

Управление стоимостью компании

Тема 1. Введение в оценку стоимости предприятия (бизнеса)

- Объект оценки
- Цели и задачи оценки стоимости предприятия (бизнеса)
- Задание на оценку
- Принципы оценки

Объект оценки

ст. 5 ФЗ «Об оценочной деятельности в РФ» № 135:

- отдельные материальные объекты (вещи);
- совокупность вещей, составляющих имущество лица, в том числе имущество определенного вида (движимое или недвижимое, в том числе предприятия);
- право собственности и иные вещные права на имущество или отдельные вещи из состава имущества;
- права требования, обязательства (долги);
- работы, услуги, информация;
- иные объекты гражданских прав, в отношении которых законодательством Российской Федерации установлена возможность их участия в гражданском обороте.

Предприятие как имущественный комплекс

Ст. 132 ГК РФ:

Предприятие, как имущественный комплекс, включает все виды имущества, предназначенного для его деятельности: земельные участки, здания, сооружения, оборудование, инвентарь, сырье, продукцию, права требования, долги, а также права на обозначения, индивидуализирующие предприятие, его продукцию, работы и услуги (фирменное наименование, товарные знаки, знаки обслуживания), и другие исключительные права.

Имущественный комплекс и бизнес

Предприятие – имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности.

Бизнес – это действующее предприятие и его стоимость превосходит стоимость имущественного комплекса на величину так называемых неосязаемых активов, неотделимых от кадрового потенциала предприятия (налаженные связи и взаимоотношения с клиентами, связи в государственных органах и другие нерегистрируемые (внебалансовые) активы, включая ценность доброго имени (гудвилл)).

Бизнес, как объект оценки

В случае оценки стоимости бизнеса для собственников или менеджеров в качестве объекта оценки стоит использовать вещное право (право собственности или какое-либо другое):

- на пакет акций (в случае оценки АО);
- на долю учредителя (при оценке ООО);
- на пай (при оценке кооператива).

Примеры:

- В случае оценки имущественного комплекса – предприятие, как имущественный комплекс,
- В случае оценки бизнеса – право собственности на ценные бумаги в виде обыкновенных бездокументарных акций в количестве 5000 штук, что составляет 100% уставного капитала АО

Цели оценки

Целью оценки любого объекта оценки является определение конкретного вида стоимости. Виды стоимости, определяемые в ходе оценки, перечислены в ФСО № 2.

Цели оценки (виды стоимости):

- рыночная стоимость;
- инвестиционная стоимость объекта оценки;
- ликвидационная стоимость объекта оценки;
- Кадастровая стоимость.

Рыночная стоимость

- Рыночная стоимость - это наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчужден на дату оценки на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства

Рыночная стоимость

- одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;
- стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;
- объект оценки представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов оценки;
- принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было.

Рыночная стоимость

- Рыночная стоимость определяется оценщиком в следующих случаях:
- при изъятии имущества для государственных нужд;
- при определении стоимости размещенных акций общества, при обретаемых обществом по решению общего собрания акционеров или по решению совета директоров;
- при определении стоимости объекта залога, в том числе при ипотеке;
- при определении стоимости неденежных вкладов в уставный (складочный) капитал;
- при определении стоимости имущества в ходе процедур банкротства;
- при определении стоимости безвозмездно полученного имущества и т.д.

Инвестиционная стоимость

- Инвестиционная стоимость - это стоимость объекта оценки для конкретного лица или группы лиц при установленных данным лицом (лицами) инвестиционных целях использования объекта оценки. При определении инвестиционной стоимости, в отличие от определения рыночной стоимости, учет возможности отчуждения по инвестиционной стоимости на открытом рынке не обязателен.

Ликвидационная стоимость

- Ликвидационная стоимость - это расчетная величина, отражающая наиболее вероятную цену, по которой данный объект может быть отчужден за срок экспозиции, меньший типичного срока экспозиции для рыночных условий, когда продавец вынужден совершить сделку по отчуждению имущества. При определении ликвидационной стоимости учитывается влияние чрезвычайных обстоятельств, вынуждающих продавца продавать объект оценки на условиях, не соответствующих рыночным.

