному формируют себестоимость продукции, используются в течение разных периодов времени, обладают разной ликвидностью, т.е. возможностью быстро и без потерь превратиться в денежные средства. Структура активов определяется отраслевой принадлежностью компании и спецификой организации ее деятельности.

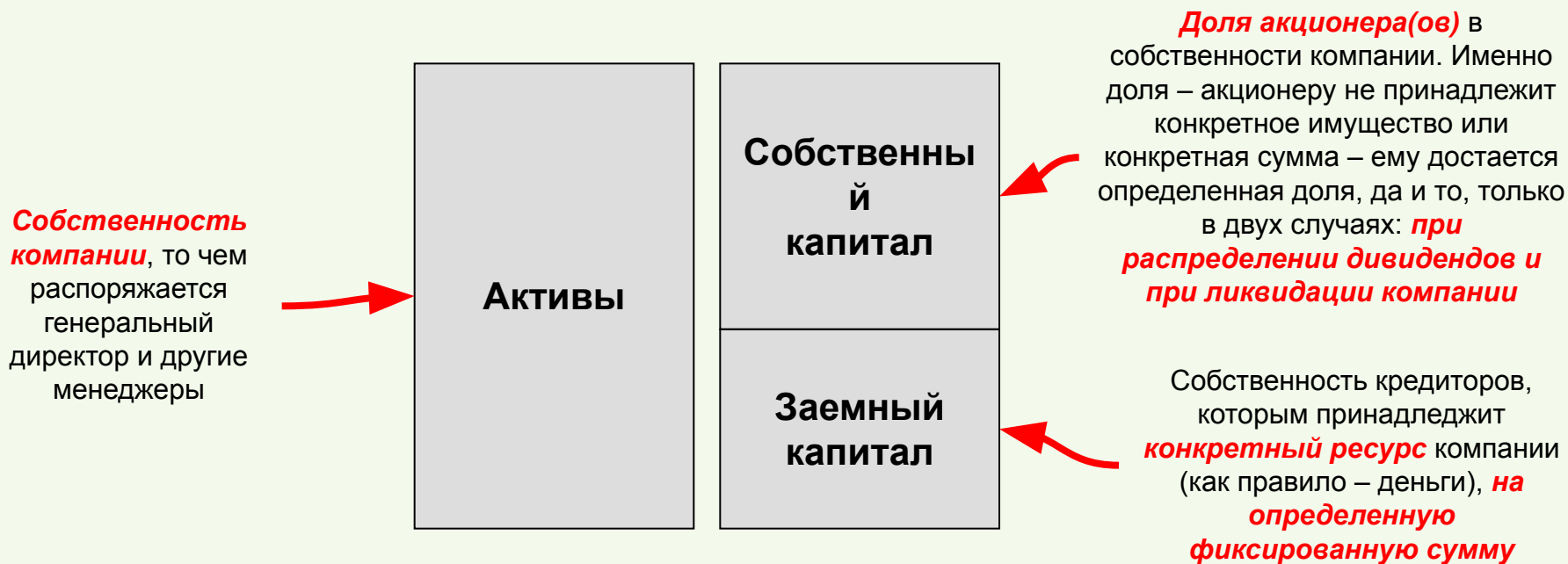


Структура пассивов



Пассивы различаются своим происхождением, платностью, срочностью, очередностью возврата, рискованностью для компании. Структура пассивов определяется возможностью их привлечения, ликвидностью имущества, устойчивостью денежных потоков

Содержание балансовых понятий и самого баланса

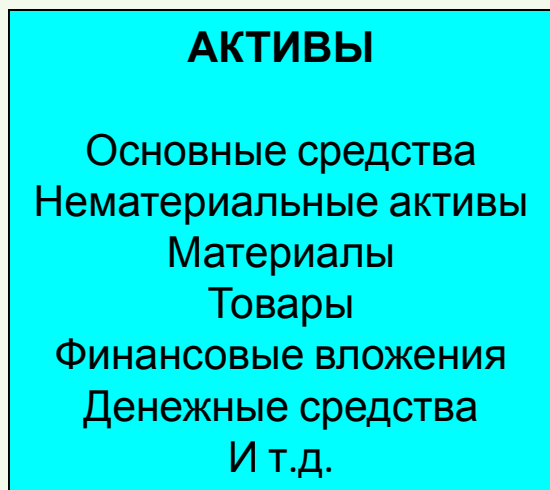


1. Все, что находится в компании и управляется менеджерами (активы) так или иначе опосредованно кому-то принадлежит (акционерам или кредиторам)
2. Менеджер всегда распоряжается «чужим» имуществом
3. Компания как юридическое лицо выступает посредником между капиталом и операционной деятельностью
4. Физический смысл основного балансового уравнения: «Сколько нам дали денег, столько мы их и потратили» или «Сколько у нас есть ресурсов, столько мы в итоге всем должны отдать»

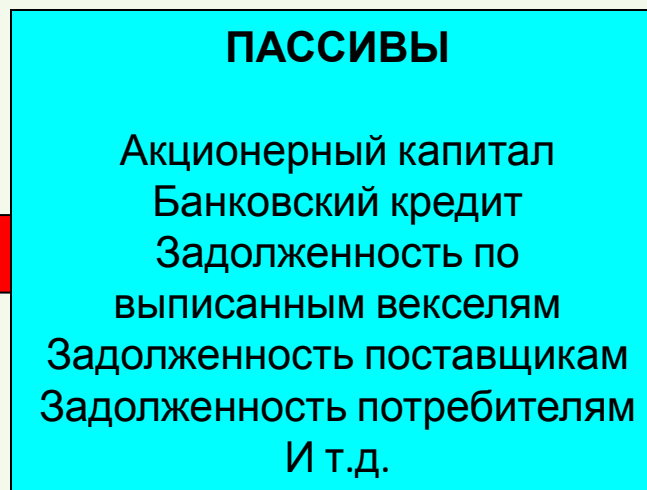
Последовательность формирования показателей баланса – создание бизнеса

Генеральный директор

Акционер



За счет имеющегося капитала приобретаются необходимые для работы активы



При создании компании в нее вкладывается капитал в различных формах

Баланс ОАО «ГАЗПРОМ» по состоянию на 01.01.2008 (млн. руб.)

АКТИВЫ		ПАССИВЫ	
Основные средства	2 664 804	Оплаченный акционерный капитал	304 393
Незавершенное строительство	556 248	Накопленная прибыль	3 646 396
Нематериальные активы	269 425	Итого собственный капитал	3 950 789
Финансовые вложения	926 613		
Прочие внеоборотные активы	809 049	Доля меньшинства	362 308
Итого внеоборотных активов	5 226 139		
Товарно-материальные запасы	341 350	Долгосрочные кредиты и займы	981 408
<i>сырье и материалы</i>	<i>89 675</i>	Прочие	413 497
		Итого долгосрочных заемных пассивов	1 394 905
<i>готовая продукция и товары</i>	<i>155 731</i>		
<i>прочие запасы</i>	<i>95 944</i>		
Дебиторская задолженность	820 022	Кредиторская задолженность	559 029
<i>потребители</i>	<i>307 311</i>	<i>поставщики</i>	<i>227 422</i>
<i>поставщики</i>	<i>120 109</i>	<i>потребители</i>	<i>12 847</i>
<i>бюджет</i>	<i>122 558</i>	<i>бюджет</i>	<i>73 563</i>
<i>прочие</i>	<i>270 044</i>	<i>прочие</i>	<i>245 197</i>
Финансовые вложения	113 911	Краткосрочные кредиты и займы	525 525
Денежные средства	291 134	Итого краткосрочных пассивов	1 084 554
Итого оборотных активов	1 566 417		
Итого активов	6 792 556	Итого пассивов	6 792 556

Как «работает» баланс или четыре вида хозяйственных операций

	Тип операции	Пример	«Последствия» для итога («валюты») баланса
1	Уменьшение одного актива и одновременное увеличение другого	Приобретение материалов за наличный расчет	Не влияет
2	Единовременный рост и актива и пассива	Приобретение материалов в кредит	Рост
3	Единовременное уменьшение и актива и пассива	Оплата ранее поставленных материалов	Уменьшение

Все, что происходит в компании отражается в балансе одним из перечисленных здесь способов. Все операции можно «загнать» в одну из четырех представленных моделей. Это и есть т.н. «двойная запись», которая приводит к тому, что баланс всегда сходится 😊

Проектный подход VS «бесконечный» подход в оценке бизнеса

	Проектный подход	«Бесконечный» подход
Объект оценки	Конкретное мероприятие (управленческое решение, проект) от начала его осуществления до конца	Вся компания за отдельный период времени (отчетный период)
Инструменты оценки	Денежные потоки, разложенные по периодам времени	Расчетная величина прибыли (бухгалтерской или экономической) за период
Что оценивает	Хорошие или плохие решения (раздельные) принимали (принимают) менеджеры	Хорошо или плохо работает компания в целом (по сравнению с тем, как она работала раньше)
Достоинства	Идеальный способ оценки качества управления бизнесом	Инструмент контроля (на основе фактической информации за период), «все включено»
Недостатки	А как разделить все решения и выделить их индивидуальные денежные потоки? Как объективно оценить то, что уже началось, но еще не завершилось?	Результатом расчетов является условная величина, редко коррелирующая с реальной ценностью компании для акционера

Отчет о прибылях и убытках

- Отражает **результаты** хозяйственной **деятельности** компании (**а значит и тех людей, которые ею управляли**) за отчетный период
- Соизмеряет полученные доходы и понесенные расходы в процессе осуществления деятельности компании и определяет итоговый финансовый результат – прибыль (прирост собственного капитала акционеров) или убыток

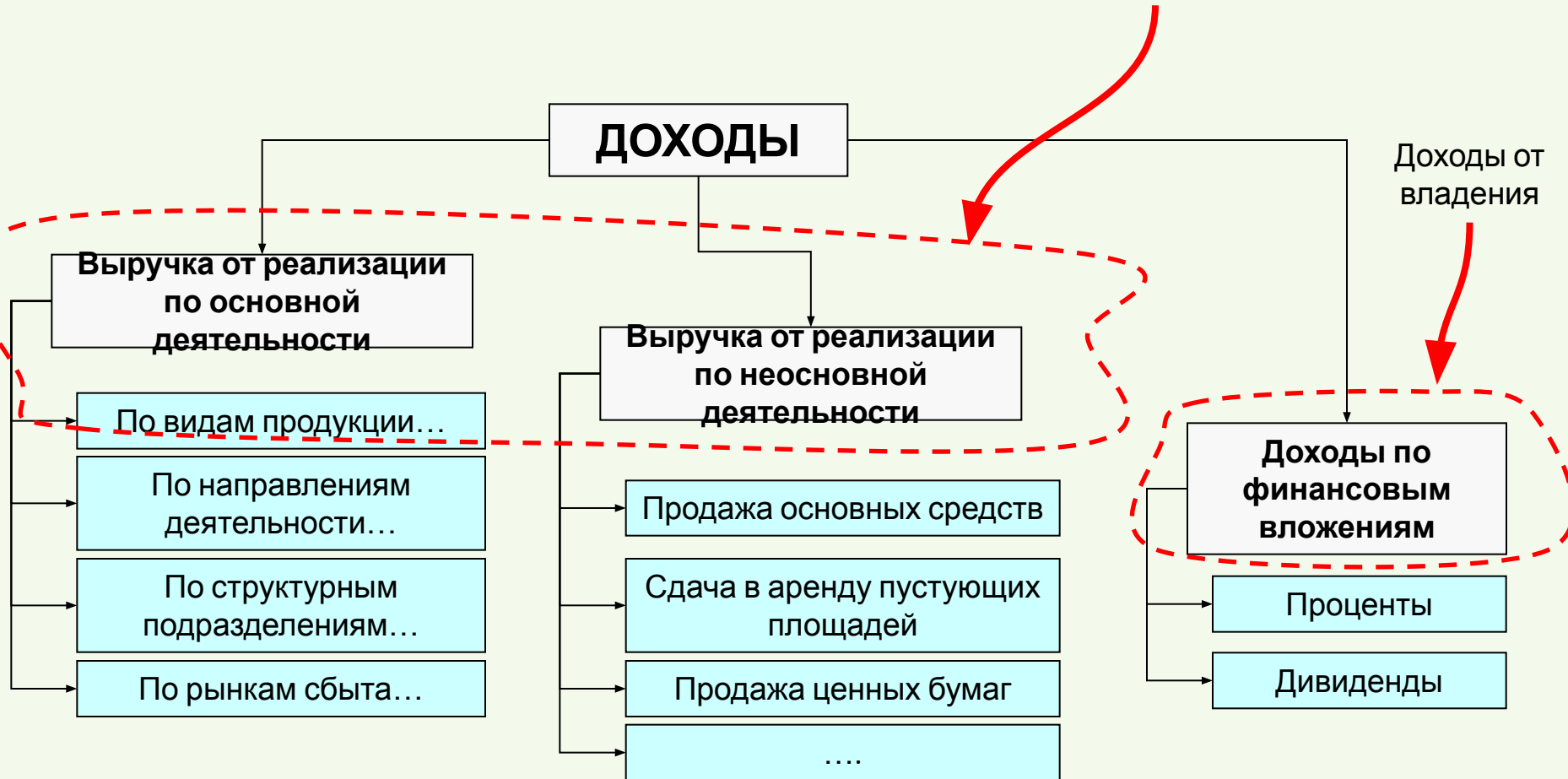
- Доходы** (прибыли) – Incomes – прирост стоимости ресурсов (любых) или уменьшение обязательств в результате осуществления операционной деятельности
- Расходы** (убытки) – Expenses – потеря стоимости ресурсов (рост обязательств) в результате осуществления операционной деятельности
- Расходы в отчете о прибылях и убытках – это бывшие активы из баланса, но только те из них, которые навсегда потеряли потенциал своего дальнейшего доходного использования и исчезли с предприятия

Отчет о прибылях и убытках – идея

		Удовлетворение интересов...
Полезность (ценность) продукции для потребителя	110	
Выручка	+ 100	Потребителя
Материальные расходы	- 30	Поставщика
Расходы на заработную плату	- 20	Работников
Расходы по процентам	- 10	Кредитора
Прибыль до налогообложения	= 40	
Налоги	- 10	Общества
Чистая прибыль	= 30	Акционера:
дивиденды	- 10	... «наличными дивидендами»
реинвестированная (нераспределенная) прибыль	= 20	... «бухгалтерским» ростом стоимости бизнеса

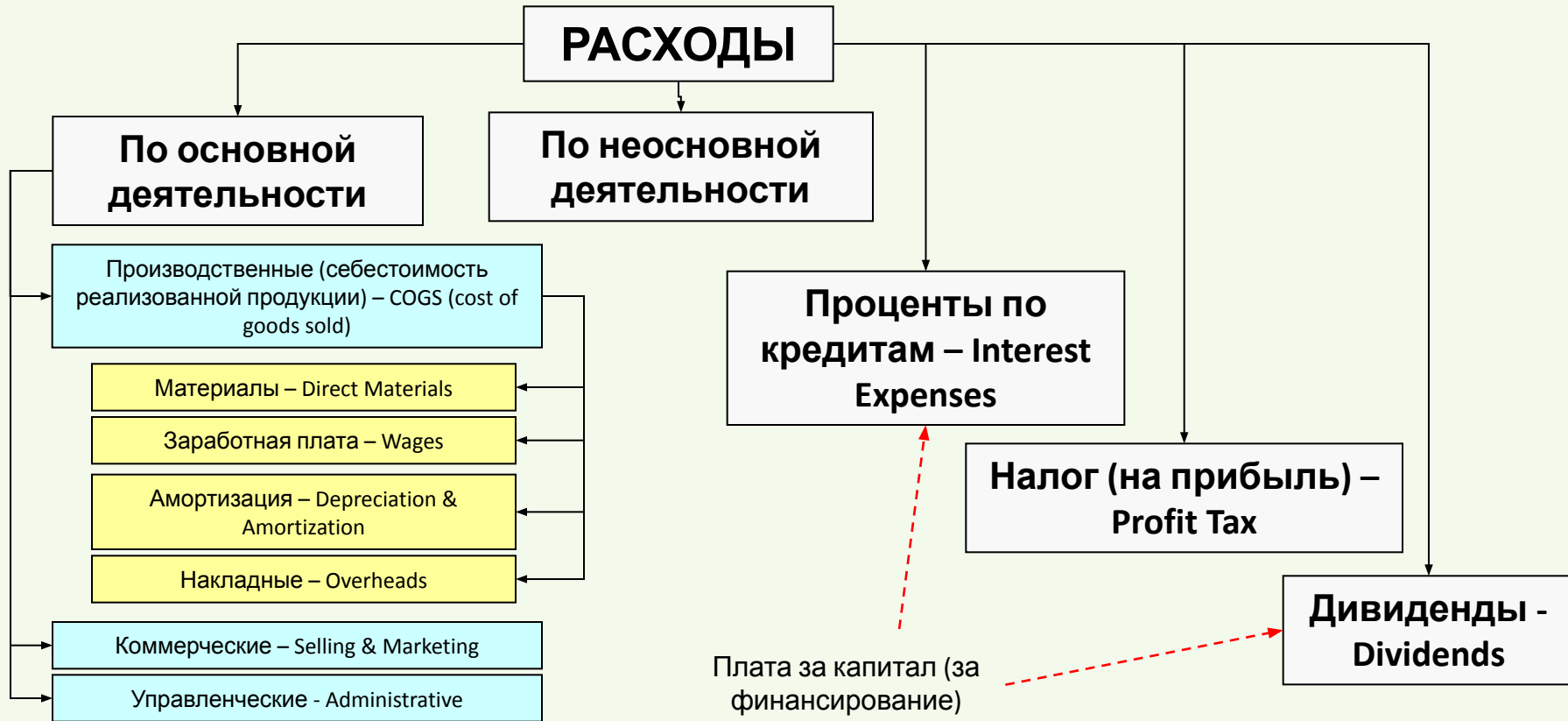
Можно утверждать, что отчет о прибылях и убытках показывает, кого в какой степени компания «наудовлетворяла» своей деятельностью, и что после этого осталось для акционера

Структура доходов



Структуризация доходов связана с необходимостью анализа по разным сегментам бизнеса. Основная деятельность – это как правило регулярные операции, приносящие основную массу доходов, связанные одной и той же технологией (обслуживания рынка) и использованием основной массы производственных мощностей. Та деятельность, «ради которой был придуман сам бизнес» и которая от него «неотделима».

