

РЫНОЧНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

Метод рынка капитала

Метод сделок

Метод отраслевых коэффициентов

Общая методология сводится к следующему:

- ▶ **объектом оценки является некая закрытая компания или формально открытая компания**, чьи акции недостаточно ликвидные. Нет оснований верить в рыночную стоимость ее акций, получаемую на основе только лишь их котировок, средних цен предложения и спроса на акции по несостоявшимся сделкам и/или фактическим ценам сделок с акциями этой компании, которые имели место редко и давно;
- ▶ среди открытых компаний с достаточно ликвидными акциями отыскивается **компания-аналог** (ближайший аналог);
- ▶ **за основу берется рыночная** (непосредственно наблюдаемая на фондовом рынке) стоимость акций компании-аналога и общего их находящегося в обращении количества (последнее является даваемой самим фондовым рынком рыночной оценкой компании-аналога);
- ▶ с учетом различных корректировок на оцениваемую компанию переносится соотношение между истинной рыночной ценой компании-аналога и объявляемыми финансовыми результатами ее деятельности (а также объявляемой структурой ее капитала), которые служат главным фактором, определяющим мнение фондового рынка о рыночной стоимости компании-аналога;
- ▶ указанное соотношение умножается на соответствующие показатели текущих финансовых результатов (а также структуры капитала) оцениваемой компании. Тем самым (при предположении о том, что аналогичные компании на финансово прозрачных рынках должны иметь приблизительно одинаковые соотношения объявляемых финансовых результатов и их рыночной стоимости) и оценивается предположительная стоимость рассматриваемой закрытой компании, которая наблюдалась бы на фондовом рынке, если бы ее акции были на этом рынке размещены и достаточно ликвидные.

Метод рынка капитала

► Шаг 1. Поиск объекта-аналога.

Формирование списка объектов

«кандидатов на аналогичность», в который включаются объекты, специализирующиеся на той же продуктовой группе, что и оцениваемый объект, и характеризующиеся долей в общем стоимостном объеме выпуска не меньшей, чем у оцениваемого объекта. На этом этапе, таким образом, в качестве первичного критерия отбора объекта-аналога используется критерий той же отраслевой принадлежности, что и у оцениваемого объекта.

▶ Отсеивание из сформированного описанного выше списка объектов-аналогов не удовлетворяющих существенным дополнительным критериям сопоставимости оцениваемого и аналогичного объектов.

К этим критериям относятся:

- размер объекта;*
- структура капитала (доля заемного капитала);*
- рынки сбыта и закупок;*
- стадия жизненного цикла (продукта, на котором они специализируются);*
- территориальное местоположение (влияющее на транспортные издержки);*
- степень независимости от финансово-промышленных групп (или вхождение в одни и те же группы);*
- индивидуальные особенности применяемой системы бухгалтерского учета.*

Шаг 2.

Наблюдаемая на фондовом рынке стоимость ***Ран*** одной акции объекта-аналога умножается на количество его акций, находящихся в обращении (***Нобр***), т.е. учитываемых фондовым рынком (находящихся в рыночной игре). Таким образом получается истинная рыночная стоимость ***Цан*** объекта-аналога:

$$\begin{aligned} \mathbf{Цан} &= \mathbf{Ран} \times \mathbf{Нобр}, \\ \mathbf{Нобр} &= \mathbf{N} - \mathbf{Nвык} - \mathbf{Nнеразм}; \end{aligned}$$

N — общее количество акций объекта-аналога;

Nвык — число акций, выкупленных объектом -аналогом;

Nнеразм — количество акций объекта-аналога, выпущенных им, но еще не размещенных на рынке (все указанные данные берутся из публикуемого финансового отчета открытой объекта-аналога).

Шаг 3.

По объекту-аналогу составляются ценовые соотношения (ценовые мультипликаторы)

«Цена/Прибыль»

«Цена/Прибыль до процентов и налогов»,

«Цена/Прибыль до налогов»,

«Цена/Денежный поток»,

«Цена/Прибыль до процентов и налогов плюс отчисления на износ»,

«Цена/Балансовая стоимость компании»

где «Цена» — это рыночная цена объекта-аналога, совпадающая с показателем Цан. На этом этапе определяются ценообразующие параметры объекта оценки.

Мультипликаторы:

Финансовым мультипликаторы делятся на: моментные и интервальные. В знаменатели таких мультипликаторов стоит один из денежных показателей.