Кадастровая стоимость

- Кадастровая стоимость - это рыночная стоимость, определенная методами массовой оценки и установленная и утвержденная в соответствии с законодательством, регулирующим проведение кадастровой оценки. Кадастровая стоимость определяется для целей налогообложения.

Задачи оценки

Обязательные:

- любые сделки с федеральным и муниципальным имуществом;
- банкротство;
- внесение вклада в уставный капитал имуществом свыше 200 МРОТ;
- ипотека и др.

Не обязательные:

- купля-продажа частного предприятия (бизнеса);
- принятие управленческих решений;
- оценка качества менеджмента;
- привлечение инвестиций;
- реструктуризация;
- ликвидация и др.

Этапы оценки предприятия и информация, необходимая для оценки

- Проведение оценки включает следующие этапы:
- заключение договора на проведение оценки, включающего задание на оценку;
- сбор и анализ информации, необходимой для проведения оценки;
- применение подходов к оценке, включая выбор методов оценки и выполнение расчетов;
- согласование результатов применения различных подходов к оценке и определение итоговой величины стоимости объекта;
- составление отчета об оценке

Этапы оценки предприятия и информация, необходимая для оценки

- Основанием для проведения оценки является договор, заключенный заказчиком с оценщиком или с юридическим лицом, с которым оценщик заключил трудовой договор. Обязательные требования к договору на проведение оценки перечислены с ст. 10 Федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации».

Этапы оценки предприятия и информация, необходимая для оценки

- Сбор и анализ информации - один из основных этапов оценки, так как именно от использования конкретной информации будет зависеть результат. Информацию для оценки можно классифицировать по различным критериям.

Этапы оценки предприятия и информация, необходимая для оценки

- В зависимости от параметров бизнеса и показателей, характеризующих его состояние, различают информацию обычную (общую) и специфическую. Общая информация включает в себя стандартные показатели, характеризующие деятельность любого предприятия, без учета его специфики.

Этапы оценки предприятия и информация, необходимая для оценки

- Специфическая информация, напротив, отражает особенности оцениваемого бизнеса, обусловленные его отраслевой принадлежностью, месторасположением и т.п.

Этапы оценки предприятия и информация, необходимая для оценки

- В зависимости от характеризующих аспектов бизнеса различают информацию финансовую, правовую, управленческую, технико-технологическую, хозяйственно-экономическую.

- В зависимости от характеризующих условий при проведении оценки предприятия используется информация макроэкономическая, отраслевая и информация непосредственно об оцениваемой компании (внутренняя).

- Цель анализа макроэкономической информации - охарактеризовать инвестиционный климат в стране и оценить степень инвестиционного риска.

Основные факторы макроэкономического риска

- инфляционный риск. Этот фактор риска характеризует вероятность потерь, которые может понести субъект хозяйствования в результате роста инфляции;

Основные факторы макроэкономического риска

- процентный риск. Это вероятность финансовых потерь в результате непредвиденного неблагоприятного изменения процентных ставок на финансовом рынке;

Основные факторы макроэкономического риска

- валютный риск. Это вероятность отрицательного изменения стоимости активов или недополучения доходов в результате неблагоприятных колебаний курсов валют на международных финансовых рынках, неблагоприятного влияния обменного курса валюты, используемой во внешнеэкономических операциях субъекта, на ожидаемые денежные потоки;

Основные факторы макроэкономического риска

- налоговый риск. Это вероятность потерь, которые может понести субъект из-за изменения налогового законодательства

Основные факторы макроэкономического риска

- политический риск. Этот фактор риска должен учитывать вероятность радикальных изменений в составе Правительства страны и проводимой им политики, степень государственного вмешательства в экономику и т.п.