Структура расходов

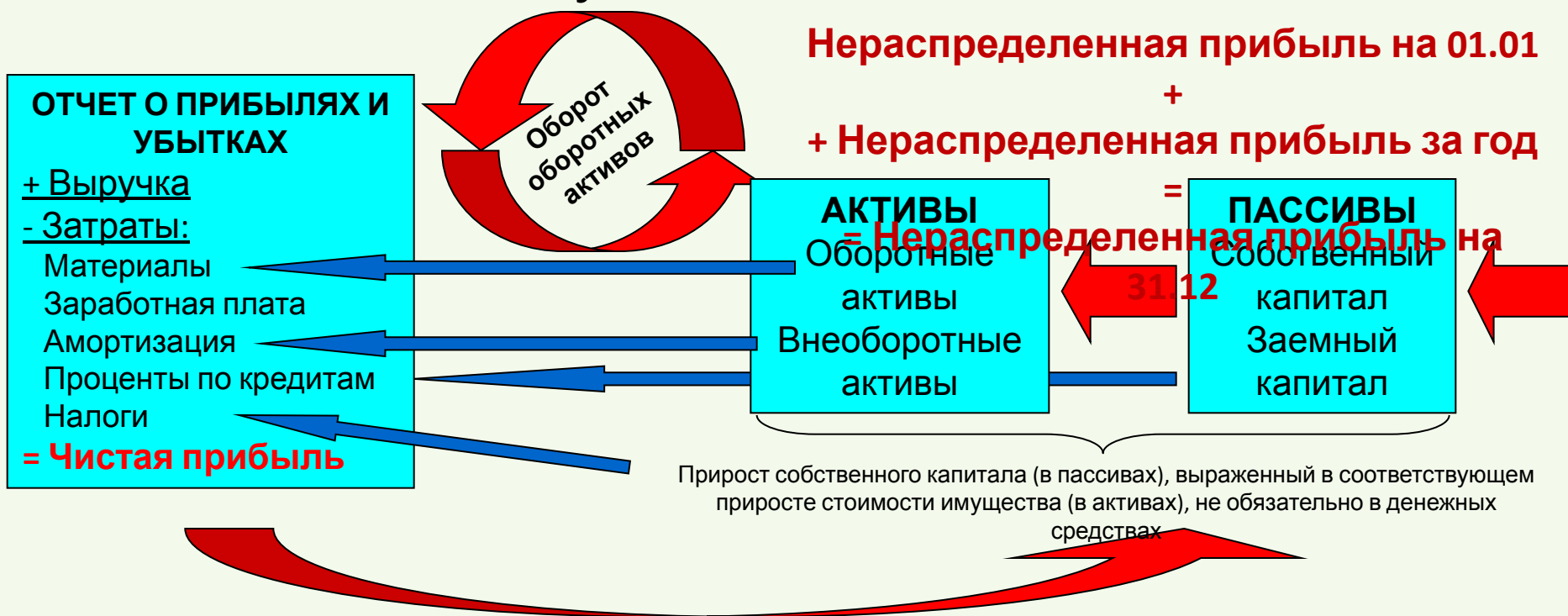


Классификация расходов может иметь любую глубину, деление на основные и неосновные соответствует разделению доходов. Проценты по кредитам, налоги и дивиденды выступают как обекорпоративные

Отчет о
прибылях и
убытках ОАО
«ГАЗПРОМ»
(млн. руб.)

	2006	2007
Продаж газа	1 411 619	1 527 703
Продажа продуктов нефтепереработки	434 985	492 438
Продажа нефти и газового конденсата	171 709	167 758
Продажа услуг по транспортировке газа	34 500	41 740
Прочие продажи	99 298	160 828
Итого доходы	2 152 111	2 390 467
Себестоимость реализованной продукции	(1 363 923)	(1 688 689)
покупной газ и нефть	(280 062)	(382 054)
заработная плата и отчисления	(199 588)	(248 894)
налоги	(187 245)	(196 993)
амортизация	(167 446)	(183 577)
оплата транзита газа	(156 489)	(152 093)
ремонт, эксплуатация и техобслуживание	(95 190)	(118 058)
материалы	(81 810)	(94 520)
товары для перепродажи	(51 041)	(56 643)
электроэнергия	(45 062)	(44 901)
социальные расходы	(18 563)	(16 343)
прочие	(81 427)	(194 613)
Прибыль от операционной деятельности	788 188	701 778
Доходы от участия в дочерних компаниях	35 174	75 087
Проценты полученные	36 460	75 394
Прочие доходы и расходы	40 014	148 920
Прибыль до процентов по кредитам и налогов (ЕВИТ)	899 836	1 001 179
Проценты уплаченные	(43 771)	(76 975)
Прибыль до налогообложения	856 065	924 204
Налоги на прибыль	(219 604)	(229 219)
Доля меньшинства	(23 116)	(36 947)
Чистая прибыль	613 345	658 038
Дивиденды	(.....)	(.....)
Нераспределенная прибыль		

Последовательность формирования показателей финансовой отчетности – связь отчета о прибылях и убытках и баланса



Основное балансовое уравнение – продолжение:

$$\begin{aligned}
 &\text{Собственный капитал на конец периода} = \text{Активы на начало периода} - \text{Пассивы на начало} \\
 &\text{периода} + \text{Доходы за период} - \text{Расходы за период}
 \end{aligned}$$

Что же такое прибыль?

1. Разница между полученными доходами и понесенными расходами (отчет о прибылях и убытках) – результат работы менеджеров
2. Рост стоимости имущества, принадлежащего компании (активы) – рост ресурсобеспеченности и, значит, возможностей менеджеров
3. Рост стоимости собственного капитала (пассивы) – обязательств компании перед ее акционерами
4. ***Рост привлекательности компании, рост ее рыночной стоимости, т.е. капитализации (фондовый рынок)***

Значит, если менеджер хорошо

работал, то:

- 1) у него появились больше возможностей работы в будущем
- 2) у акционера появилась возможность изъять из компании дивиденды
- 3) у фондового рынка усилились ожидания успешной работы менеджера в будущем

Но прибыль – это еще не деньги, которые можно забрать из бизнеса и потратить по своему усмотрению

Отчет о прибылях и убытках показывает как и за счет чего растет величина собственного капитала (нераспределенной прибыли) в пассиве баланса

Условие успешной деятельности предприятия в краткосрочном периоде

- *Наличие достаточного объема денежных средств* для финансирования текущей деятельности (закупки сырья, оплаты труда, погашения текущих обязательств)
- **Прибыль** далеко не всегда является объектом наиболее пристального внимания менеджеров в краткосрочном периоде
- Цели управления финансовыми показателями:
 - **Управление денежными потоками** компании – **управление возможностью** ее существования
 - **Управление прибылью** – **управление эффективностью** этого существования
- Ситуацию когда «прибыли нет – деньги есть» все-таки стоит считать более предпочтительной, чем «прибыль есть – денег гнет» 😊
- В долгосрочной перспективе можно позволить себе рассматривать показатели прибыли и денежного потока как тождественные
- Бюджеты по мере убывания их оперативности:
 - Бюджет движения денежных средств
 - Бюджет прибылей и убытков
 - Бюджет баланса

Почему **Прибыль** за отчетный период \neq **Денег** за тот же отчетный период?

1. Кассовые разрывы – время между получением и использованием ресурсов и их оплатой, между отгрузкой готовой продукции и получением денег (**движение дебиторской и кредиторской задолженности**)
2. Не все закупаемые ресурсы используются в бизнесе равномерно от периода к периоду – движение запасов (**сырье, незавершенное производство, готовая продукция, товары**)
3. Приобретение и использование внеоборотных активов (**инвестиции, амортизационные отчисления**)
4. Финансовая деятельность (**получение и возврат кредитных средств, а также собственного капитала**)

Одним словом, сформулированное выше неравенство обусловлено наличием в бизнесе разных «нереализованных» (неденежных) активов и еще непогашенных обязательств

Активы, пассивы и деньги

Основное балансовое уравнение – еще раз:

АКТИВЫ = ПАССИВЫ

ДЕНЬГИ + Другие (кроме денег) активы = Пассивы

ДЕНЬГИ = Пассивы – Другие (кроме денег) активы

1. Чем сильнее растут активы компании (запасы, основные средства, дебиторская задолженность), тем меньше у нее будет оставаться свободных денег, и наоборот
2. Чем сильнее растут источники финансирования компании (кредиторская задолженность, нераспределенная прибыль, вложения акционера, кредиты), тем больше у нее будет свободных денег, и наоборот
3. Тогда получается, что управление денежными потоками есть результат управления имуществом компании, ее источниками финансирования, доходами и расходами (последние формируют такой пассив, как прибыль)

Отчет о движении денежных средств

- Информация о **реальном поступлении и выбытии денежных средств**, о денежных результатах текущей, инвестиционной и финансовой деятельности компании
- Показывает, откуда появляется различие между заработанной прибылью и реальным поступлением денежных средств на предприятие
- Используется для анализа :
 - ликвидности компании
 - ее реальных возможностей по финансированию дальнейшей деятельности
 - возможности инвестирования ресурсов в развитие
 - возможности возврата кредитов и выплаты дивидендов акционерам
 - ...

Классификация денежных потоков



Поступления и выбытия денежных средств предприятия

+ приток ДС

ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

– отток ДС

Продажа готовой продукции за наличные, поступление авансов, поступление оплаты в погашение дебиторской задолженности

Операционная

Оплата поставки материалов, выплата заработной платы, авансы поставщикам, оплата налогов, оплата кредиторской задолженности

Продажа неиспользованного оборудования, продажа долгосрочных ценных бумаг, получение доходов по ценным бумагам

Инвестиционная

Приобретение оборудования, осуществление капитальных вложений в строительство, приобретение долгосрочных ценных бумаг

Эмиссия акций, выпуск облигаций, получение кредитов

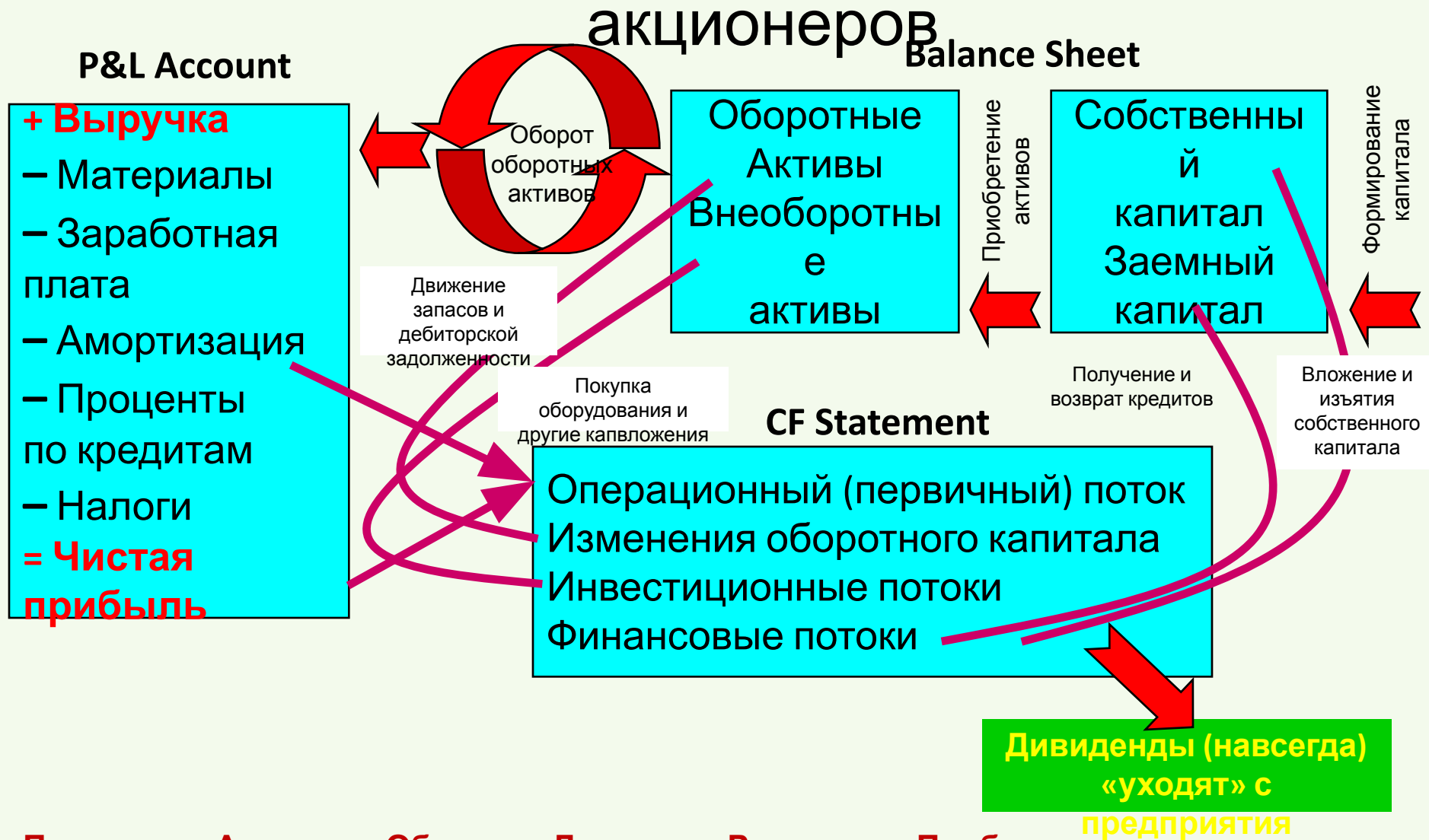
Финансовая

Выкуп акций, возврат кредитов, погашение облигаций, выплата дивидендов, выплата процентов по кредитам и облигациям

Отчет о
движении
денежных
средств
ОАО
ГАЗПРОМ
(млн. руб.)

	2006	2007
Прибыль до налогов, финансовых доходов и расходов	823 343	875 399
Амортизация и другие неденежные расходы	183 613	210 165
Неденежные доходы		-323 788
Изменение запасов	-50 805	-27 277
Изменение дебиторской задолженности	-257 763	-21 463
Изменения кредиторской задолженности	140 326	136 034
Прочие изменения в оборотном капитале	-87 340	-56 525
Налоги на прибыль уплаченные	-211 179	-194 037
Итого по операционной деятельности	540 195	598 508
Капитальные вложения	-441 001	-543 420
Финансовые вложения	-88 899	-429 462
Доходы по финансовым вложениям	17 649	80 641
Итого по инвестиционной деятельности	-512 251	-892 241
Дивиденды	-33 898	-69 329
Покупка и продажа собственных акций	8 352	17 710
Получение и возврат займов и кредитов (в т.ч. операции по векселям)	158 628	435 146
Проценты уплаченные	-38 668	-74 152
Прочие операции		-5 757
Итого по финансовой деятельности	94 414	303 618
Итого движение денежных средств за год	122 358	9 885
Денежные средства на начало года	146 866	269 224
Денежные средства на конец года	269 224	279 109

Порядок формирования показателей финансовой отчетности и доходов акционеров



Пассивы → Активы → Оборот → Доходы → Расходы → Прибыль →
Первичный денежный поток → Перераспределение денежных потоков →

Активы, пассивы

Логика формирования данных финансовых отчетов

1. **Пассивы** – инвестор готов предоставить средства
2. **Активы** – на полученные от инвестора средства закупается имущество
3. **Начало деятельности (оборот)** – изменение структуры и величины оборотных активов и краткосрочной задолженности
4. **Окончание оборота (момент реализации)** – формирование отчета о прибылях и убытках, **фиксация прибыли** как прироста собственного капитала и какого-то имущества
5. **Перераспределение денежных ресурсов**, полученных по результатам оборота между активами и пассивами – формирование отчета о движении денежных средств
6. При наличии **чистой прибыли** и **«лишних» (т.е. свободных) денег** – возможность выплаты дивидендов, т.е. удовлетворения конечных интересов акционера

Чтобы акционер был доволен...

- Одновременно должны быть выполнены два обязательных условия, нужны и (1) чистая прибыль (прирост стоимости бизнеса) и (2) «свободные» денежные средства (ликвидная наличность), что было что и чем распределять – иначе дивидендов не будет
- **Чтобы дивидендов было «больше», надо управлять прибылью** (объемами продаж, ценами и затратами)
- **Чтобы дивиденды были «раньше», надо управлять денежными потоками**, а значит опосредовано активами и пассивами

1. **Прибыль** показывает как **«много»** зарабатывает инвестор, насколько бизнес хорош в терминах **«эффективности»**. Отчет о прибылях и убытках – это расшифровка движения по строке «нераспределенная прибыль» из баланса
2. **Денежный поток** показывает как **«быстро»** зарабатывает инвестор, насколько бизнес хорош в терминах **«риска»**. Отчет о движении денежных средств – это расшифровка движения по строке «денежные средства» из баланса

Еще одна взаимосвязь финансовых отчетов

Активы	Пассивы
.....	Нераспределенная прибыль
.....
Денежные средства

1 января

P&L Account
Выручка
.....
.....
.....
Нераспределенная прибыль

Подробный анализ движения показателей по строке «нераспределенная прибыль» - доходность инвестора

Подробный анализ движения показателей по строке «денежные средства» - риски инвестора и ликвидность

CF Statement
.....
.....
.....
.....
Прирост денежных средств

31 декабря

Активы	Пассивы
.....	Нераспределенная прибыль
.....
Денежные средства

ТЕМА 4

ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ И ЛОГИКА ОПЕРАТИВНОГО ПЛАНИРОВАНИЯ

(интерпретация финансовых категорий и их соотношений – традиционный подход)

Этапы (элементы) и последовательность финансового анализа

1. Анализ доходов и расходов (прибыли)
 - Анализ коэффициентов рентабельности
2. Анализ баланса (имущества, капитала и обязательств)
 - Анализ коэффициентов платежеспособности и финансовой устойчивости
3. Анализ денежных потоков
4. Анализ эффективности работы компании
 - Анализ коэффициентов оборачиваемости
 - Анализ коэффициентов рентабельности

Анализ доходов от реализации

- Выручка от реализации определяет:
 - темпы развития компании, ее место на рынке
 - перспективность деятельности
 - привлекательность (особенно в динамике) в глазах клиентов
- Имеет смысл сравнивать динамику выручки с динамикой рынка, конкурентов, прошлых лет (по направлениям деятельности, видам продукции и центрам доходов)
 - **Сравнение с конкурентами** – хорошее ли место мы занимаем на рынке
 - **Сравнение с динамикой рынка в целом** (и отдельных конкурентов) – хорошо ли мы работаем на этом рынке
- **Критерий эффективности (1): «Выручка компании должна расти быстрее, чем рынок в целом» – это признак хорошего управления взаимоотношениями с потребителями**

Что важнее: выручка или прибыль?