К моментным (для расчета используется информация на конкретную дату) мультипликаторам относятся:

- ▶ «Цена/Балансовая стоимость»;
- ▶ «Цена/Чистая стоимость активов»;
- ▶ «Цена/Дивидендные выплаты»

К интервальным (используются показатели, величины которых формируются в течении определенного периода) мультипликаторам относятся:

- ▶ «Цена/Прибыль»;
- ▶ «Цена/Денежный поток»;
- ▶ «Цена/Выручка».

Наиболее употребляемые мультипликаторы:

$$\begin{aligned} \text{Коэффициент "цена / чистая прибыль"} &= \frac{\text{Рыночная стоимость акций объекта}}{\text{Чистая прибыль}} = \\ &= \frac{\text{Рыночная стоимость одной акции} \times \text{Количество акций}}{\text{Чистая прибыль}}. \end{aligned}$$

Этот мультипликатор позволяет оценить стоимость собственного капитала исходя из чистой прибыли. Обратная величина — ставка дохода на собственный капитал — в наибольшей степени зависит от используемых принципов бухгалтерского учета.

$$\text{Коэффициент "цена / чистый денежный поток"} = \frac{\text{Рыночная стоимость акций объекта}}{\text{Чистая прибыль (после налогообложения)} + \text{амортизационные отчисления}}$$

Этот мультипликатор позволяет оценить стоимость собственного капитала исходя из фактического денежного потока.

Коэффициенты «цена/чистая прибыль» и «цена/чистый денежный поток» могут быть основаны на расчете прибыли до налогообложения и выплат по процентам.

$$\text{Коэффициент "инвестиц. кап. / прибыль"} = \frac{\text{Собственный капитал} + \text{Долговременная задолженность}}{\text{Прибыль до налогообложения и уплаты процентов}}$$

Этот коэффициент отражает стоимость инвестиционного капитала и обычно применяется для оценки объектов, имеющих большую долговременную задолженность.

$$\text{Коэффициент "цена / балансовая стоимость чистых активов"} = \frac{\text{Рыночная стоимость акций}}{\text{Сумма активов по балансу} - \text{Задолженность общая}}$$

$$\text{Коэффициент "цена / дивиденды"} = \frac{\text{Рыночная стоимость акций}}{\text{Сумма выплаченных дивидендов}}$$

$$\text{Коэффициент "цена / выручка"} = \frac{\text{Рыночная стоимость акций}}{\text{Выручка от реализации}}$$

Эти мультипликаторы отражают соотношение финансовых показателей на данный момент состояния фондового рынка и могут рассчитываться и анализироваться за три года, так как результаты за один год могут быть нехарактерны.

Мультипликатор цена/прибыль (P/E)

- ▶ выражает связь между рыночной ценой акционерного капитала компании и её чистой прибылью. Цена обыкновенной акции – числитель, а прибыль после налогообложения (чистая прибыль) – знаменатель. Данный мультипликатор позволяет напрямую оценивать стоимость собственного капитала. Мультипликатор P/E показывает, сколько средств готов заплатить заинтересованный инвестор за получаемую компанией прибыль.
- ▶ В качестве базы для расчёта мультипликатора можно использовать не только сумму прибыли, полученную в последний год перед датой оценки. Оценщик может использовать среднегодовую величину прибыли, исчисленную за последние пять лет. Оценочный период может быть увеличен или уменьшен в зависимости от имеющейся информации и наличия экстраординарных ситуаций, искажающих основную тенденцию в динамике прибыли.
- ▶ Рассматриваемый мультипликатор целесообразно применять в большинстве прибыльных компаний со стабильной структурой капитала, которая совместима с отобранными компаниями-аналогами.

Мультипликатор цена/денежный поток (P/CF)

- ▶ чаще всего представляет собой валовой денежный поток, т. е. чистый доход плюс суммы начисленной амортизации, а не чистый денежный поток. Чистый денежный поток не используется, поскольку может оказаться достаточно сложно оценить величину данного показателя для каждой открытой (публичной) компании-аналога.
- ▶ Наиболее распространённой ситуацией применения мультипликатора P/CF является убыточность либо незначительная величина прибыли, а также несоответствие фактического полезного срока службы основных фондов предприятия периоду амортизации, принятому в финансовом учёте. Это возможно в случае, когда стоимость активов будет незначительной, хотя прослужат они довольно долго.