Основные факторы макроэкономического риска

- Факторы макроэкономического риска образуют систематический риск, они присутствуют в стране в данный момент времени и оказывают влияние на стоимость предприятия, к какой бы отрасли оно не относилось

Этапы оценки предприятия и информация, необходимая для оценки

- Цель анализа отраслевой информации - оценить состояние и перспективы развития отрасли, в которой функционирует предприятие. Эта информация включает: условия конкуренции в отрасли, оценку конкурентоспособности продукции, динамику изменения спроса на продукцию, анализ поставщиков материальных ресурсов и рынков сбыта продукции и т.п.

Внутренняя информация

- Внутренняя информация характеризует деятельность оцениваемого предприятия. К ней можно отнести следующую информацию:
- общая информация об истории создания предприятия, виды деятельности, характеристика выпускаемой продукции, применяемой технологии и т.д.;

Внутренняя информация

- бизнес-план развития предприятия (производственный план);
- бухгалтерская отчетность (формы №1-№5) за последние три года;
- перечень основных средств на последнюю отчетную дату и дата их последней переоценки;
- перечень объектов незавершенного строительства и осуществленных в них капитальных вложений;

Внутренняя информация

- расшифровка долгосрочных и краткосрочных финансовых вложений;
- перечень нематериальных активов; копии лицензий и патентов;
- документы, подтверждающие права собственности на объекты недвижимости и технические паспорта на них;

Внутренняя информация

- свидетельства о регистрации транспортных средств;
- состав акционеров (участников), владеющих более 5% пакетами акций (владеющих долями участия в уставном капитале);
- сведения о наличии обременений - залогах, ведущихся судебных разбирательствах в отношении имущества предприятия и т.д.

Внутренняя информация

- Цель анализа внутренней информации - анализ выявления будущих тенденций развития предприятия, обоснованное выполнение прогнозирования объемов продаж, денежных потоков, учет факторов несистематического риска, характерных именно для этого предприятия.

Этапы оценки предприятия и информация, необходимая для оценки

- Информация, используемая при проведении оценки, должна удовлетворять требованиям достаточности и достоверности. Информация считается достаточной, если использование дополнительной информации не ведет к существенному изменению характеристик, использованных при проведении оценки, а также не ведет к существенному изменению итоговой величины стоимости.

Этапы оценки предприятия и информация, необходимая для оценки

- Информация считается достоверной, если данная информация соответствует действительности и позволяет пользователю отчета об оценке делать правильные выводы о характеристиках, исследовавшихся оценщиком при проведении оценки и определении итоговой величины стоимости объекта, и принимать базирующиеся на этих выводах обоснованные решения.

Задание на оценку:

- Объект оценки;
- Вещные права;
- Цель оценки;
- Предполагаемое использование результатов оценки (задача) оценки;
- Вид стоимости;
- Дата оценки;
- Срок проведения оценки;
- Допущения и ограничения.

Принципы оценки

Принципы оценки могут быть объединены в четыре группы:

- Принципы, основанные на представлениях собственника (пользователя).
- Принципы, связанные с эксплуатацией собственности.
- Принципы, обусловленные действием рыночной среды.
- Принцип наилучшего и наиболее эффективного использования.

Принципы, основанные на представлениях собственника

- Полезности (объект обладает стоимостью только в том случае, если он полезен какому-либо потенциальному собственнику);
- Замещения (рациональный покупатель не заплатит за объект оценки больше минимальной цены, взимаемой за другую собственность, обладающей такой же полезностью);
- Ожидания (предвидения) (заключается в определении текущей стоимости дохода или других выгод, которые могут быть получены в будущем от владения данным объектом оценки).