Выручка	Прибыль	Выводы
Средство	Цель	
Натуральный (почти) показатель	Расчетный показатель	В выручку легче «поверить»
Стратегический показатель	Оперативный показатель	Прибыль – это только краткосрочный, уже достигнутый результат деятельности
Место на рынке	Эффективность работы на рынке	Выручка отражает результат работы с самым проблематичным элементом деятельности компании – ограниченным спросом
Перспективность деятельности	Результативность деятельности	Выручка – это долгосрочная стратегическая возможность получения прибыли на рынке

Анализ, и потом, бюджетирование (1)

Анализ / Прогноз рынка

Продажи должны расти
быстрее рынка



Анализ / Бюджет продаж

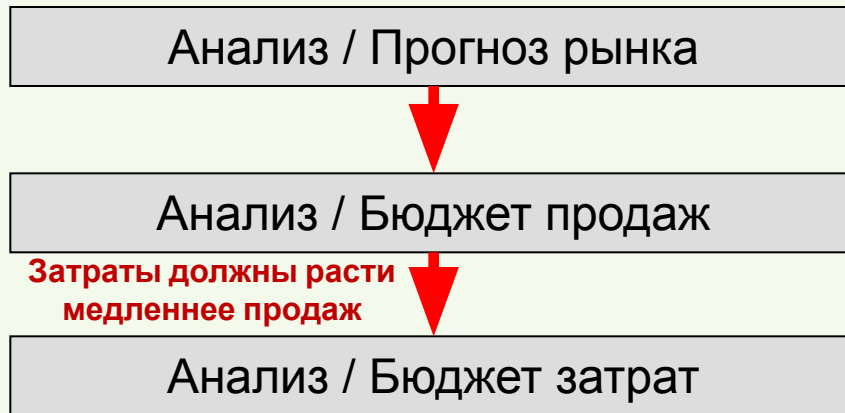
Что происходило на рынке? / Какие возможности есть на рынке?

Как нам удавалось удовлетворять потребности рынка? / Что мы собираемся предложить на рынок?

Анализ затрат

- Оценивает степень влияния отдельных факторов (и менеджеров) на итоговый финансовый результат
- Анализ должен выделять элементы, на которых следует сосредоточить первоочередное внимание в будущем (всеми расходами сразу все равно управлять никогда не удастся):
 1. Наиболее весомые в общей массе затраты (высокая доля)
 2. Быстрорастущие (особенно по сравнению с реализацией) затраты (почему увеличились?)
 3. Управляемые затраты (на что можно быстро повлиять и изменить)
- Анализ структуры затрат также полезен в отраслевом разрезе, а кроме того при сопоставлении однородных сегментов бизнеса – это позволит ответить на вопрос о том, кто лучше работает, а потом задуматься – почему так?
- Бюджетирование затрат (расхода всех видов ресурсов) следует за планированием объемов реализации
- **Критерий эффективности (2): «Выручка компании должна расти быстрее, чем ее затраты» – это признак хорошего управления внутренними бизнес-процессами, направленными на обеспечение выручки**

Анализ, и потом, бюджетирование (2)



Что происходило на рынке? / Какие возможности есть на рынке?

Как нам удавалось удовлетворять потребности рынка? / Что мы собираемся предложить на рынок?

Как эффективно нам удавалось обслуживать рынок? / Что нужно будет потратить, чтобы обеспечить наши продажи завтра?

Рентабельность продаж (Return On Sales)

(рентабельность оборота, рентабельность продукции)

$$ROS = \frac{\text{Прибыль}}{\text{Выручка}}$$

- Характеризует отдачу (в виде прибыли) на единицу продаж (оборота), т.е.:
 - эффективность производственного процесса
 - политику ценообразования
 - перспективность продукции
 - ее рыночную привлекательность
 - запас снижения цены или запас роста затрат
- Оценивает качество управления текущей деятельностью – управление оборотом, т.е. доходами и расходами
- Чем лучше продукция компании и уникальнее ее место на рынке, тем выше будет рентабельность продаж
- Для расчета чаще всего используется прибыль от основной деятельности (операционная прибыль)
- Носит отраслевой характер, очень показателен для сопоставления компаний конкурентов и похожих сегментов (направлений) деятельности предприятия

ROS – факторы формирования и инструменты управления

- Величина ROS в целом определяется:
 1. Уровнем конкуренции
 2. Степенью рискованности деятельности компании (риски активов, временные риски, прочие риски...)
 3. Скоростью операционного цикла и в целом оборачиваемостью капитала...и, соответственно носит сугубо отраслевой характер
- Инструменты влияния на значение ROS:
 1. Цена реализации продукции
 2. Натуральные объемы производства и реализации продукции
 3. Удельная себестоимость продукции

Анализ балансовых показателей

Финансовое положение предприятия на момент времени определяется:

1. Структурой и стоимостью имеющихся у него ресурсов, активов – ресурсообеспеченностью (что у нас есть и что мы можем использовать) – **не слишком ли всего этого много или мало?**
2. Величиной и срочностью обязательств, пассивов – финансовой безопасностью (что мы должны будем отдать, когда, кому и в какой форме) – **насколько финансово устойчив бизнес и независим от кредиторов?**
3. Пропорциями между отдельными видами активов и обязательств – насколько мы платежеспособны и **можем покрыть наши обязательства имеющимися в наличии ресурсами?**

Анализ активов

- **Сумма всех активов** – это **вес компании** на рынке, ее устойчивость, привлекательность в глазах кредиторов
- Сама по себе **структура активов** (в т.ч. и в динамике) характеризует **ликвидность бизнеса** – возможность относительно «быстро и без потерь» вынуть из него весь вложенный капитал
- **Динамика активов** (но только в сопоставлении с объемами деятельности) характеризует **интенсивность их использования** и является областью ответственности функциональных менеджеров
 - Дебиторская задолженность VS Выручка – качество работы с должниками
 - Сырье / Незавершенное производство / Готовая продукция VS Выручка – качество управления запасами
 - Основные средства VS Выручка – интенсивность загрузки производственных мощностей
 - Денежные средства VS Выручка – качество управления денежными потоками
 - Финансовые вложения VS Доходы по финансовым вложениям – качество работы с ценными бумагами
- **Критерий эффективности (3): «Выручка компании должна расти быстрее, чем ее активы»** – это признак хорошего управления ресурсами, вложенными в бизнес для обеспечения выручки

Анализ, и потом, бюджетирование (3)

Анализ / Прогноз рынка



Анализ / Бюджет продаж



Анализ / Бюджет затрат

**Активы должны расти
медленнее оборота**

Анализ / Планирование активов
(основные средства, запасы,
дебиторская задолженность,
денежные остатки)

Что происходило на рынке? / Какие возможности есть на рынке?

Как нам удавалось удовлетворять потребности рынка? / Что мы собираемся предложить на рынок?

Как эффективно нам удавалось обслуживать рынок? / Что нужно будет потратить, чтобы обеспечить наши продажи?

Как эффективно использовалось наше имущество для поддержания оборотов (продаж и текущих расходов)? / Сколько ресурсов надо будет держать в бизнесе, чтобы обеспечить наши планируемые обороты?

Подходы к управлению активами – «утрированное мнение финансиста»

- Меньше активов – меньше проблем, излишние активы – зло
- За то, что мы имеем и чем распоряжаемся (активы), мы платим каждый день
- Лишние активы «съедают» деньги, сокращение излишних активов должно привести к увеличению свободных денежных средств на счетах, значит активы – это потенциальный источник внутреннего финансирования развития бизнеса
- **Активов должно быть ровно столько, сколько необходимо для бесперебойной работы, но не более, активы должны соответствовать объему и характеру деятельности**
- Бюджетирование активов происходит под обеспечение оборотов компании, т.е. под показатели выручки и затрат
 - **Много активов**: (+) много возможностей у функциональных менеджеров, (-) риски утраты и неликвидности активов, необходимость вложений большего капитала (акционером)
 - **Мало активов**: (+) низкая капиталоемкость бизнеса для акционера и невысокие риски утраты активов, (-) отсутствие широких возможностей у менеджеров

Активы «съедают» деньги и заставляют нести лишние затраты...



Анализ пассивов

- Структура и величина источников финансирования характеризует **финансовую устойчивость и зависимость компании от кредиторов**, а также финансовую нагрузку на бизнес
- **За все обязательства надо что-то платить** – проценты, дивиденды (обещаемые, но не фиксированные) или повышенную цену приобретаемых в кредит ресурсов
- «Бесплатные» пассивы – самые срочные и, следовательно, самые рискованные
- Стоимость привлечения капитала (в процентах годовых) снижается при



Компенсация рисков

Распределение рисков

Судьбоносный выбор 😞

Подходы к управлению пассивами

- **«Чем менее ликвидны активы компании, тем более долгосрочный у нее должен быть капитал, тем дороже он будет ей доставаться»**
- Задача финансового менеджера :
 - поддержание безопасного баланса между собственным и заемным капиталом
 - снижение стоимости привлекаемого капитала
 - диверсификация заемного капитала
- Бюджетирование источников финансирования происходит под структуру имущества компании
- **Критерий устойчивости (4): «Структура пассивов должна соответствовать структуре активов» – это признак хорошего управления источниками финансирования, необходимыми для приобретения имущества**

Анализ, и потом, бюджетирование (4)

Анализ / Прогноз рынка

Что происходило на рынке? / Какие возможности есть на рынке?

Анализ / Бюджет продаж

Как нам удавалось удовлетворять потребности рынка? / Что мы собираемся предложить на рынок?

Анализ / Бюджет затрат

Как эффективно нам удавалось обслуживать рынок? / Что нужно будет потратить, чтобы обеспечить наши продажи?

Анализ / Планирование активов
(основные средства, запасы,
дебиторская задолженность,
денежные остатки)

Как эффективно использовалось наше имущество для поддержания оборотов (продаж и текущих расходов? / Сколько ресурсов надо будет держать в бизнесе, чтобы обеспечить наши планируемые обороты?

Пассивы должны соответствовать

активам

Анализ / Планирование источников финансирования

Насколько структура капитала соответствовала структуре наших активов? / За счет каких источников финансирования (с учетом их стоимости и рисков) лучше финансировать наши активы (с учетом их ликвидности)?

Средневзвешенная стоимость капитала (Weight Average Cost of Capital)

Характеристика финансовой политики компании и плод усилий финансового директора – средняя стоимость капитала (в процентах годовых), которую компания платит за привлечение всех источников финансирования

Предопределяется теми рисками, которые инвесторы видят во

вложениях в данную компанию (или в предоставлении ей кредитов)

$$WACC = \frac{E}{(L + E)} * d + \frac{L}{(L + E)} * r * (1 - t)$$

E – собственный капитал (весь, включая нераспределенную прибыль)

L – заемный капитал (все обязательства)

d – норма доходности собственного капитала (условно – желаемый дивидендный доход в % годовых)

r – стоимость заемного капитала (ставка по кредитам и другим обязательствам)

t – ставка налога на прибыль

Платежеспособность: краткосрочная и долгосрочная

Коэффициент текущей ликвидности

(главный показатель краткосрочной платежеспособности)

$$CR = \frac{CA}{SL}$$

*CA – оборотные активы
SL – краткосрочные обязательства*

Характеризует степень покрытия (обеспеченности) краткосрочных долгов ликвидными (обращаемыми в денежные средства в течение одного года) ресурсами компании, относительный запас активов против обязательств

Интересны, в первую очередь, владельцам краткосрочных обязательств (кредиторам) и менеджерам, отвечающим за финансирование операционного цикла

Коэффициент автономии

(главный показатель долгосрочной платежеспособности)

$$Ka = \frac{E}{E + L}$$

Характеризует: финансовую независимость компании от внешних источников финансирования, устойчивость, платежеспособность и относительную свободу распоряжения средствами предприятия в длительном периоде, способность нести в будущем убытки без риска полной потери собственных средств и банкротства

Интересен высшему руководству компании, акционерам, долгосрочным кредиторам, потенциальным инвесторам

Анализ движения денежных средств

- Объясняет **различие между** полученной **прибылью** и реальным **наличием** свободных **денежных средств**
- Показывает откуда действительно получены и на что использованы денежные средства
- Оценивает:
 - достаточно ли получаемых средств для обеспечения текущей производственной программы
 - каковы возможности по погашению краткосрочной и долгосрочной задолженности
 - каковы возможности дальнейших инвестиционных вложения за счет внутренних резервов
 - потребности в дополнительном стороннем финансировании для покрытия операционных и инвестиционных потребностей предприятия
- Фактически агрегирует информацию, полученную на предыдущих этапах анализа доходов, расходов, активов и источников финансирования

Бюджетирование (5)



Как мы должны организовать наши денежные потоки, что обеспечить продажи, необходимые ресурсы, оплату источникам финансирования и при этом не обанкротиться?

Условия успешной работы компании – ИТОГИ

- 1. Выручка компании должна расти быстрее, чем рынок в целом** – цели работы во внешней среде
- 2. Выручка компании должна расти быстрее, чем ее затраты** – цели управления внутренними бизнес процессами и поддержания прибыльности операций
- 3. Выручка компании должна расти быстрее, чем ее активы** – цели управления ресурсной базой и ее развитием
- 4. Структура пассивов должна соответствовать структуре активов** – цели поддержания краткосрочной и долгосрочной платежеспособности и финансовой устойчивости
- 5. Управление денежными потоками** должно обеспечивать **бесперебойность и устойчивость** операционной и инвестиционной деятельности компании

Показатели оборачиваемости – общие

Оборачиваемость активов

$$AT = \frac{S}{A}$$

A – активы
S – выручка

Характеризует интенсивность использования активов, т.е. объем выручки (как результат деловой активности) на единицу вложенных в активы средств

Интересны менеджерам, а также внешним пользователям для самой общей оценки эффективности управления имуществом

Не имеют нормативов, но очень полезны в анализе динамики и в сравнении компаний, работающих в одной отрасли

Чем выше оборачиваемость, тем интенсивнее (и результативнее) работают активы компании и тем (при прочих равных условиях) он приносит большую доходность

Показатели оборачиваемости – детализация

Период оборота
задолженности потребителей

$$TRT = \frac{TR * 365}{S}$$

Период оборота готовой
продукции

$$WPT = \frac{WP * 365}{COGS}$$

$$FGT = \frac{FG * 365}{COGS}$$

Период оборота
незавершенного производства

Период оборота запасов
сырья и материалов

$$RMT = \frac{RM * 365}{Mcosts}$$

Период оборота
задолженности поставщикам

$$TPT = \frac{TP * 365}{COGS - DA}$$

*TR – задолженность
потребителей*

S – выручка

*COGS – себестоимость
реализованной продукции*

*FG – запасы готовой
продукции*

WP – запасы

*незавершенного
производства*

*RM – запасы сырья и
материалов*

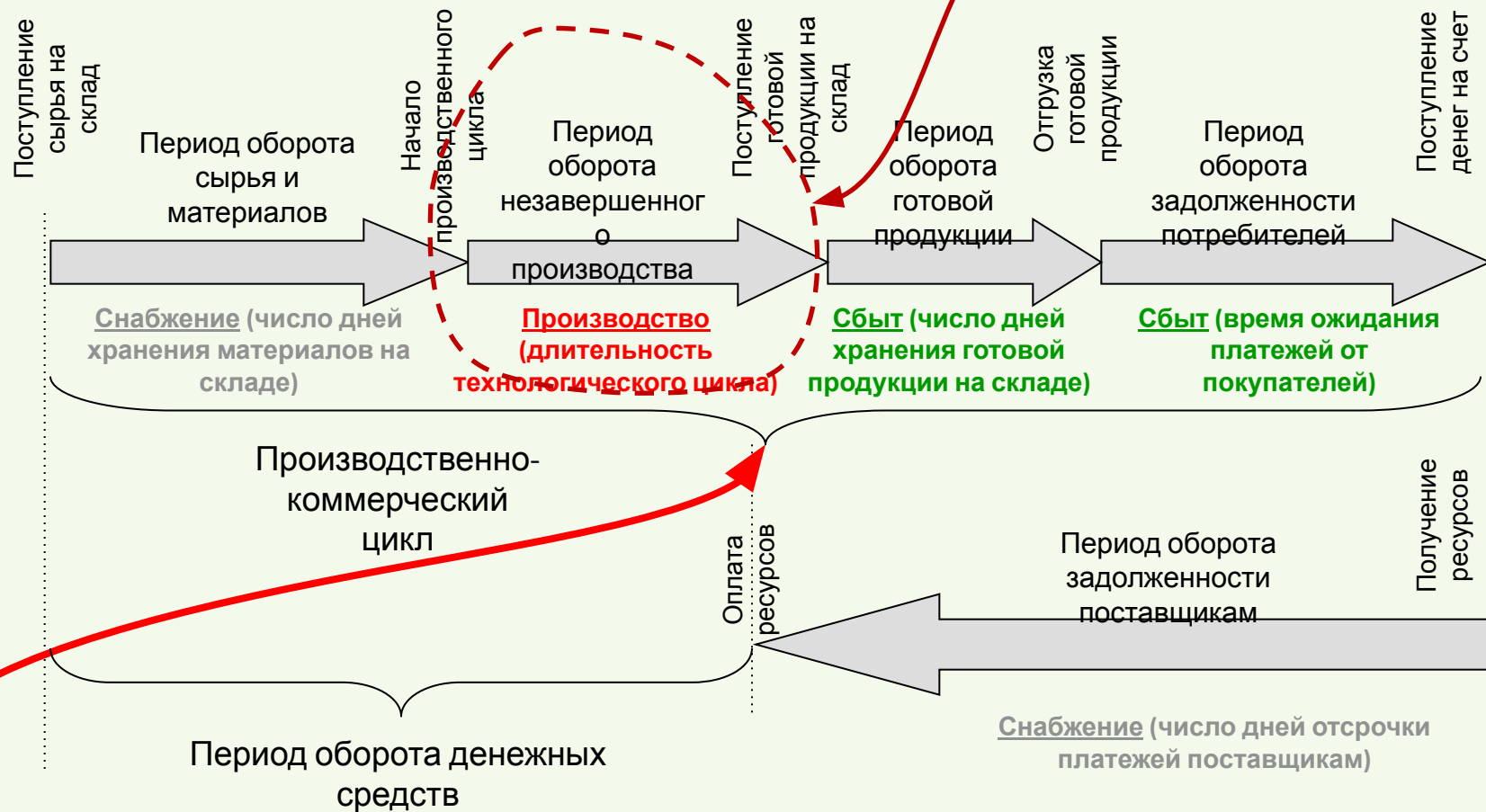
*Mcosts – затраты сырья и
материалов на
производство продукции*