Мультипликатор цена/дивиденды

- ▶ может рассчитываться как на базе фактически выплаченных дивидендов, так и на основе потенциальных дивидендных выплат. Под потенциальными дивидендами понимаются типичные дивидендные выплаты, рассчитанные по группе сходных предприятий на основе сравнения их фактических дивидендных выплат и чистой прибыли. Возможность применения того или иного мультипликатора данной группы зависит от целей оценки.
- ▶ Данный мультипликатор на практике используется достаточно редко, несмотря на доступность необходимой для расчёта информации. Это связано с тем, что порядок выплаты дохода инвесторам в открытых и закрытых компаниях существенно различается. В закрытых обществах собственники могут получать денежную выгоду в виде различных выплат, снижения арендной платы и т. д. Данный мультипликатор целесообразно использовать, если дивиденды выплачиваются достаточно стабильно как в аналогах, так и в оцениваемой компании, либо способность компании платить дивиденды может быть обоснованно спрогнозирована.

Мультипликатор цена/выручка от реализации (P/S),

- ▶ или объём реализованной продукции, – также достаточно популярный коэффициент, рассчитываемый как отношение цены акции к валовому доходу на одну акцию. Он применяется для однородных отраслей, где инвесторы ожидают, что выручка создаст соответствующие объёмы прибыли, или денежного потока.
- ▶ Хорошие результаты этот мультипликатор даёт при оценке предприятий сферы услуг (реклама, страхование, ритуальные услуги и т. д.). Мультипликатор P/S не зависит от методов ведения бухгалтерского учёта. Достоинством мультипликатора является его универсальность, которая избавляет оценщика от необходимости проведения сложных корректировок.
- ▶ Особенность применения мультипликатора P/S заключается в том, что оценщик должен обязательно учитывать структуру капитала оцениваемой компании и аналогов. Если соотношение собственных и заёмных средств существенно отличается, то оценку лучше проводить на основе рыночной стоимости инвестированного капитала.

Мультипликатор цена/балансовая стоимость (P/BV)

- ▶ Для его определения необходимо цену акций компаний-аналогов поделить на величину их балансовой стоимости на дату оценки. Практически такая информация обычно недоступна. Вместо этого эксперты-оценщики используют величину реального капитала компании на конец последнего финансового года. Нельзя использовать величину реального капитала компаний-аналогов, относящуюся к более поздним, чем момент оценки, датам, за исключением случаев, когда временные различия относительно несущественны.
- ▶ Оптимальная сфера применения данного мультипликатора – оценка холдинговых компаний, либо оценка в случае необходимости срочной продажи крупного пакета акций, входящего в состав портфеля ценных бумаг оцениваемой компании.
- ▶ Финансовой базой для расчёта является либо величина чистых активов, либо полная стоимость активов оцениваемой компании и компаний-аналогов. Причём за основу можно брать как информацию официальных балансовых отчётов компаний, так и скорректированную величину, полученную оценщиком расчётным путём.
- ▶ Любые приобретенные и учтенные в балансе нематериальные активы должны быть исключены из балансов как для компаний-аналогов, так и для компании, подлежащей оценке. Речь идет о том, что P/BV-мультипликаторы должны рассчитываться и применяться только в расчёте на материальную часть акционерного капитала.

Мультипликатор цена/чистая стоимость активов (P/NAV)

- ▶ можно применять в том случае, если соблюдаются все следующие условия:
- ▶ а) оцениваемая компания имеет значительные вложения в собственность: недвижимость, ценные бумаги, газовое или нефтяное оборудование;
- ▶ б) основной деятельностью компании является хранение, покупка и продажа такой собственности. Управленческий и рабочий персонал добавляет к продукции в этом случае незначительную стоимость;
- ▶ в) существуют аналогичные компании, продающиеся на рынке, что позволяет получить достаточную рыночную информацию об активах.
- ▶ В отличие от мультипликатора P/BV при применении мультипликатора P/NAV величина акционерного капитала должна быть установлена на основе рыночной стоимости базовых (для расчёта) материальных активов и пассивов. Нетто-активы равны сумме всех активов по их рыночной цене, уменьшенной на величину рыночной стоимости долговых обязательств компании, которая часто может быть равна балансовой стоимости этих обязательств.

Применение мультипликаторов к оцениваемому объекту.

Перед применением мультипликаторов производится усреднение их значений M_i , найденных для выбранных аналогов.

Рассчитываются либо среднеарифметические, либо средневзвешенные величины этих мультипликаторов $M_{ср}$. В результате стоимость оцениваемого объекта определяется по следующей формуле:

$$\text{Цена (объекта)} = M_{ср} \times \text{Параметр (объекта)}.$$

Шаг 4.

Вычисляется оценочная стоимость (**Цок**) рассматриваемого объекта оценки, которая представляется как произведение одного из переносимых на него полученных для объекта-аналога ценовых соотношений на соответствующую ему базу, т.е. на показатель оцениваемого объекта, совпадающий со знаменателем используемого по объекту-аналогу ценового соотношения). Например:

Цок = Прибыль до процентов и налогов оцениваемого объекта × (Цена объекта-аналога/Прибыль до процентов и налогов объекта-аналога).