*TP – задолженность
поставщикам*

DA – амортизация

Оборот средств предприятия и ответственность функциональных руководителей

В наименьшей степени поддающийся управлению элемент операционного цикла



Цель управления активами – попытка минимизировать общую длительность производственно-коммерческого цикла (длительность оборота активов компании)

Показатели рентабельности вложений – рентабельность активов (Return on Assets)

$$ROA = \frac{\text{Прибыль}}{\text{Активы}}$$

- ❑ Характеризует эффективность вложений в предприятие, отдачу на единицу используемых в бизнесе ресурсов, является параметром оценки привлекательности бизнеса как такового и качества деятельности менеджеров, управляющих активами
- ❑ ROA может сопоставляться со стоимостью привлекаемого капитала WACC
- ❑ В качестве показателя прибыли как правило используется EBIT или EBITDA
- ❑ Показатель «для менеджеров»: генерального директора и финансового



Сопоставление этих показателей приводит к решениям:

1. Либо о дальнейшем **расширении деятельности** за счет привлечения дополнительного капитала ($ROA > WACC$)
2. Либо о **реструктуризации бизнеса** (продать неэффективные сегменты активов и удешевить стоимость привлекаемого капитала) ($ROA < WACC$)

Показатели рентабельности – рентабельность активов

$$ROA = \frac{\text{Прибыль}}{\text{Активы}} = \frac{\text{Прибыль}}{\text{Выручка}} * \frac{\text{Выручка}}{\text{Активы}} = ROS * \text{Оборачиваемость активов}$$

Во многом определяется факторами внешней среды (цены реализации, объем спроса, цены на используемые ресурсы)

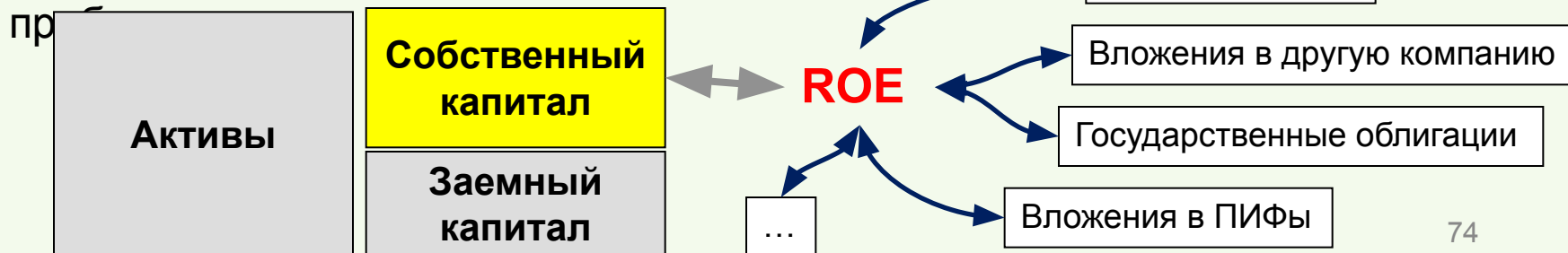
Определяется факторами внутренней организации бизнес-процессов: загрузка производственных мощностей, управление запасами, дебиторской задолженностью, денежными остатками

- Управление и попытки максимизации ROA предполагают:
 1. **Управление оборотом** – эффективностью каждой продажи (существенно зависит от внешней среды) – сколько маржи мы зарабатываем в каждом обороте
 2. **Управление оборачиваемостью** – количеством продаж, осуществляемых с единицы вложенных в бизнес ресурсов (в основном определяется внутренней эффективностью организации бизнес-процессов) – сколько оборотов мы успеваем прокрутить

Показатели рентабельности вложений – рентабельность собственного капитала (Return on Equity)

$$ROE = \frac{\text{Прибыль}}{\text{Собственный капитал}}$$

- ❑ Характеризует эффективность вложений в предприятие со стороны собственника, отдачу на единицу капитала владельцев предприятия, является основным и конечным параметром оценки бизнеса на основе финансовой отчетности
- ❑ **ROE должен сопоставляться с доходностью альтернативных, сопоставимых по рискам, вложений инвестора**, которые у него имеются
- ❑ Каждым инвестором будет восприниматься индивидуально
- ❑ В качестве показателя прибыли, как правило, используется



Показатели рентабельности – рентабельность собственного капитала

$$ROE = \frac{\text{Прибыль}}{\text{С.Капитал}} = \frac{\text{Прибыль}}{\text{Выручка}} * \frac{\text{Выручка}}{\text{Активы}} * \frac{\text{Активы}}{\text{С.Капитал}}$$

$$ROE = \frac{ROA}{\text{Коэффициент автономии}} = \frac{ROS * \text{Оборачиваемость активов}}{\text{Коэффициент автономии}}$$

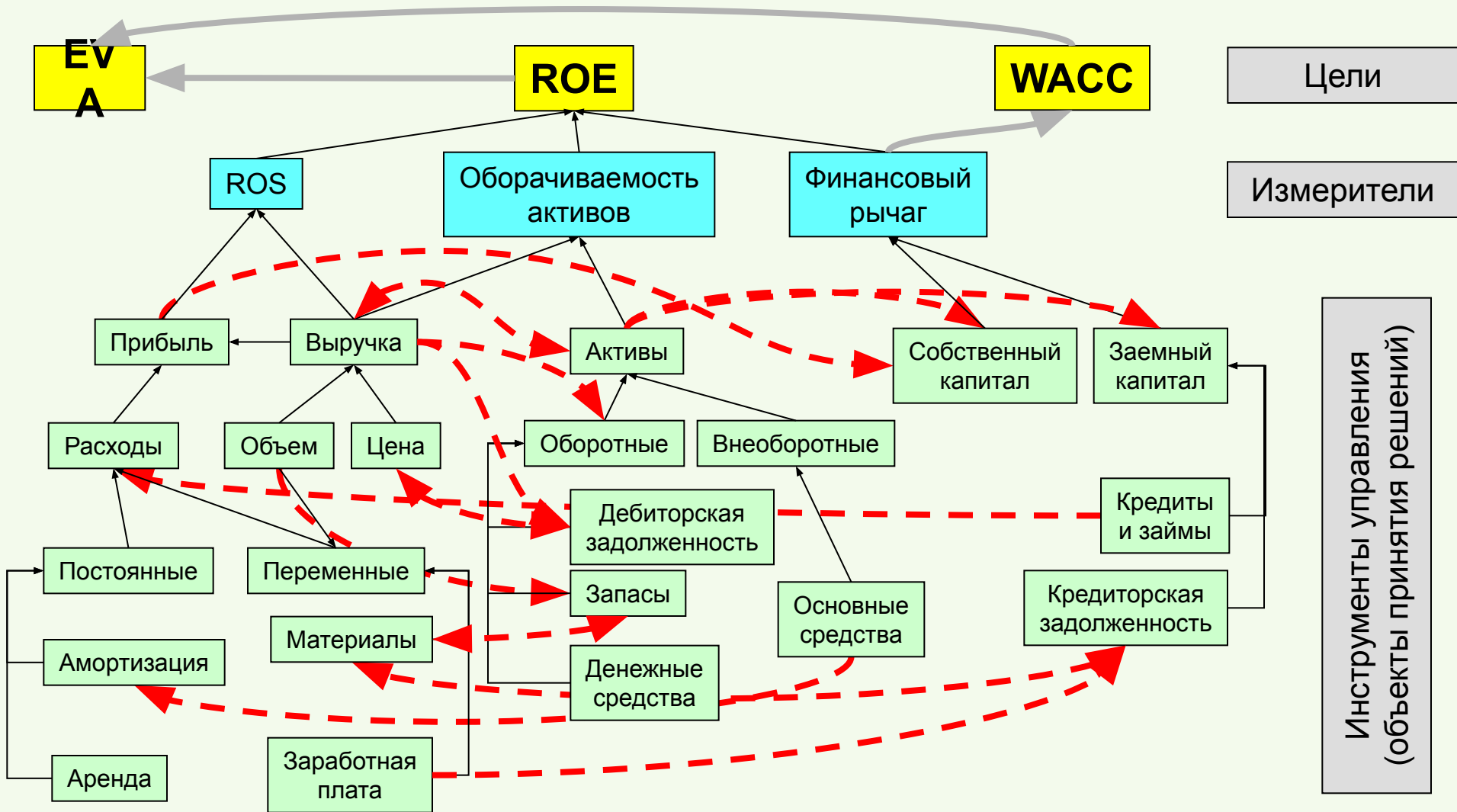
В итоге на итоговый показатель ROE оказывают влияние три направления деятельности:

1. ROS – управление оборотом и прибылью (выручкой и затратами) – ответственность функциональных менеджеров среднего и высшего звена – **больше доходов, меньше расходов!**
2. Оборачиваемость активов – управление имуществом (интенсивность его использования) – ответственность менеджеров, оказывающих влияние на стоимость используемого имущества – **больше продаж при меньших вложениях в активы!**
3. Коэффициент автономии – управление пассивами (привлечение дешевых и нерискованных источников финансирования) – ответственность финансового директора – **больше заемного финансирования, меньше собственного капитала акционеров!**

Чтобы акционеру стало хорошо нужно:

1. Зарабатывать как можно больше в каждом обороте – «УРАЛКАЛИЙ», «ГАЗПРОМ», «МТС»
2. Прокручивать как можно больше оборотов – оптовая торговля, брокерская контора
3. Жить за чужой счет 😊 – сетевая розница, банк

Традиционная «пирамида» финансовых показателей



Попытки максимизировать ROE и риски компании

Что делать?	Как?	К каким рискам это приведет?
I. Максимизировать ROS	<ol style="list-style-type: none"> 1. Поднять цену 2. Снизить затраты 3. Увеличить натуральный объем деятельности 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Не купят 2. Качество (а потом не купят) 3. Не купят <p>Это все коммерческие риски</p>
II. Максимизировать оборачиваемость активов	<ol style="list-style-type: none"> 1. Увеличить натуральный объем деятельности 2. Уменьшить запасы сырья и материалов 3. Уменьшить объем используемых основных средств 4. Уменьшить запасы готовой продукции 5. Уменьшить объем дебиторской задолженности 6. Уменьшить резервы денежных средств 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Не купят 2. 3. Не хватит (для обеспечения желаемых объемов производства) – риски технического характера 4. 5. Не хватит (для обеспечения желаемых объемов продаж и цен реализации) – коммерческие риски 6. Риски финансового характера – снижение ликвидности и платежеспособности
III. Минимизировать коэффициент автономии	<ol style="list-style-type: none"> 1. Минимизировать вложения собственного капитала 2. Максимизировать привлечения земных (и, желательно, краткосрочных и дешевых) средств 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 2. Финансовые риски – снижение ликвидности, как краткосрочной, так и долгосрочной платежеспособности

Любой (ощущаемый инвестором) риск усиливает опасения акционеров и кредиторов, и приводит к удорожанию капитала (и собственного и в итоге WACC), что может сделать указанные выше попытки бессмысленными и разрушающими ценность компании для ее собственников

Логика проведения финансового анализа (с точки зрения акционера)

1. Дивиденды / Собственный капитал – соответствуют ли реально полученные доходы (т.е. наличными) вложениям капитала - **получил ли я реальные деньги на вложенный капитал?**
2. Чистая прибыль / Собственный капитал – соответствует ли общий прирост стоимости бизнеса (пусть не деньгами) вложенным средствам - **если я не получил деньги, то вырос ли мой бизнес?**
3. Прибыль / Выручка – соответствует ли объем прибыли масштабам деятельности компании – **если я не заработал прибыль, то почему, как же работали мои менеджеры?**
4. Выручка / Активы – соответствует ли объем используемого имущества тем объемам деятельности, которые мы обеспечиваем этим имуществом – **если менеджеры не смогли заработать прибыль, то как они использовали предоставленные им ресурсы?**
5. Активы / Пассивы – соответствует ли структура финансирования компании ликвидности и структуре имущества – **если активы нельзя было использовать более интенсивно, то чем (кем) и почему они финансируются?**

ТЕМА 5

BSC КАК АЛЬТЕРНАТИВА ТРАДИЦИОННОМУ ФИНАНСОВОМУ ПОДХОДУ

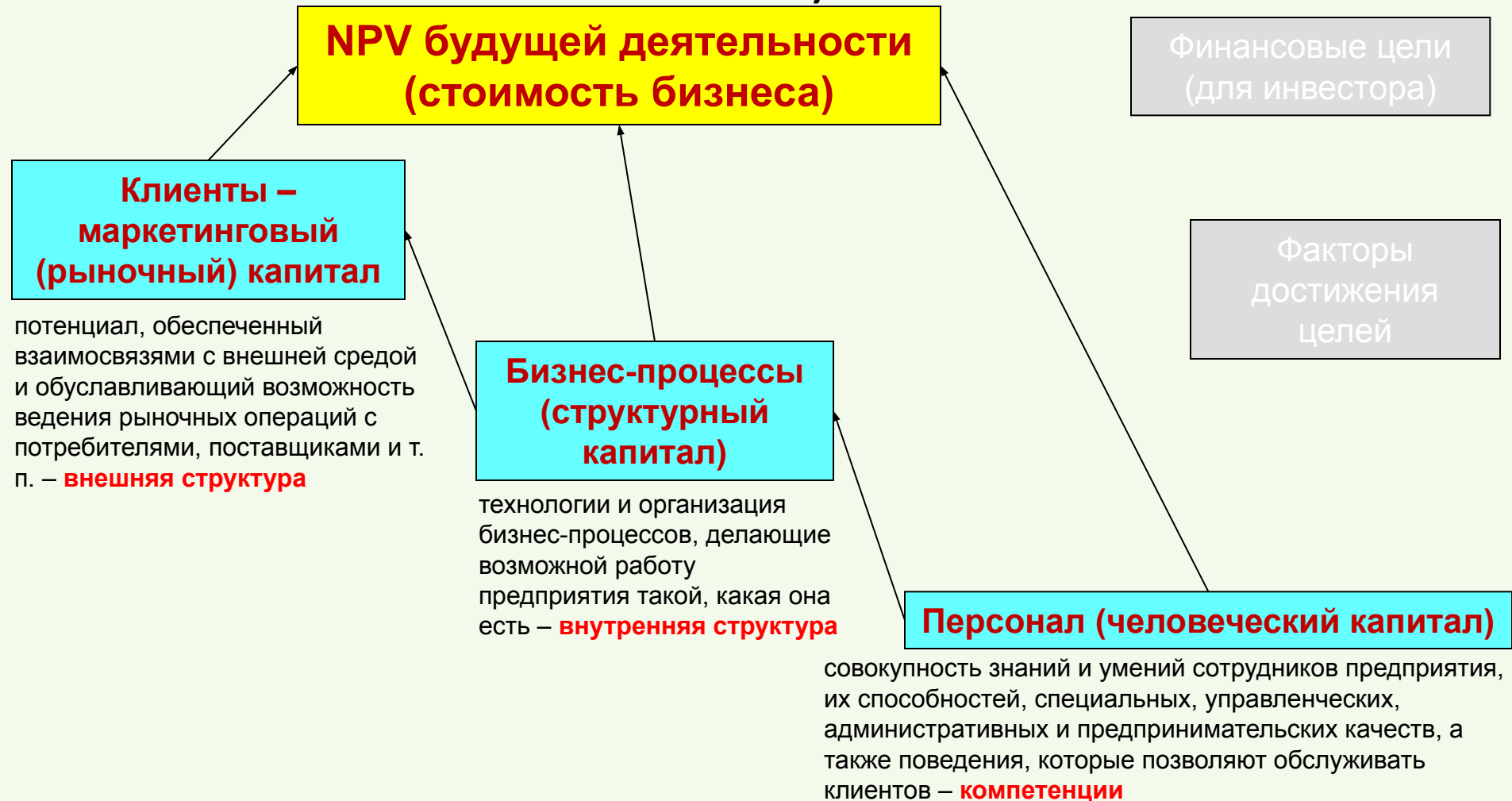
(или еще одна «пирамида»)

Влияние нематериального капитала на капитализацию компании

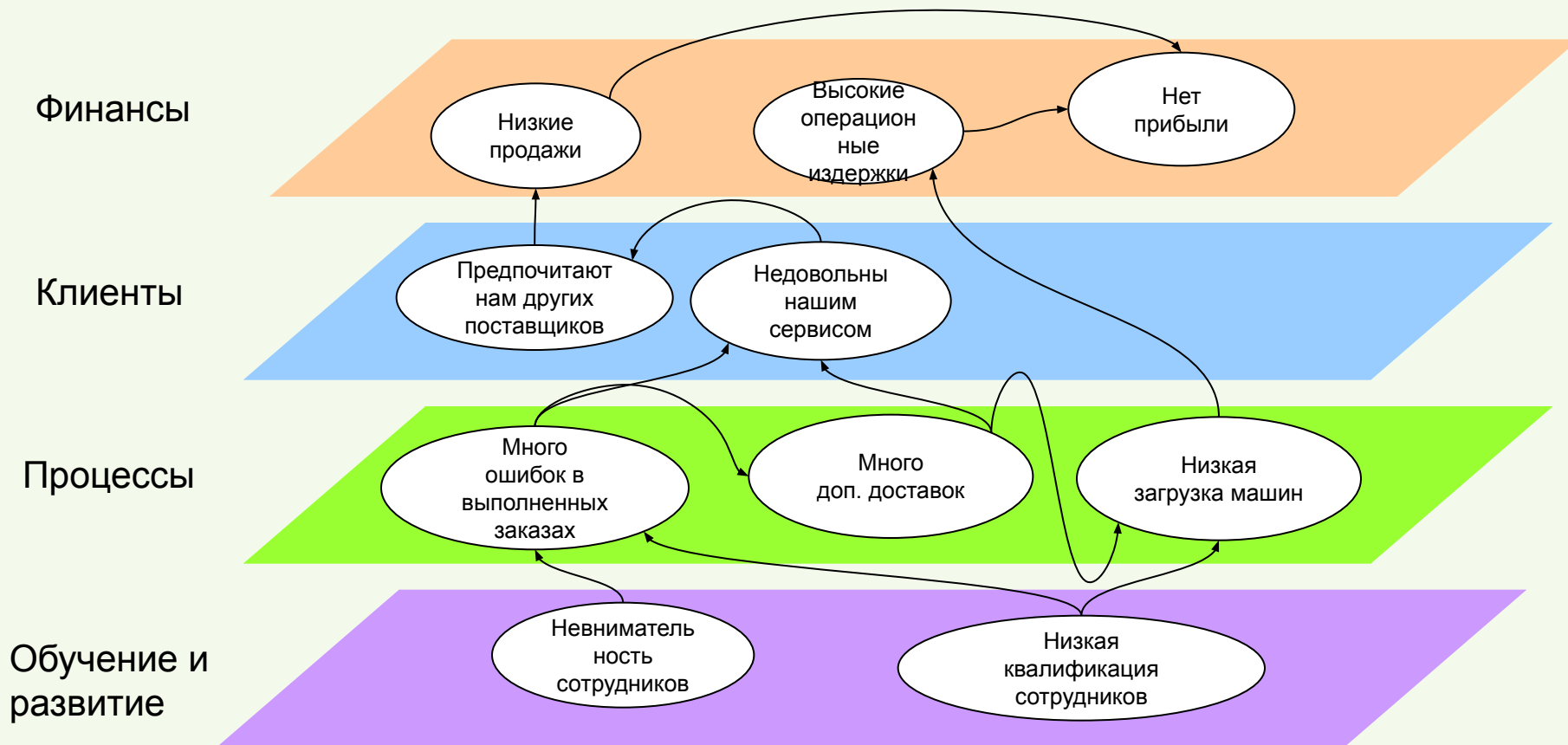


Невозможно управлять тем, что нельзя померить

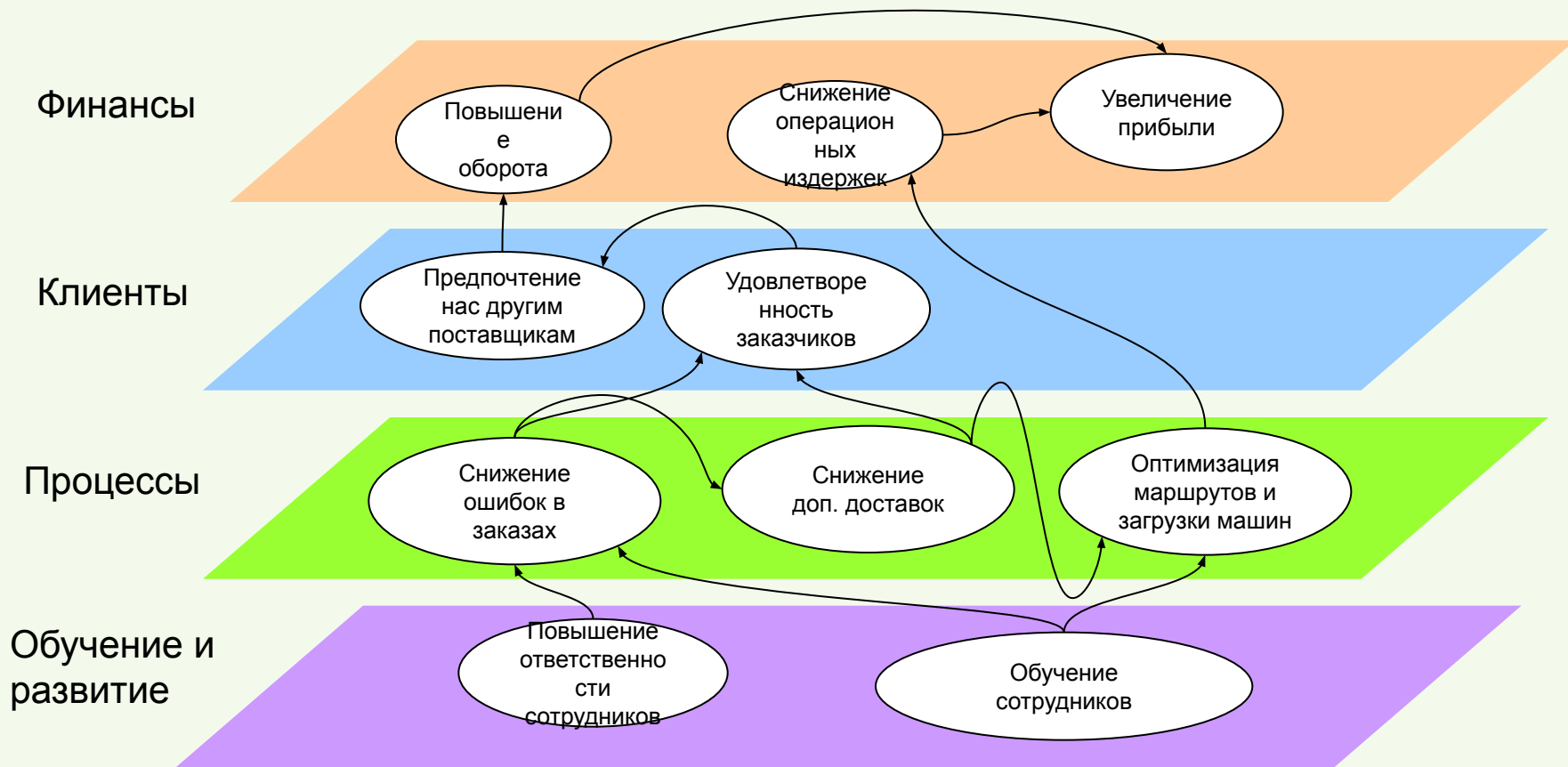
Пирамида нефинансовых показателей (альтернативный взгляд на стратегию – BSC)



Пример связи проблем: дистрибутор пива



Пример карты стратегических целей: дистрибутор пива



ТЕМА 6

ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

(...и реальные факторы ее формирования)

Ценность акционера – стоимость бизнеса – упрощенный подход

Ну очень упрощенная 😊 модель расчета стоимости компании (да и любого другого доходного актива):

$$V = \frac{E}{R}$$

Ценность (стоимость) компании для инвестора

Среднегодовой (в т.ч. ожидаемый) доход инвестора
Норма доходности инвестора (в % годовых), определяемая рисками вложений в бизнес

≠

$$V = A - L$$

Активы

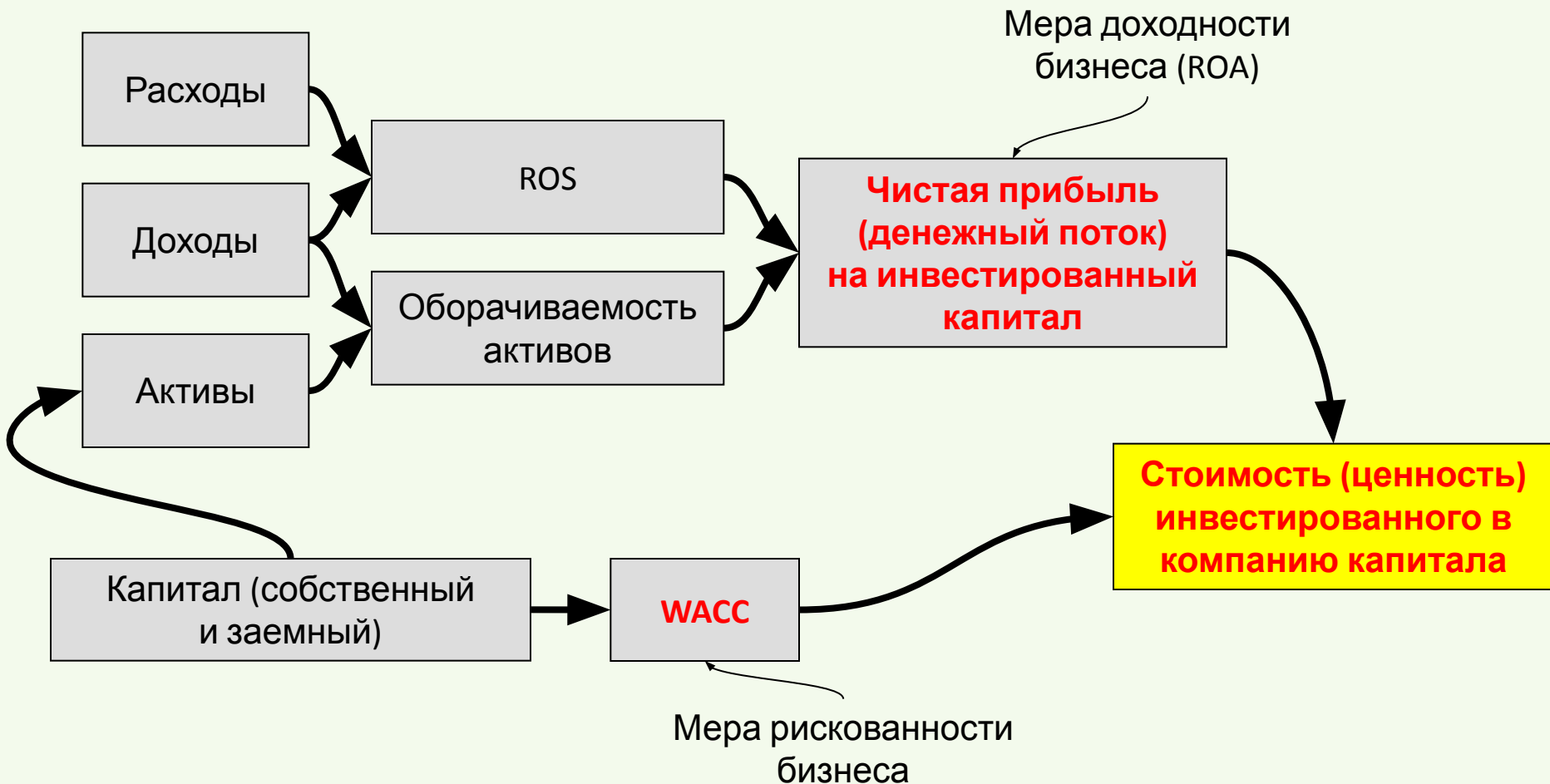
Обязательства

«Бухгалтерская» модель расчета стоимости компании:

Идея финансового управления компанией

- **Любое** действие (решение) менеджера должно:
 - Увеличивать доходы собственника (с учетом фактора времени)
 - и / или
 - Понижать риски вложения в бизнес,
 - Одним словом, приносить положительное значение NPV, и значит, повышать NPV всего бизнеса для акционера
- Любое действие менеджера может и должно рассматриваться (и соответственно, оцениваться) как инвестиционный проект
- Всегда ли это возможно?

Процесс создания стоимости (ценности) бизнеса (компании)



Доходный подход

- «Стоимость любого коммерческого имущества формируется выгодой, которую собственник может извлечь из пользования этим имуществом в будущем»
- «Приобретатель не заплатит за объект собственности больше, чем этот объект принесет ему выгод в будущем»
- Лучший подход для оценки бизнеса как источника долгосрочного дохода
- Применим, в первую очередь, с точки зрения инвестора, т.е. потенциального покупателя

Использует стандартные методы и инструменты инвестиционного анализа т.е...
прогнозирует будущую выгоду, которую бизнес может принести собственнику **и приводит ее к текущему моменту времени** с помощью методов дисконтирования

Норма дисконта при этом выступает мерилем рискованности вложений в данную компанию

Для того, чтобы попользоваться инструментарием доходного подхода, фактически нужно сформулировать стратегию развития бизнеса и оцифровать ее в финансовых прогнозах

Стоимость денег во времени

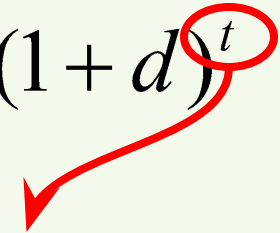
Чистая приведенная (текущая) стоимость (ценность) всей будущей деятельности компании:

CF_t – чистый денежный поток периода

n – прогнозируемое количество лет деятельности компании (по определению – бесконечность)

t – номер периода (года)

d – норма дисконта (минимально требуемая доходность инвестора)

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+d)^t}$$


Денежные потоки осуществляются в конце каждого прогнозного года. Здесь также может встречаться степень « $t-1$ » (денежные потоки поступают в начале года) или « $t-0,5$ » (денежные потоки поступают в середине года, что больше всего похоже на правду)

Н.В. Оцениваются только денежные потоки, но никак не прибыли, т.е. реальные деньги, которые сначала нужно вкладывать в бизнес, а затем можно будет забирать по мере осуществления деятельности

Метод капитализации

$$V = \frac{CF_0 * (1 + g)}{d - g}$$

V – стоимость капитала компании – стоимость бизнеса
CF₀ – чистый нормализованный денежный поток базового года
d – ставка дисконтирования
g – долгосрочные темпы роста денежного потока
(d-g) – ставка капитализации

- Вместо CF часто **используются показатели чистой прибыли**, в случае равномерности прогнозируемой прибыли и денежных потоков, при малом влиянии изменений оборотного капитала и не существенности чистых инвестиционных затрат (амортизация = инвестиции)
- Метод требует «нормализации» величины прибыли и денежного потока:
 - Устранение «нерыночных» затрат и доходов (з/п менеджера/собственника, например)
 - Изъятие всех разовых и нехарактерных операций, повлиявших на фактическую прибыль
 - Устранение влияния учетной политики
 - Учет возможных будущих изменений (налоги, цены и т.п.)
- Применим в основном **для компаний со стабильными, устойчивыми и регулярными**

Пример расчета доходами (например, для объектов недвижимости)

- В последнем отчетном году компания принесла свободный денежный поток в сумме \$1 млн.
- Предполагается, что в дальнейшем равномерный и бесконечный рост денежного потока составит 5% в год
- Стоимость капитала инвестора составил

$$V = \frac{\$1 \text{млн.} * (1 + 0,05)}{0,20 - 0,05} = \frac{\$1,05}{0,15} = \$7 \text{млн.}$$

Метод дисконтирования

Терминальная
стоимость
(стоимость
послепрогнозного
периода)

$$V = \frac{CF_1}{(1+d)^1} + \frac{CF_2}{(1+d)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+d)^n} + \left(\frac{CF_n * (1+g)}{d-g} \right) / (1+d)^n$$

- Использование метода предполагает существенные колебания денежных потоков по крайней мере на первых годах работы предприятия
- n – прогнозный период, на который мы планируем денежные потоки
- Последнее слагаемое в формуле – т.н. «терминальная» или остаточная стоимость, стоимость на «послепрогнозный» период, когда определены равномерные темпы роста денежного потока (см. выше метод капитализации)
- В приведенной формуле предполагается, что все денежные потоки будут получены в конце каждого года. Можно сделать и иные предположения (см. выше), тогда будут изменяться показатели степени

Метод дисконтирования (пример)

- Прогноз свободного денежного потока на ближайшие 4 года:
 - год 1 – \$1,0 млн.
 - год 2 – \$2,0 млн. (за счет предполагаемого резкого роста спроса)
 - год 3 – \$1,5 млн. (за счет необходимости осуществления инвестиций в обновление производственных мощностей)
 - год 4 – \$2,3 млн.
- Предполагается, что затем рост денежного потока составит 5% в год
- Стоимость капитала инвестора составляет 20% годовых
- Тогда предельная стоимость бизнеса, за которую инвестор согласится приобрести компанию, будет равна:

$$V = \frac{\$1,0\text{млн.}}{1,2} + \frac{\$2,0\text{млн.}}{1,2^2} + \frac{\$1,5\text{млн.}}{1,2^3} + \frac{\$2,3\text{млн.}}{1,2^4} + \frac{\left(\frac{\$2,42\text{млн.}}{0,20 - 0,05}\right)}{1,2^4} = \$11,98\text{млн.}$$

Алгоритм использования методов доходного подхода

1. Выбрать длительность прогнозного периода
2. **Спрогнозировать денежные потоки** в прогнозируемом периоде
 - Прогноз макроэкономических показателей (инфляция, процентные ставки)
 - Прогноз продаж
 - Прогноз материальных затрат
 - Прогноз затрат на заработную плату
 - Прогноз накладных затрат
 - Прогноз движения оборотного капитала
 - Инвестиционный прогноз и прогноз амортизационных отчислений
 - Прогноз налоговых выплат
 - Финансовый прогноз
3. Сформулировать, что произойдет с бизнесом за пределами прогнозного периода (равномерный рост или распродажа активов и ликвидация)
4. **Выбрать ставку дисконтирования**
5. Сделать соответствующие расчеты
6. Внести необходимые итоговые корректировки стоимости

Кейс

- В наличии имеется автомобиль ВАЗ-2110, о котором известно следующее:
 - Возраст – 2 года
 - Пробег – 40 тыс. км.
- Предлагается **оценить этот актив как бизнес** используя методику доходного подхода
- При этом в числе всего прочего предлагается обратить особое внимание на следующие вопросы:
 - Какой срок рассматривать? Что произойдет по истечению этого срока?
 - Учитывать ли заработную плату водителя?
 - Исходя из какой цены и какого предполагаемого пробега автомобиля оценивать будущие доходы?
 - Какую норму доходности взять?
- Если вместо этого бизнеса рассмотреть таксопарк из пятидесяти автомобилей, значит ли что его стоимость будет ровно в пятьдесят раз больше полученной нами? И если нет, то почему?