Таким образом:

Название метода рынка капитала исходит из того, что предпочтительнее включить в выборку объектов-аналогов пусть и всего лишь один объект, но зато действительно аналогичный оцениваемому объекту.

Ценовые мультипликаторы в этом методе применяются с корректировкой на соотношение их чистой балансовой стоимости, прибыли или денежного потока с величиной акционерного капитала у объектов-аналогов (эта корректировка уже содержится в самом значении мультипликатора).

С учетом приведенных выше комментариев оценка текущей или будущей (по истечении прогнозного периода реализации представленного бизнес-плана) стоимости объекта может быть выражена следующими альтернативными простыми формулами

- 1. *Оценочная стоимость объекта = Мультипликатор «Цена /Чистая балансовая стоимость» • Текущая или прогнозная величина чистой балансовой стоимости объекта***
- 2. *Оценочная стоимость объекта = Мультипликатор «Цена/Прибыль» • Текущая или прогнозная величина прибылей объекта***
- 3. *Оценочная стоимость объекта = Мультипликатор «Цена/Денежный поток» • Текущая или прогнозная величина денежного потока объекта.***

Задача.

Рассчитать мультипликаторы:

Цена / Валовая прибыль

Цена / Прибыль

Цена / Чистая прибыль

Цена / Денежный поток, если:

Рыночная цена одной акции – 50 ед.;

Количество акций в обращении – 10 000 шт.;

Денежная выручка от реализации продукции – 200 000 ед.;

Затраты на производство и реализацию – 120 000 ед.;

в том числе на амортизацию – 40 000 ед.;

Выплаты процентов за кредит – 20 000 ед.;

Ставка налога на прибыль – 20%.

Решение

$$\text{Ц / ВП} = 500 (50 * 10\ 000) / 80 (200\ 000 - 120\ 000) = 6,25$$

$$\text{Ц / П} = 500 / 60 (200\ 000 - 120\ 000 - 20\ 000) = 8,33$$

$$\text{Ц / ЧП} = 500 / 60 (\text{П} - 20\%) = 10,42$$

$$\text{Ц / ДП} = 500 / 88 (\text{ЧП} + \text{АМ}) = 5,68$$

Метод сделок

Метод сделок (продаж) является частным случаем метода рынка капитала.

Он исходит из необходимости определения стоимости готового бизнеса, или, иначе, контрольного (мажоритарного) пакета акций компании-аналога.

Цена обыкновенных акций принимается по результатам совершённых ранее сделок на фондовом рынке.

В основе метода лежит определение соответствующих мультипликаторов на базе финансового анализа и прогнозирования. Финансовый анализ и сопоставление показателей осуществляются так же, как и в методе рынка капитала.

Этапы процесса оценки бизнеса методом сделок совпадают с этапами оценки бизнеса методом рынка капитала. Однако наряду с совпадением этапов оценки, методы рынка капитала и сделок имеют ряд различий

Основные различия методов рынка капитала и сделок

Различия	Особенности	
	Метод рынка капитала	Метод сделок
Типы исходной ценовой информации	Цены на единичные акции предприятий-аналогов	Цены продаж контрольных пакетов и предприятий целиком, информация о слияниях и поглощениях предприятий
Время анализируемых сделок	Данные о текущих ценах акций	Информация о ранее совершенных сделках
Учет элементов контроля	Цена одной акции не учитывает элементы контроля	Цена контрольного пакета акций или предприятия в целом включает премию за элементы контроля
Результат оценки	Стоимость одной акции или неконтрольного пакета	Стоимость контрольного пакета или предприятия в целом

- ▶ Метод сделок применим для случая, когда инвестор намеревается закрыть предприятие или существенно сократить объём выпуска продукции. Кроме того, его используют при сделках по слиянию и поглощению компаний. В отличие от метода рынка капитала здесь уже учтена премия за контроль, а в случае необходимости оценки неконтрольного пакета акций скидка может составлять примерно 40 %.
- ▶ Как и в методе рынка капитала, при использовании данного метода необходимо вносить поправки к стоимости компании, полученной с помощью мультипликаторов, на неоперационные активы, на избыток (недостаток) собственных средств и страновой риск.
- ▶ Основным фактором, сдерживающим применение в российской практике метода компании-аналога и метода сделок, является отсутствие достаточной и достоверной ценовой и финансовой информации по отечественным компаниям-аналогам. Однако появление в последние годы фирм, специализирующихся на сборе и анализе подобной информации, а также различных электронных источников – существенный прорыв в данном направлении. Таким образом, дальнейшее развитие оценочной инфраструктуры будет способствовать расширению сферы использования сравнительного подхода.