Норма дисконтирования

- Требуемая инвесторами ставка доходности на вложенный в бизнес капитал
- Плата за финансирование активов компании
- Стоимость капитала компании
- **Увеличение дисконта ведет к снижению ценности бизнеса для инвестора и к уменьшению стоимости компании**
- Использование дисконта в процессе оценки бизнеса является методом учета рисков деятельности компании. **Чем выше риск деятельности предприятия – тем меньше ценность такого бизнеса для потенциального покупателя**
- Риск:
 - Вероятность нестабильности получаемых компанией доходов
 - **Систематический** – характерен для рынка в целом, в основном зависит от внешних факторов
 - **Несистематический** – характерен для конкретной компании, во многом зависит от внутренних факторов

Стоимость (%) капитала компании – факторы формирования

$$R_e = R_f + ERP + SCRP$$

R_e – стоимость капитала компании

R_f – безрисковая ставка доходности

ERP (Equity Risk Premium) – премия за риск собственного капитала

SCRP (Specific Company Risk Premium) – премия за риск конкретной компании

Вид ценных бумаг	Ставка доходности*
Государственные казначейские облигации США	5%-6%
Прочие государственные долговые ценные бумаги	6%-7%
Высококачественные корпоративные облигации	7%-8%
Низкокачественные корпоративные облигации	8%-10%
Обеспеченные кредиты частным компаниям	10%-11%
Необеспеченные кредиты частным компаниям	11%-12%
Акции крупных публичных компаний (S&P 500)	10%-15%
Акции средних и малых публичных компаний	15%-20%
Акции публичных компаний с микрокапитализацией (до \$30 млн.)	
Акции крупных частных компаний	20%-30%
Акции венчурных частных компаний	30%-40%

*Данные по компаниям США за 1926-1980 гг.

Выбор нормы дисконта

- При оценке обоснованной рыночной стоимости норма доходности определяется не на основании конкретных пожеланий конкретного инвестора, а с помощью «объективной» оценки рискованности бизнеса
- Предполагается, что полученный в итоге результат есть та оценка риска ведения бизнеса, которая будет дана типичным средним участником фондового рынка без учета его личных субъективных предпочтений
- Методы расчета дисконта:
 - Модель оценки капитальных активов (Capital Assets Pricing Model)
 - Модифицированная модель оценки капитальных активов (Modified Capital Assets Pricing Model)
 - Метод кумулятивного построения
 - Метод оценки типа бизнеса (Valuation by Business Category)
 - Метод средневзвешенной стоимости капитала (WACC – Weight Average Cost of Capital)

Модель оценки капитальных активов

$$d = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

ERP

β^* – мера волатильности ценной бумаги по сравнению с фондовым рынком в целом

R_f – безрисковая ставка доходности

R_m – среднерыночная доходность (по данным фондового рынка)

- Модель учитывает только т.н. систематические риски
- Требуется существенного массива информации о состоянии фондового рынка в целом, в т.ч. ретроспективы колебания стоимости акций
- Не учитывает предпочтений конкретных инвесторов и специфики конкретного бизнеса
- Использует «усредненные» данные
- Годится только для очень крупных компаний
- β – коэффициент рассчитывается либо для компании (по историческим данным) либо используется отраслевая величина

* Значение β -коэффициента на уровне 1,5, например, означает, что при изменении доходности рынка в целом на 1% (как в большую, так и в меньшую сторону), доходность данной ценной бумаги изменится на 1,5%

Безрисковая ставка доходности (R_f)

- **Доходность вложений в ценные бумаги, которые характеризуются высшей степенью надежности и, соответственно, нулевой вероятностью дефолта**
- Доходность по государственным ценным бумагам (в США – U.S. Treasuries – государственные казначейские обязательства) – по данным на март 2010 года – 4,75% годовых (по 30-ти летним облигациям)* Причем эти показатели относительно стабильны по отдельным годам.
- Доходность по трехлетним ГО РФ на март 2010 года составляла 5,0%** (в рублях) при инфляции в 7,2%** (!?)
- Ставки по депозитам в банках высшей категории надежности (в РФ чаще всего используются депозитные ставки «Сбербанка»)

Страна	Ставка дохода по правительственным облигациям сроком погашения 10 лет, %*	Инфляция, %*	Реальная безрисковая ставка доходности, %
Франция	3,47	1,3	2,17
Германия	3,15	0,4	2,75
Италия	3,92	1,2	2,72
Япония	1,38	-1,1	2,48
Великобритания	4,03	3,0	1,03
США	3,85	2,1	1,75

* Bloomberg.com

** i6.fastpic.ru

Коэффициент β

- β коэффициент рассчитывается для отдельных компаний и отраслей на основе многолетних наблюдений за колебаниями доходности акций и рынка в целом, но его можно рассчитать и экспертным путем
- Значение этого коэффициента на уровне 1,0 означает, что акции компании имеют среднерыночный риск
- Коэффициент β больше единицы (1,5 например) говорит о том, что вложения в данную компанию более рискованны, чем вложения в фондовый рынок в целом. Если доходность рынка упадет на 1%, то доходность указанных акций упадет на 1,5%

Отрасль	β коэффициент*	Отрасль	β коэффициент
Рекламная деятельность	1,43 (1,42)	Страхование жизни	1,17 (0,76)
Банковская сфера	0,71 (0,44)	Интернет	1,41 (2,92)
Производство строительных материалов	1,39 (0,89)	Целлюлозобумажная промышленность	1,20 (0,52)
Кабельное телевидение	1,56 (1,25)	Металлургия	1,56 (0,84)
Электронная коммерция	1,50 (3,79)	Издательская деятельность	1,24 (0,60)
Шоу бизнес	1,66 (1,24)	Полупроводниковая промышленность	1,81 (3,27)
Табачная промышленность	0,71 (0,79)	Нефтепереработка	1,24 (0,61)
Пищевая промышленность	0,80 (0,52)	Образование	0,84 (1,16)

*Данные с Damodaran.com за 2008 (в скобках – 2006) год по отраслям США

Среднерыночная доходность (R_m) и премия за риск вложений в собственный капитал ($R_m - R_f$)

- **R_m – среднерыночная доходность**, определяется по данным фондового рынка
- В странах с развитым рынком абсолютно «достоверная» и известная величина
- Представляет собой средние ожидания инвесторов от вложений в собственный капитал (Equity) компании вообще (в противовес вложению капитала в срочные бумаги, отличающиеся более низкими рисками)
- По официальным данным в на конец марта 2010 года в **РФ R_m** составляла около **115%** (в рублях)* в пересчете на годовые проценты, что вряд ли можно рассматривать как достоверную величину
- **$R_m - R_f$ – премия**, требуемая акционерами за вложения в собственный капитал компании по сравнению с безрисковыми вложениями («премия за риск собственного капитала»)
- Адекватность оценки последнего показателя зависит от наличия доступных данных по показателю R_m
- Для **США в 2008 году** среднерыночная доходность (**R_m**) составляла **7,22%**, величина **$R_m - R_f$ – 5,0%**** , доходность государственных ценных бумаг, соответственно, **2,22%**

* RTS.ru – по индексу РТС

** Damodaran.com

Кейс

Модель оценки капитальных активов (США, 2008)

Оцениваемая компания **Prentice-Hall PTR** (издательство)

Безрисковая ставка доходности, R_f	
Среднерыночная доходность, R_m	
Премия за риск собственного капитала ($R_m - R_f$)	
β коэффициент	
Стоимость собственного капитала	
<i>Итоговая поправка на все риски</i>	

Модифицированная модель оценки капитальных активов

$$d = R_f + \beta * (R_m - R_f) + SCP + SCRП$$

SCP (Small Company Premium) – премия малой компании

SCRП – премия за риск конкретного бизнеса (+ или -)

- Пытается учитывать и несистематические риски
- В качестве β коэффициента использует **исключительно отраслевой показатель**
- Обе дополнительные премии довольно субъективны, особенно премия для рисков конкретного бизнеса, SCRП может быть построена на базе SWOT анализа компании в сопоставлении с отраслью в целом
- Для премии на размер компании (SCP) есть определенная статистика
- В отдельных источниках есть указание на то, что обе указанные выше поправки не должны превышать $\frac{5}{6}$ от величины безрисковой ставки каждая
- Используется для компаний, несопоставимых по размерам с теми, которые формируют своими показателями показатели фондового рынка и, соответственно, отличающихся большими рисками

Премии за размер компании*

Группа компаний	Капитализация, \$ млрд.	β коэффициент	Средняя доходность, %**	Премия за размер, %
1 (крупнейшие)	10,3 – 524,4	0,91	12,06	-0,20
2	4,1 – 10,3	1,04	13,58	0,31
3	2,2 – 4,1	1,09	14,16	0,47
4	1,3 – 2,2	1,13	14,60	0,62
5	0,8 – 1,3	1,16	15,18	0,93
6	0,5 – 0,8	1,18	15,48	1,08
7	0,33 – 0,5	1,24	15,68	0,88
8	0,19 – 0,33	1,28	16,60	1,47
9	0,08 – 0,19	1,34	17,39	1,74
10a	0,03 – 0,08	1,43	19,11	2,78
10b (мельчайшие)	до 0,03	1,41	24,56	8,42
Средняя доходность (S&P)			12,98	

*Данные по компаниям NYSE/AMEX/NASDAQ за период 1926-2000гг.

** (Прирост стоимости акции + Дивиденды на акцию) / Стоимость акции на начало года

*** Безрисковая ставка доходности – 5,22%

Кейс

- Модифицированная модель оценки капитальных активов (США, 2008)
- Компания работает в области кабельного телевидения, стоит ориентировочно в пределах от \$5 млн. до \$10 млн. и принципиально отличается от отраслевых аналогов лишь своим возрастом
- Средний возраст компаний в отрасли – 5 лет, возраст оцениваемой компании – 1,5 года

Безрисковая ставка доходности	
Среднерыночная доходность	
β коэффициент	
SCP	
SCRП	
Стоимость собственного капитала	
<i>Итоговая поправка на все риски</i>	

Метод кумулятивного построения

$$d = R_f + \sum_{1}^8 SCRP_n$$

SCRP_n – премии за риск конкретного бизнеса из стандартного набора восьми поправок

N	Тип премии (и, соответственно, риска)	Размер премии
1	Инвестирование в акции (риск вложений в собственный капитал)	0% - 5%
2	Качество управления (менеджмент)	0% - 5%
3	Размер компании	0% - 5%
4	Финансовая структура (доля заемного капитала и ликвидность)	0% - 5%
5	Товарная / территориальная диверсификация	0% - 5%
6	Диверсификация спроса (количество клиентов)	0% - 5%
7	Устойчивость прошлых доходов	0% - 5%
8	Прочие риски	0% - 5%

- Самый применимый подход в России, премии за риск назначаются экспертным путем на основании здравого смысла
- Субъективный выбор факторов риска и их оценка, не вполне адекватно учитывает систематические риски
- NB. Первый фактор риска – это по смыслу тоже самое, что и ERP в предыдущих моделях, но здесь предлагается ограничить его размер не более чем 5%
- В рамках этого метода максимальная премия за риск может составлять не более 40%

Метод кумулятивного построения (пример)

Метод кумулятивного построения (РФ, 1998), расчеты в долларах США
Оценка алюминиевого завода

Составляющие дисконта	Размер премии	Комментарий
Безрисковая ставка	10%	
Инвестирование в акции	1%	Не предполагается никаких инвестиционных затрат или аналогичных крупных мероприятий в прогнозируемом будущем
Менеджмент	2%	Качество менеджмента находится на среднем уровне, о чем свидетельствует неэффективное управление активами и пассивами
Размеры	1,5%	Предприятие относится к разряду крупных
Финансовая структура	3,5%	Доля заемного капитала в структуре пассивов в два раза больше среднеотраслевого показателя
Товарная / территориальная диверсификация	2%	Производственная диверсифицированность, его возможность переориентироваться на выпуск новой продукции близка к нулю. Однако следует отметить наличие устойчивого международного рынка алюминия и прогнозы его развития. Эти факторы нивелируют влияние низкой диверсифицированности
Диверсификация спроса	2,5%	Степень диверсифицированности потребителей оценивается как средняя. Практически вся продукция экспортируется
Устойчивость доходов	2%	Стабильность получения доходов и степень вероятности их получения на основе ретроспективного анализа оцениваются как средние. Высокий потенциал самой продукции уравнивается недостатками в управлении предприятием
Прочие риски	0%	Не обнаружены
Дисконт	24,5%	

Кейс

Метод кумулятивного построения (РФ, 2010)
Оцениваем хлебозавод

Составляющие дисконта	Размер премии	Комментарий
Безрисковая ставка		
Инвестирование в акции		Предполагается расширение производственных мощностей практически вдва раза за ближайшие три года
Менеджмент		Компания зависит от одной ключевой фигуры, но есть менеджерский резерв
Размеры		Очень крупная, практически монопольная в регионе компания
Финансовая структура		Доля заемного капитала в структуре пассивов в два раза больше среднеотраслевого показателя
Товарная / территориальная диверсификация		Реализуется практически один вид продукции, но есть выход на региональный и межрегиональный рынок
Диверсификация спроса		На пять крупнейших потребителей приходится 80% продаж, на одного, самого крупного – 35%
Устойчивость доходов		Имеется достоверная информация только за два последних года, что затрудняет прогнозирование
Прочие риски		Не обнаружены
Дисконт		

Метод оценки типа бизнеса

$$d = R_f + SCRP$$

Характеристика компании	Размер премии
Развитой и устойчивый бизнес, хорошая конкурентная позиция, хороший менеджмент, стабильные прошлые доходы, предсказуемость будущих	6%–10%
Аналогично (1), но компания работает в более конкурентной отрасли	11%–15%
Высококонкурентная отрасль с небольшими инвестиционными потребностями и требованиями к менеджменту, но с устойчивыми прибылями в прошлом	16%–20%
Малый бизнес, зависящий от одной или двух ключевых персон или крупная компания в быстромеменяющейся отрасли с низкой предсказуемостью будущих показателей	21%–25%
Малый частный бизнес в области оказания услуг с одним владельцем-менеджером	26%–30%

- Самый простой метод – «на глаз»
- Годится для монопродуктового, локального, среднего и малого бизнеса

Страновой риск

- Если данные о безрисковой ставке доходности и среднерыночной доходности взяты по фондовому рынку одной страны, а инвестиции предполагаются в другую – необходим еще учет и странового риска, т.е. добавка еще одной премии за риск
- Это можно сделать по рейтингам разного рода фондовых агентств или рассчитав ее самостоятельно экспертным путем
- **НВ. Надо следить за тем, чтобы здесь (как впрочем и выше) несколько раз не была сделана корректировка на один и тот же фактор риска. Что вполне может иметь место при одновременном учете факторов β , SCRP, и странового риска**

Страна	Премия, %*	Страна	Премия, %	Страна	Премия, %
Аргентина	13.50	Хорватия	3.38	Венгрия	2.63
Бельгия	1.05	Куба	18,00	Индия	6.00
Боливия	13.50	Кипр	1.80	Индонезия	7.88
Босния и Герцеговина	11.25	Чехия	2.10	Израиль	2.10
Бразилия	4.50	Египет	4.50	Казахстан	3.00
Болгария	3.90	Эстония	2.10	Литва	1.40
Китай	2.10	Греция	2.10	Молдавия	18.00
Колумбия	3.90	Гонконг	1.50	<u>Россия</u>	<u>3,00</u>
Украина	9.75	Турция	7.88	Вьетнам	7.88

*Данные с Damodaran.com за 2008 год

Дисконт для «бездолгового» денежного потока

$$d = WACC = d_e * \frac{E}{IC} + r * (1 - t) * \frac{L}{IC}$$

WACC – средневзвешенная стоимость капитала

E – величина собственного капитала

L – величина долгосрочных обязательств

IC – общая величина инвестированного капитала (L+E)

d_e – норма доходности собственного капитала (см. выше)

r – процентная ставка по кредитам

t – ставка подоходного налогообложения

- Чем выше финансовый рычаг, тем дешевле капитал компании (что, впрочем, не всегда верно)

Тип бизнеса	WACC*
Компании большой капитализации (S&P 500)	5%-10%
Компании от средней до микрокапитализации	10%-15%
Крупные частные компании	15%-20%
Венчурные компании и малые частные компании	20%-30%

*Данные по компаниям США за 1926-1980 гг.

Итоговые поправки к результатам доходного подхода

Поправка	+/-	Комментарий
Стоимость неоперационных активов	+	<p>Прибавить стоимость «неработающих», т.н. неоперационных активов. Т.е. тех активов, которые не нужны для создания прогнозируемого денежного потока и чистой прибыли, активов, которые могут быть проданы без ущерба для дальнейшей деятельности компании. Для такого рода имущества требуется специальная рыночная оценка.</p> <p><i>Пример: автомобиль собственника-менеджера, который числится на компании, но на нее не работает.</i></p>
Дефицит/избыток оборотного капитала	-/+	<p>Необходимо учесть фактическую величину (дефицита или избытка) оборотного капитала, которого может не хватить для выполнения тех прогнозов, которые были сформированы, или который может быть в избытке (если соответствующие изменения еще не были учтены в прогнозе движения денежных средств). Напомним, что в прогнозах у нас как правило фигурируют «нормализованные» показатели, которые могут и не учитывать текущую ситуацию.</p> <p><i>Эта корректировка особенно важна в методе капитализации, когда детальные прогнозы ДДС не составляются вовсе</i></p>

Доходный подход – выводы

Достоинства:

- Полностью соответствует логике принятия инвестиционных решений
- Основан на главных принципах оценки – принципах полезности и ожидания
- Учитывает все экономические факторы (как внутренние, так и внешние)
- Применим с позиции инвестора – покупателя

Недостатки:

- Сложность, необходимость обработки массы разнородной информации
- Субъективность прогноза денежных потоков
- Невозможность выделения отдельных элементов объекта собственности
- Различия в оценке дисконта (нормативной доходности) различными пользователями

Особенности:

- В результате рассчитывается **стоимость 100%-го пакета акций компании**
- Т.е. предполагается, что собственник может свободно распорядиться (изъять из бизнеса) все используемые в расчетах чистые денежные потоки или прибыли по своему усмотрению
- Никакие исторические финансовые показатели компании (в т.ч. стоимость имущества) не играют роли и фактически не учитываются в расчетах

Рыночный подход

- «Стоимость объекта формируется балансом текущего спроса и предложения на аналогичные объекты»
- «Приобретатель не заплатит за объект больше, чем за аналогичный объект схожей полезности»
- «Стоимость бизнеса определяется известной стоимостью аналогичного бизнеса с учетом определенных поправок»

1. **Метод рынка капитала** – основан на данных о котировках акций сходных компаний на фондовых рынках
2. **Метод сделок** – основан на данных о приобретении контрольных пакетов акций сходных компаний или целых компаний
3. **Метод отраслевых коэффициентов** – основан на устойчивых ценовых пропорциях, часто наблюдаемых в отдельных отраслях

«Два актива одинаковой полезности должны иметь одинаковые цены»

Метод рынка капитала

Идея

- Основан на использовании цен, сформировавшихся на фондовом рынке на акции сходных компаний
- Для его применения необходимы данные о группе сходных компаний
- База сопоставления - известная цена акций аналога
- Используется, в основном, для оценки небольших (неконтрольных) пакетов акций
- Предполагает, что цена бизнеса (определенная через произведение цены и количества обращающихся на рынке акций) должна находиться в примерно одинаковой пропорции к различным финансовым показателям (выручка, прибыль, активы) для компаний, аналогичных по роду деятельности, отраслевой принадлежности, размерам и т.п. характеристикам

Последовательность

1. Сбор данных о компании
2. Выбор компании аналога
3. Финансовый анализ и сопоставление оцениваемой компании и аналога
4. Расчет оценочных мультипликаторов
5. Выбор адекватных для конкретной оценки мультипликаторов
6. Расчет стоимости бизнеса
7. Корректировки к полученной стоимости

Оценочные мультипликаторы

Показатели	Финансовые	Натуральные
Балансовые	Цена компании / Балансовая стоимость имущества	Цена компании / Производственная мощность
Доходные	Цена компании / Прибыль	Цена компании / Натуральный объем производства

- Суть оценочных мультипликаторов – котировка финансовых и натуральных показателей компании: «сколько долларов инвесторы платят за один доллар прибыли компании?»
- Выбор мультипликаторов зависит от понимания источников роста стоимости компании (клиенты, мощности, реинвестирование прибыли и т.д.), наличия достоверных и доступных данных, сопоставимости некоторых показателей по компаниям – аналогам
- Во всех формулах под ценой (так же как и в доходном подходе) может подразумеваться как цена собственного капитала (суммарная рыночная капитализация), так и цена всего долгосрочного капитала компании (рыночная капитализация + рыночная цена долгосрочного долга)

Оценочные мультипликаторы (1)

Мультипликатор	Формула расчета	Комментарии
P/E	Цена / Прибыль	Используется наиболее часто, в первую очередь применим для крупных компаний имеющих устойчиво положительное значение прибыли. Может рассчитываться по различным видам прибыли (чаще всего используется чистая прибыль) Необходимо помнить, что прибыль в финансовой отчетности компании аналога может быть рассчитана по иным правилам, чем у оцениваемой. Поэтому прибыль в расчетах должна быть сопоставимой и нормализованной
P/CF	Цена / Чистый денежный поток (чистая прибыль + амортизация)	Применяется для относительно малых компаний, когда: используется ускоренная амортизация компания в течение определенного периода убыточна прибыли неустойчивы некорректно оценены активы.
P/DP	Цена / Выплаченные дивиденды	Упрощенный подход с точки зрения миноритарного инвестора, рассматривающего только «натуральную» доходность, уже полученную наличными и заинтересованного не столько в росте капитализации, сколько в регулярных дивидендных выплатах. Используется для т.н. «дивидендных», но при этом неликвидных акций


Использование мультипликатора P/E

Предполагается, что в рамках отрасли

$$\frac{P}{E} = const$$

Тогда:

Стоимость
компании-аналога
(рыночная капитализация)



$$V = \frac{(p_a * n_a)}{E_a} * E_v$$

V - стоимость оцениваемой компании

p_a - цена одной акции компании аналога

n_a - количество акций компании аналога в обращении

E_a - прибыль компании аналога

E_v - прибыль оцениваемой компании

Оценочные мультипликаторы (2)

Мультипликатор	Формула расчета	Комментарии
P/S	Цена / Выручка	Используется в основном для проверки результатов полученных с помощью других мультипликаторов. Хорошо применим в однородных отраслях, в монопродуктовом стандартном бизнесе. Всегда имеет положительное значение и более устойчив по сравнению с P/E. Не нуждается в поправках на различия в учетной политике и правилах ведения бухгалтерского учета. Не учитывает разницу в структуре финансирования компаний и разницу в эффективности их операционной деятельности
EV/EBDITA (EBIT, NOPLAT)	Цена инвестированного капитала (стоимость акций + цена долгосрочной задолженности) / Прибыль до налогов, процентов и амортизации	Используется когда компании несопоставимы по структуре финансирования бизнеса (соотношение собственного и заемного капитала в пассиве баланса). При расчетах стоимости акций требует поправки на стоимость капитала, принадлежащего кредиторам
P/NA (BV)	Цена / Балансовая стоимость собственного капитала (чистые активы)	Используется для компаний, имеющих относительно большой объем активов, где доля труда в формировании затрат и добавленной стоимости невелика. Стабилен и мало зависим от конъюнктуры рынка. Применим для компаний, деятельность которых связана с управлением материальными активами: бизнес-центр, гостиница, банк

Мультипликаторы компаний* (РФ, 10 ноября 2008)

	МCap, mln. \$	P/E	P/S	EV**/EBITDA
ОАО «Сургутнефтегаз»	24.900	4,5	0,9	
ОАО «Газпром»	118.901	4,1	1,1	5,0
ОАО «Лукойл»	34.190	2,6	0,3	2,8
ОАО «Сбербанк РФ»	24.509	5,5		
ОАО «ВТБ»	9.795	6,6		
ОАО «Норильский никель»	19.448	3,7	1,1	3,5
ОАО «Ростелеком»	5.423	49,5	2,1	14,4
ОАО «МТС»	10.998	4,6	1,2	3,5

* Данные с quote.ru

** EV – полная стоимость компании (рыночная капитализация + рыночная стоимость долгосрочного долга), P – стоимость только собственного капитала

Мультипликаторы компаний телекоммуникационной отрасли*, РФ, март 2010 (октябрь 2007)

	MCap, mln. \$	P/E	P/S	EV**/EBITDA
Уралсвязьинформ	1.227 (2.067)	15,1 (67,8)	0,9 (1,7)	4,7 (9,7)
КОМСТАР-ОТС	2.889 (5.433)	отр. (118,2)	1,9 (4,2)	7,2 (17,9)
Ростелеком	3.675 (7.614)	28,5 (142,0)	1,6 (3,4)	9,5 (22,1)
Вымпелком	16.503 (21.538)	14,7 (19,5)	1,9 (3,6)	5,9 (8,3)
МТС	17.222 (24.796)	17, 1 (14,4)	1,8 (3,4)	5,9 (7,9)
Волгателеком	870 (1.357)	8,5 (16,2)	0,8 (1,3)	3,6 (6,0)
Центртелеком	1.295 (1.467)	8,3 (21,8)	1,0 (1,4)	4,2 (6,6)
Среднеотраслевой показатель	47.422 (74.424)***	17,4 (38,0)	1,1 (2,0)	5,2 (536,1)

* Данные с quote.ru

** EV – полная стоимость компании (рыночная капитализация + рыночная стоимость долгосрочного долга), P – стоимость только собственного капитала

*** Суммарная капитализация отрасли

Выбор мультипликаторов

- **Выбор мультипликатора** будет зависеть **от специфики** оцениваемого **бизнеса**
- Кроме того, по всем сопоставимым компаниям наверняка получится довольно широкий разброс значений каждого из мультипликаторов
- Здесь еще раз стоит обратить особое внимание на то, что хотя **мультипликаторы и рассчитываются по фактическим показателям**, но **инвесторы** на самом деле **платят** ту или иную цену не за факт деятельности, а **за будущие ожидания**
- Тогда надо постараться изучить компании – аналоги с точки зрения сопоставимости их перспектив на рынке с перспективами оцениваемого бизнеса и выбрать наиболее подходящее значение мультипликатора
- По аналогам можно рассчитать среднеарифметический или средневзвешенный мультипликатор. В первом случае предпочтение будет отдано данным малых компаний, во втором – крупных
- **Чем больше среднее отклонения мультипликаторов компаний – аналогов от средней (любой) величины, тем меньше доверия будет такому мультипликатору**

Мультипликаторы – взвешивание результатов

- Для получения более обоснованной величины стоимости можно одновременно использовать несколько мультипликаторов
- При этом полученные результаты стоимости бизнеса должны быть взвешены с учетом доверия оценщика каждому из мультипликаторов
- Веса назначаются экспертно на основании соображений, упомянутых выше
- Пример:

Вид мультипликатора	Значение мультипликатора	Показатели оцениваемой компании, \$	Стоимость бизнеса, \$	Вес мультипликатора	
P/E	15,00	1 000	15 000	50%	7 500
P/BV	0,86	14 000	12 040	20%	2 408
P/S	0,80	18 000	14 400	30%	4 320
Итоговое значение стоимости бизнеса, \$					14 228

P/E – хорош для бизнеса с устойчивыми значениями прибыли

P/S – для компании, предоставляющей услуги, где основа ценности – это клиентская база

P/BV – для компании, работающей в капиталоемкой отрасли, где ценность бизнеса определяется возможностями его производственных мощностей

Метод сделок

- Также как и метод рынка капитала предполагает: 1) выбор аналога, 2) финансовый анализ, 3) расчет и использование мультипликаторов...
- ... но основан на использовании данных о приобретении предприятий в целом или контрольных пакетов акций, а не на отдельных котировках на неконтрольные пакеты
- Используется в первую очередь для оценки крупных (контрольных) пакетов ценных бумаг или всего бизнеса в целом
- Результат использования этого метода, несмотря на аналогичную методику, будет носить несколько иной характер по сравнению с использованием метода рынка капитала
- Данные для осуществления этого метода гораздо менее доступны, но гораздо более полезны

Метод рынка сделок и метод рынка капитала – итоговые поправки

Поправка	+/-	Комментарий
Стоимость неоперационных активов	+	<p>Прибавить стоимость «неработающих» т.н. неоперационных активов. Т.е. тех активов, которых возможно вообще нет у компаний-аналогов и за которые, соответственно, их инвесторы не «платят» стоимость акций. Для такого рода имущества требуется специальная рыночная оценка.</p> <p><i>Пример: все тот же автомобиль собственника-менеджера, который числится на компании, но на нее не работает.</i></p>
Дефицит/избыток оборотного капитала	-/+	<p>Необходимо учесть фактическую величину (дефицита или избытка) оборотного капитала, который может быть несопоставим с величиной аналогичного параметра у компаний-аналогов</p>

Методы рыночного подхода – полученные результаты – каким оценивается бизнес

Метод	Возможность контроля бизнеса покупателем (продавцом)	Ликвидность приобретаемого пакета акций (бизнеса)	Комментарий
Метод рынка капитала	Отсутствие контроля	Высокая степень ликвидности	Компания оценивается через котировки открытого фондового рынка, т.е. предполагается высокая ликвидность (возможность быстрой продажи) ее акций, а кроме того, она оценивается через т.н. «неконтрольные пакеты», цены отдельных акций, когда приобретатель не получит возможности реального управления бизнесом и влияния на ключевые решения в процессе деятельности
Метод сделок	Контроль	Высокая степень ликвидности	С точки зрения ликвидности – все тоже самое. Но на этот раз мы используем цены купли-продажи, уплаченные за контрольные пакеты, позволяющие реально влиять на управление компанией, и наверное оценивающиеся более высоко

Поправка, учитывающая возможности (или отсутствие) контроля

- Чем большую долю бизнеса приобретает инвестор, тем больше у него появляется возможности влиять на компанию, тем наверное дороже он заплатит за каждую акцию
- **Контроль** – это не обязательно владение 51% капитала, оценка степени контроля субъективна и зависит от распределения прочих долей, а также от специфики управления компанией
- Даже 2% капитала могут дать существенную власть и контроль (если остальной капитал поделен между двумя враждующими собственниками, по 49% у каждого из них)
- Статистика США показывает, что в среднем **«премии за контроль»** колебались с 1926 по 1980 гг. в пределах **30%-40%** и рассчитывались как разница между котировками акций за пять рабочих дней до объявления сделки поглощения (или приобретения контрольного пакета) и реальной ценой сделки
- Надо понимать, что стандартной рекомендации по этим премиям быть не может, потому что они фактически являются продуктом расчета синергии покупателя при приобретении бизнеса в целом и дележом между покупателем и продавцом т.н. «премии поглощения» (разница между инвестиционной стоимостью покупателя и обоснованной рыночной стоимостью)
- От сделки к сделке эта величина может весьма существенно варьироваться
- Т.о. переходя от неконтрольного пакета к контрольному надо прибавить **30%-40%** стоимости, а от контрольного к неконтрольному – вычесть **23%-29%**

Премия за контроль – статистика

Величина премии, %*	1998	1999	2000	2001	2002	2003
На контрольные пакеты**	40,7	43,5	49,1	58,0	59,8	63,0
На миноритарные пакеты	39,5	33,0	53,8	35,2	39,2	21,1

Отрасль	Величина премии, %***
Связь	64,2
Оптовая торговля	61,9
Банковская отрасль	42,9
Страхование	40,9
Здравоохранение	37,0
Производство фотооборудования	33,3
Текстильная отрасль	31,0

* Данные Mergerstat по США

** Контрольный пакет – более 50%,
миноритарный – от 10% до 50%

*** Данные Mergerstat по США за
1992 год

Поправка, учитывающая недостаточную ЛИКВИДНОСТЬ

- Все вышерассмотренные методики оценки предполагали, что мы рассматриваем бизнес, который (долю которого) легко реализовать на фондовом рынке
- Но на самом деле, как правило, оцениваются закрытые компании, которые продать технически гораздо тяжелее. А раз они менее ликвидны, значит для инвестора представляют относительно больший риск и должны оцениваться с дополнительной скидкой на этот риск – скидкой на недостаточную ликвидность (Lack-of-marketability Discount)
- Эта скидка применяется последовательно после учета скидки на контроль
- По данным США была набрана определенная статистика по миноритарным пакетам акций, отследившая:
 - Разницу в стоимости акций сопоставимых компаний, но отличающихся ограничениями на сделки с акциями (по условиям законодательства) – примерно **35%**
 - Разницу в стоимости акций после IPO и до него – примерно **44%**. Обратите внимание, что одно только публичное размещение на фондовом рынке может поднять стоимость почти в два раза
- Для контрольных пакетов акций эта величина естественно должна быть существенно ниже. Сопоставьте, например, возможности единственного владельца ЗАО по «выдергиванию» денег из бизнеса и компаньона того же ЗАО, владеющего всего 5% его капитала. В первом случае можно самостоятельно принять волевое решение и обратить свои инвестиции в деньги
- Для контрольных пакетов скидка на недостаточную ликвидность фактически отражает транзакционные издержки и поправку на время поиска покупателя закрытой компании и колеблется в пределах от **5% до 15%**

Скидка на недостаточную ликвидность – статистика

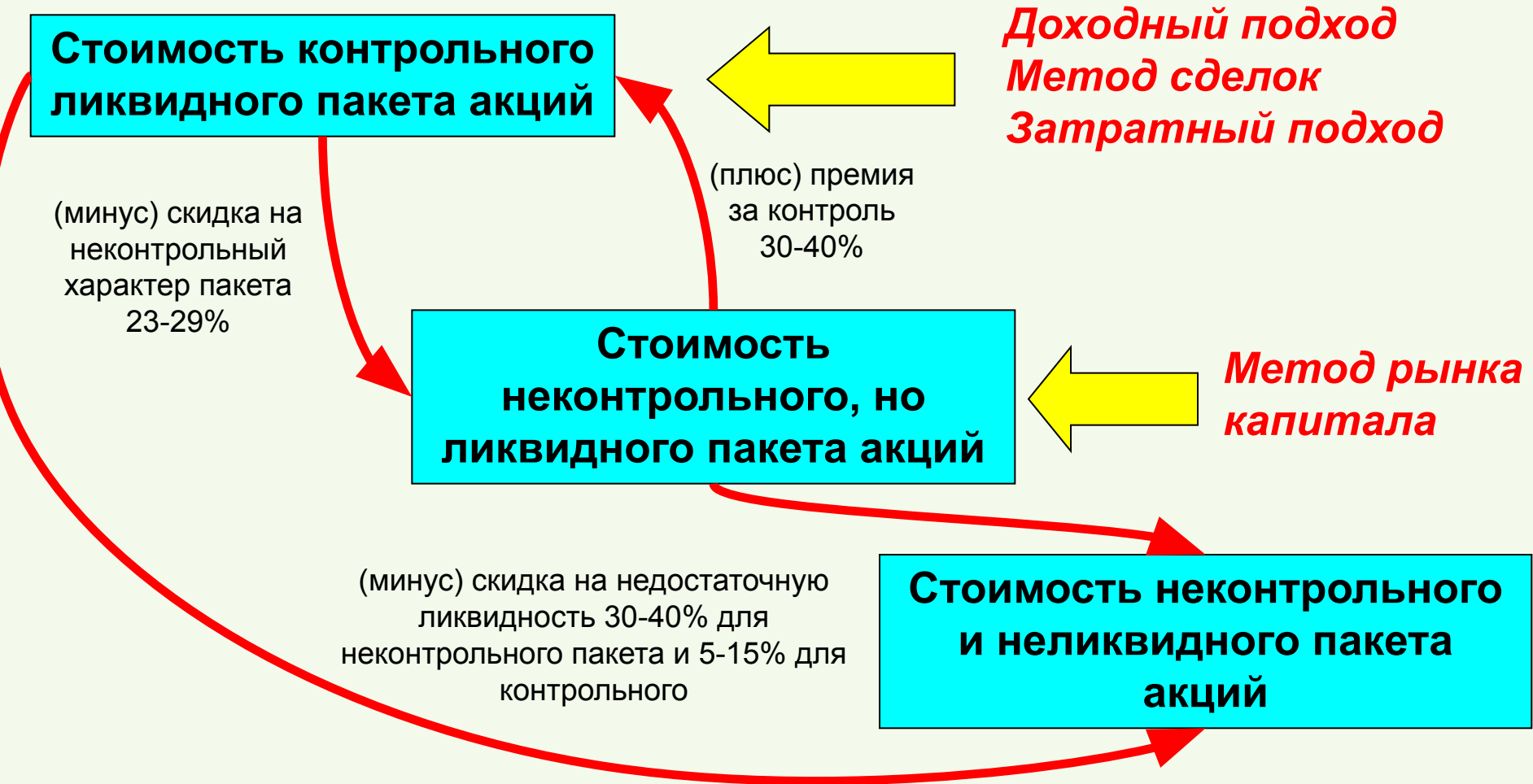
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Величина скидки, %*	33	15	11	8	16	8

* Данные Mergerstat по поглощениям (целиком) публичных и частных компаний в США

	1975-78	1979	1980-82	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Величина скидки, %**	49,6	62,9	55,5	74,4	41,7	47,5	43,3	46,3	50,5

** По данным Willamette Management Assc. (на основе различных исследований) – для неконтрольных пакетов

Соотношение стоимости бизнеса, полученной разными методами



Метод отраслевых коэффициентов

- Основан на использовании устойчивых соотношений между отдельными финансовыми параметрами (в основном привязывает стоимость к выручке)
- Использует данные длительных статистических наблюдений
- Применим в первую очередь для оценки не диверсифицированного, монопродуктового малого бизнеса (бензоколонки, предприятия розничной торговли, сферы услуг и т.п.)