Метод отраслевых коэффициентов

- ▶ Метод отраслевых коэффициентов заключается в определении ориентировочной стоимости предприятия с использованием соотношений или показателей, основанных на данных о продажах компаний по отраслям и отражающих их конкретную специфику. Отраслевые коэффициенты рассчитываются специальными аналитическими организациями в результате достаточно длительных статистических наблюдений за соотношением между ценой собственного капитала предприятия и его важнейшими производственно-финансовыми показателями. Также отраслевые соотношения могут быть самостоятельно разработаны оценщиком на основе анализа отраслевых данных.
- ▶ Все разновидности коэффициентов (мультипликаторов) представляют собой относительные оценки (в отличие от метода дисконтирования денежных потоков, отражающего абсолютные оценки).
- ▶ Данный метод целесообразно использовать только в случаях, когда подобные предприятия часто продаются, а оценщик имеет опыт оценки объектов данного вида.

Отраслевые соотношения для определения стоимости бизнеса

Вид бизнеса	Соотношение между ценой и финансовыми показателями
Страховые компании	Цена в интервале от 120 до 150% от годовых комиссионных
Бензозаправочные станции	Цена колеблется в диапазоне от 1,2-2,0 месячной выручки
Машиностроительные предприятия	Цена составляет 150-250% от суммы (чистый доход + запасы)
Предприятия розничной торговли	Цена составляет 0,75-7,5 от величины чистого годового дохода + стоимость оборудования и запасов, которыми располагает оцениваемое предприятие

Вид бизнеса	Соотношение между ценой и финансовыми показателями
Бары и кафе	Цена = объем продаж за полугодие + стоимость лицензии
Пиццерии, кофейни	Цена = месячная прибыль x 4 + стоимость запасов
Рекламные агентства	Цена составляет 75% годовой выручки
Хлебопекарни	Цена = 15% годового объема продаж + стоимость оборудования + Стоимость запасов
Продажа новых автомобилей	Цена = 50% годовой выручки + товарные запасы и оборудование
Аптеки	Цена = 75% годовой прибыли + стоимость оборудования + стоимость товарных запасов
Автомастерские	Цена = месячная прибыль x 2 + рыночная стоимость оборудования

- ▶ Рынок купли-продажи готового бизнеса в России только развивается, поэтому метод отраслевых коэффициентов ещё не получил достаточного распространения в отечественной практике. На Западе рынок бизнеса развит давно, и в результате обобщения были разработаны достаточно простые соотношения для определения стоимости оцениваемого предприятия.
- ▶ На основании вышеизложенного можно сделать следующие **выводы:**
 1. Сравнительный подход, несмотря на достаточную сложность и трудоёмкость расчётов и анализа, является неотъемлемым приёмом определения обоснованной рыночной стоимости.
 2. Результаты, полученные данным способом, имеют наиболее объективную рыночную основу, качество которой зависит от возможности привлечения широкого круга компаний-аналогов.
 3. Данный подход дает наиболее точные результаты, если существует активный рынок аналогичных объектов собственности.

Задача

Определить рыночную стоимость акционерного общества «Стиль», для которого акционерное общество «Мода», недавно проданное за 120,0 тыс. ед. является аналогом. При расчете рыночной стоимости «Стиль» удельный вес стоимости, рассчитанный по мультипликатору «Цена / Чистая прибыль» - 0,75, а удельный вес стоимости по мультипликатору «Цена / Денежный поток» - 0,25.

Имеются данные, тыс.ед.:

Показатели	«Стиль»	«Мода»
Денежная выручка от реализации	125	90
Затраты на производство и реализацию (без амортизации)	80	50
Амортизационные отчисления	25	13
Проценты за кредит	5	6
Уплаченные налоги	8	9

Решение.

Чистая прибыль «Стиль» = 7 тыс.ед. (125-80-25-5-8)

Чистая прибыль «Мода» = 12 тыс.ед.

«Цена / Чистая прибыль» «Мода» = 10 (120:12)

«Цена / Денежный поток» = 4,8

Стоимость 1 = «Цена / Чистая прибыль» * Чистая прибыль «Стиль» =
70 тыс. ед.

Стоимость 2 = Денежный поток * «Цена / Денежный поток» «Мода»
= 153,6 тыс. ед.

Средневзвешенное значение

$70 * 0,75 + 153,6 * 0,25 = 90,9$