Примеры:

- Рекламное агентство = 75% годовой выручки
- Бухгалтерская фирма = 90%-150% годовой выручки
- Хлебопекарня = 15% годового объема продаж + товарный запас + рыночная стоимость оборудования
- Кофейня, пиццерия = четырехмесячный объем продаж + товарный запас
- Аренда автомобилей = число автомобилей * \$1.000 + текущая рыночная стоимость автомобилей
- Бензоколонка = 120% - 200% от месячного объема продаж

РЫНОЧНЫЙ ПОДХОД

Достоинства:

- Отражает реально существующую текущую рыночную стоимость объекта - средневзвешенное мнение всех покупателей и продавцов об отрасли и аналогичном бизнесе
- Не требует расчета стоимости отдельных элементов бизнеса и видов износа
- Относительно прост с точки зрения осуществления расчетов, быстр, не требует прогнозирования и большого объема данных
- Использует принципы замещения, баланса спроса и предложения и конкуренции

Недостатки:

- Недоступность информации и возможная некорректность доступной информации
- Трудности в выборе компании – аналога, несопоставимость данных, субъективность сравнения
- Быстрое устаревание «рыночной» информации
- «Скачки» фондового рынка на момент сбора данных, некорректность рыночных оценок ввиду их возможной субъективности и конъюнктурности

Особенности:

- Применимость подхода зависит от степени развития фондового рынка
- Не отражает перспектив развития конкретного бизнеса, фактически отражает средневзвешенное мнение рынка об отрасли в целом
- Эффективен для оценки монопродуктовых (и близких к ним) предприятий, где относительно легко подобрать аналог, а также для компаний, работающих в более или менее стабильных условиях, когда ожидания не сильно противоречат фактам деятельности

Затратный подход

- «Стоимость бизнеса формируется стоимостью составляющих его элементов, т.е. отдельных активов и источников финансирования»
- «Приобретатель не заплатит за собственность цену большую, чем цена создания аналогичного объекта»
- Создание аналогичного бизнеса: 1) Привлечь соответствующий капитал, 2) Купить точно такие же активы
- При этом: «рыночная стоимость каждого из элементов бизнеса = начальная стоимость - накопленный износ»

V = Имущество – Обязательства

При таком подходе все элементы бизнеса (и активов, и обязательств, в т.ч. и не зафиксированных в балансе как «собственность») рассматриваются вне их зависимости друг от друга, без учета эффекта синергии и потенциала получения дохода в будущем от всего имущественного комплекса в целом

Метод скорректированной балансовой СТОИМОСТИ

- Проводится на основе личного осмотра имущества компании, а также на основе финансовой отчетности компании на дату оценки, но требует...
 - выявить неучтенное имущество и обязательства
 - переоценить все элементы баланса по их рыночной стоимости
- При оценке каждого вида активов могут использоваться доходный, рыночный или затратный подходы – т.е. получится своего рода «оценка в оценке»

Надо отдельно переоценить:

- Недвижимое имущество
- Машины и оборудование
- Нематериальные активы
- Финансовые вложения
- Товарно-материальные запасы
- Дебиторскую задолженность
- Кредиторскую задолженность
- Задолженность по кредитам

Переоценка элементов оборотного капитала и стоимости кредитов

Дебиторская и кредиторская задолженность, кредиты:

- Списать безнадежные и «фиктивные» долги
- Уценить сомнительные долги (экспертно или на основе статистики)
- Для рыночного долга (облигации) использовать текущие котировки на рынке ценных бумаг
- Стоимость прочих долгов (особенно долгосрочных) привести к текущему моменту по правилам инвестиционного анализа с помощью коэффициентов дисконтирования
- Учесть долги, которые еще не зафиксированы, но наверняка возникнут в будущем (в т.ч. и не вытекающие из подписанных на настоящее время договоров)

Товарно-материальные запасы:

- Как правило учитываются по фактической стоимости приобретения (создания)
- Необходимо списание устаревших и неликвидных запасов
- В случае большой доли ТМЗ в активе баланса необходима их инвентаризация и более детальный подход к оценке

Переоценка финансовых вложений

Срочные финансовые вложения (депозиты, векселя, займы и т.п.)

- Оцениваются по правилам инвестиционного анализа с учетом риска и вероятности их возврата и погашения в будущем

Бессрочные (акции, доли в уставном капитале и т.п.)

- Оцениваются по правилам оценки бизнеса в целом доходным, рыночным или затратным подходом (но лучше и проще попытаться найти рыночные или близкие к ним котировки – особенно, если это имущество не составляет существенную долю активов)

Переоценка недвижимости

- При оценке каждого объекта недвижимого имущества может быть использован доходный, рыночный или затратный подход
- Оценка доходным подходом при этом автоматически предполагает вариант наилучшего и наиболее эффективного использования, как правило, альтернативного настоящему – аренду

- **Рыночный подход** применяется через использование информации о продажах аналогичных объектов
- В качестве сопоставимых единиц можно взять рыночную стоимость 1 кв.м., 1 га и т.п.
- Так же как и рыночный подход для оценки бизнеса предполагает поиски аналогов (по критериям расположения, размера, времени постройки, уровня отделки и т.п.)

- **Затратный подход** предполагает оценку стоимости строительства аналогичного объекта исходя из текущих цен на строительные материалы и работы
- Часто используются индексы цен для соответствующих составляющих расходов
- Затем из полученной «начальной» стоимости вычитается накопленный износ – на основании экспертной оценки или с использованием нормативных данных

- **Доходный подход** – стоимость объекта недвижимости определяется через альтернативную доходность при сдаче его в аренду третьей стороне
- Ожидаемые денежные потоки при этом формируются исходя из текущих цен аренды, прогноза наполняемости площадей, затрат на содержание объекта и т.п. параметров
- Фактически в этом подходе вложения в недвижимость рассматриваются как инвестиционный проект – отдельный бизнес сам по себе

Оценка машин и оборудования

- Доходный подход здесь часто малоприменим ввиду невозможности выделить денежные потоки, относящиеся к конкретному объекту оценки
- Рыночный подход может быть использован только в случае «стандартности» и торгуемости аналогичных объектов на рынке
- Затратный подход наиболее применим при оценке специфических элементов машин и оборудования и предполагает определение начальной стоимости объекта, а затем учет всех видов накопленного к моменту оценки износа

**Обоснованная рыночная стоимость оборудования =
= Полная стоимость восстановления (или замещения)**

- Физический износ

- Функциональное устаревание

- Экономическое устаревание

» Моральный износ«

Переоценка нематериальных активов

- Нематериальные активы бывают отчуждаемыми (торговая марка, патент, товарный знак) и неотчуждаемые (гудвил)
- Затратный подход для их оценки не всегда применим, т.к. ценность нематериальных активов для бизнеса всегда существенно отличается от затрат на их создание или приобретение (например, патента, торговой марки или лицензии)
- Рыночный подход ограничен малой «торгуемостью» аналогичных объектов и их возможной несопоставимостью
- В основном используется доходный подход, в рамках которого применяются различные методы

Рыночный метод сравнений

Идея метода:

- Определить стоимость оцениваемого бренда (например) можно через информацию о фактических сделках купли-продажи аналогичных брендов (брендов сопоставимой стоимости, в той же отрасли, похожих продуктов)
- При этом можно использовать определенные мультипликаторы пересчета. Например учесть:
 - Разницу в объемах продаж продукции оцениваемого и сопоставимого брендов
 - Разницу в занимаемой доле рынка
 - Разницу в узнаваемости бренда и т.п. маркетинговых характеристиках

Специфика:

- Предполагает наличие «рынка НА», а также наличие и доступность информации
- Предполагает возможность найти более или менее сопоставимые НА
- Не учитывает личные предпочтения конкретного покупателя НА
- Может быть использован для брендов потребительских товаров, где представлено много разных, но сопоставимых марок в одинаковых ценовых категориях, где бренды отделимы от компании, где бренды носят «монопродуктовый» или близкий к нему характер и где действительно происходят продажи и покупки брендов

Затратный метод (замещения)

$$BV = \sum_{t_x}^{t_0} BC - \sum_{t_x}^{t_0} BR$$

BC – затраты, фактически вложенные в создание НА (бренда)
BR – доходы, уже сгенерированные НА

Идея метода:

- Предлагается рассчитать все фактические затраты, вложенные в НА (на основе документов), капитализировать с учетом времени, а также вычесть доходы, уже сгенерированные созданным брендом.
- При этом надо будет идентифицировать все затраты, которые ушли на повышение стоимости НА
- В качестве альтернативы предлагается рассчитать затраты «замещения», т.е. ресурсы, которые надо бы сегодня потратить, чтобы получить аналогичный НА (бренд – по параметрам упоминаемости, узнаваемости и т.п. маркетинговым метрикам).

Специфика:

- Вложения в рекламу, разработку и проведение маркетинговых кампаний далеко не всегда приводят к соответствующему росту стоимости НА
- Тяжело идентифицировать именно те затраты, которые связаны с ценностью НА
- Стоимость НА может расти и вовсе без каких-либо существенных финансовых усилий
- Стоимость замещения условна, т.к. «точно такой же НА» создать вообще невозможно
- И главное, нам надо оценить не «сколько мы вложили» в прошлом, а «сколько нам это принесет» в будущем

Метод освобождения от роялти

- Предполагает, что патент или лицензия могут быть переданы другому лицу за т. н. роялти (плата за пользование патентом, выраженная в проценте от объема продаж продукции, произведенной с использованием этого патента)
- Тогда стоимость такого актива может быть рассчитана через капитализацию соответствующего объема роялти

Последовательность:

1. Прогноз объема продаж патентованной продукции
2. Выбор ставки роялти (существуют данные о ее стандартных размерах для отдельных отраслей и видов продукции)
3. Определение срока службы патента (лицензии)
4. Расчет сумм роялти по периодам
5. Учет стоимости обслуживания патента (с «-») - юридические и административные издержки
6. Дисконтирование роялти и определение текущей стоимости его суммарной величины

Пример:

- Исходные данные:
 - Объем продаж патентованной продукции – \$1.000.000 в год
 - Стандартный размер роялти - 3%
 - Срок действия патента – 2 года
 - Ежегодные затраты на юридическую поддержку патента - \$10.000
 - Норма дисконта - 16%
- Стоимость нематериальных активов = $(\$1.000.000 * 3\% - \$10.000) / (1 + 0,16) + (\$1.000.000 * 3\% - \$10.000) / (1 + 0,16)^2 = \32.104

Метод избыточных прибылей

- Предполагает, что наличие нематериальных активов позволяет компании получать «сверхнормативную» прибыль по сравнению с другими предприятиями отрасли
- Оценка происходит через сопоставление показателей доходности с последующий капитализацией полученного значения «лишней» прибыли

Последовательность:

1. Оценить материальные активы компании
2. Оценить прибыль компании
3. Определить среднюю по отрасли ROA (или ROE)
4. Рассчитать ожидаемую прибыль на основе полученного в п. 3 показателя и стоимости материальных активов
5. Рассчитать избыточную прибыль (п. 2 - п. 4)
6. Капитализировать полученное в п. 5 значение

Пример:

- Исходные данные:
 - ROA - 30%
 - ROA аналога (или отрасли) - 28%
 - Материальные активы - 30.000.000\$
 - Норма дисконта - 16%
 - Долгосрочные темпы прироста прибыли - 3%
- Избыточная прибыль компании = $(30\% - 28\%) * 30.000.000\$ = 600.000\$$
- Стоимость нематериальных активов = $618.000\$ / (16\% - 3\%) = 4.753.846\$$

Метод премиальных цен

$$BV = \sum_n^0 \frac{\Delta p * R - \Delta c * TC}{(1 + d)^{n-1}}$$

R – выручка от реализации
TC – полные затраты компании
 Δp – средняя ценовая премия, %
 Δc – средняя затратная премия, %
n – срок жизни НА, годы
d – норма доходности

Идея метода:

- Предполагается, что наличие НА позволяет назначать более высокие цены, но и заставляет больше тратить на поддержку стоимости этого НА
- Предлагается сопоставить цены и затраты маркетингового характера для продукции, реализуемой под определенным брендом и продукции небрендовой
- Разница между дополнительным доходом и дополнительными затратами и будет ценностью бренда

Специфика:

- Этот подход не учитывает, что НА позволяет увеличить объем продаж
- Компании вообще без НА не бывает, значит результатом расчета явиться не стоимость НА, а понимание насколько наш НА дороже («круче») чужого
- Если цены по продуктам сопоставить довольно легко, то по затратам информация гораздо менее доступна и трудновыделяема из общей отчетности компании

Результаты переоценки активов и пассивов, пример

Статья баланса	Официальная отчетность	Корректировки	Рыночная стоимость
Недвижимость	10.000	+ 1.000	11.000
Машины и оборудование	5.000	- 1.300	3.700
Нематериальные активы	-	+ 2.100	2.100
Товарно-материальные запасы	1.400	+ 200	1.600
Дебиторская задолженность	3.700	- 2.900	800
Денежные средства	300	-	300
Кредиторская задолженность	(4.100)	+100	(4.200)
Кредит	(1.200)	-	(1.200)
Собственный капитал (чистые активы)	15.100	- 1.000	14.100

Затратный подход

Достоинства:

- Применим для специализированных, нестандартных объектов и сравнительно новых объектов собственности
- Хорошо определяет отдельные элементы износа
- Рассматривает оцениваемый объект покомпонентно, позволяет оценить отдельные элементы бизнеса и принимать решения о реструктуризации
- Основан на использовании принципа замещения

Недостатки:

- Не предполагает использования принципа полезности для компании в целом
- Не рассматривает бизнес как процесс извлечения доходов
- Оценка износа носит субъективный характер
- Излишне детализирован, требует большого объема информации и времени
- Может не отразить существенных активов и обязательств

Особенности:

- Оценивает 100%-ый пакет акций компании
- Позволяет выявить наличие избыточных мощностей у компании
- Применим для холдинговых и инвестиционных компаний, компаний без ярко выраженного направления деятельности, обладающих значительными активами, а также для компаний, бизнес которых построен на использовании материального имущества

Сопоставление подходов

- **Затратный – прошлое** – «бизнес стоит столько, сколько в него вложено»
- **Рыночный – настоящее** – «бизнес стоит столько, сколько сегодня стоит его аналог»
- **Доходный – будущее** – «бизнес стоит столько, сколько он принесет в будущем»

- Если рыночный и доходный подходы дают более низкие результаты, чем затратный, это свидетельствует о наличии избыточных мощностей или неучтенного экономического устаревания
- Если рыночный и доходный подходы дают более высокие результаты, чем затратный, это свидетельствует о наличии неучтенных нематериальных активов (типа гудвила)
- Если рыночный подход дает существенно иной результат, чем затратный и доходный, это свидетельствует о нестабильности или спекулятивном характере рынка
- Если доходный подход дает более низкий результат, чем затратный и рыночный, это свидетельствует о неэффективности выбранной стратегии дальнейшего развития

Выбор подходов для итоговой оценки

Доходный подход	Рыночный подход	Подход по активам
Компания извлекает значительную прибыль из своих операций	Адекватное количество сходных компаний на фондовом рынке	Компания обладает значительным объемом материальных ресурсов
Доход и денежный поток положительны и стабильны	Сделки поглощения осуществляются с компаниями, находящимися в положении сопоставимом с объектом оценки	Компания создает незначительную добавленную стоимость в результате операций
Компания обладает существенной нематериальной стоимостью	Существуют адекватные и доступные данные о компаниях-аналогах	Баланс включает большинство используемых компанией активов
Риск может быть достоверно измерен через норму доходности	Рыночные мультипликаторы представляют разумное представление о рыночных обстоятельствах на дату оценки	Оценивая долю собственности обладает контролем и доступом к реализации базовых активов
Будущую деятельность компании можно достоверно спрогнозировать	Оцениваемая компания достаточно велика, чтобы сравнивать ее с рыночными аналогами	Можно достоверно оценить отдельные активы компании

Определение итоговой величины стоимости бизнеса

- Здесь опять можно воспользоваться взвешиванием результатов, полученных с помощью различных подходов
- Веса выбираются экспертно с учетом:
 - «качества» и количества использованных данных
 - целей оценки
 - мнения конкретного оценщика о достоверности каждого из полученных результатов
 - характера компании и ее имущества

Рекомендации:

- При оценке холдинга приоритет будет отдан затратному подходу
- При определении «инвестиционной стоимости» будет использован в основном доходный подход
- При расчете ликвидационной стоимости бессмысленно использование рыночного или доходного подходов
- Если данных по компаниям аналогам мало и они недостоверны - рыночному подходу будет отдан наименьший вес
- И т.д.