Принципы, связанные с эксплуатацией собственности

- Остаточной продуктивности (любой вид экономической деятельности обычно требует наличия некоторых факторов производства: труд, земля, капитал, предпринимательская деятельность. Остаточная продуктивность измеряется как чистый доход, отнесенный к земле, после того как были оплачены затраты на труд, капитал и предпринимательство);
- Вклада (включение любого дополнительного фактора в объект оценки влечет за собой изменение стоимости объекта. Указанное изменение стоимости и является вкладом);

Принципы, связанные с эксплуатацией собственности

- Сбалансированности (факторы производства должны находиться в пропорциональном соотношении друг с другом, чтобы обеспечить максимальные доходы владельцу объекта оценки);
- Возрастающих и уменьшающихся доходов (по мере добавления ресурсов к основным факторам производства чистые доходы будут увеличиваться более быстрыми темпами по сравнению с темпами роста затрат вплоть до той точки, начиная с которой общие доходы хотя и растут, однако уже замедляющимися темпами. Это замедление происходит до тех пор, пока прирост стоимости не станет меньше, чем затраты на добавленные ресурсы);

Принципы, связанные с эксплуатацией собственности

- экономической величины (экономического размера) (это оптимальный характерный размер объекта оценки, который наилучшим способом соответствует рыночным предпочтениям, преобладающим на данном рынке. Отклонение от экономического размера, как правило, приводит к снижению привлекательности и стоимости объекта);
- экономического разделения (это такое сочетание имущественных прав, связанных с объектом оценки, при котором обеспечивается оптимальная структура текущих и ожидаемых выгод и как следствие - максимальная стоимость).

Принципы, обусловленные действием рыночной среды

- Спроса и предложения (взаимодействие спроса и предложения формирует рыночные цены на собственность);
- Конкуренции (конкуренция стимулирует постоянный переток ресурсов в те отрасли и сферы, где их использование приносит максимальную отдачу и способствует выравниванию доходов);
- Соответствия (объект оценки, характеристики которого не соответствуют рыночным потребностям, скорее всего будет оценен ниже среднего уровня. К характеристикам можно отнести уровни удобств и услуг, технологии, оснащенность производства и т.д.);

Принципы, обусловленные действием рыночной среды

- Изменения (стоимость объекта оценки зависит от многих факторов внешней и внутренней среды, поэтому их необходимо тщательно изучать и использовать в оценке);
- Зависимости (стоимость объекта оценки с течением времени меняется, поэтому она оценивается на определенную дату, которая указывается в отчете об оценке).

Принцип наилучшего и наиболее эффективного использования

синтез всех трех групп принципов, рассмотренных ранее. ННЭИ называется вариант, который:

- отвечает всем правовым требованиям и ограничениям;
- физически осуществим;
- экономически эффективен;
- максимально продуктивен.

Т.е. обеспечит объекту оценки наивысшую текущую стоимость.

Принцип наилучшего и наиболее эффективного использования

ННЭИ чаще всего используется в оценке недвижимости для определения наилучшего варианта использования земельного участка или участка с постройками, используется также при определении наилучшего варианта реструктуризации в оценке бизнеса и в других случаях.

Однако, для целей оценки бизнеса «как есть», не возможно применение данного принципа.

Этапы подготовки информации

Четыре этапа подготовки бухгалтерской отчетности к оценке:

- Инфляционная корректировка.
- Нормализация отчетности.
- Трансформация отчетности.
- Финансовый анализ отчетности.

Этапы подготовки информации

Инфляционная корректировка проводится с целью приведения в сопоставимые цены показателей бухгалтерской отчетности и формирования выводов о динамике этих показателей на основе скорректированных данных.

Может осуществляться двумя способами:

- 1) по колебанию курса валют;
- 2) по колебанию уровней цен.

Этапы подготовки информации

Нормализация бухгалтерской отчетности проводится с целью определения доходов и расходов, характерных для нормально действующего бизнеса.

Этапы подготовки информации

Нормализующие корректировки

проводятся по следующим направлениям:

- корректировка разовых, нетипичных и неоперационных доходов и расходов, нефункционирующих активов;
- корректировка методов учета операций,
- корректировка величины доходов и расходов, связанных с «социальными» активами.

Этапы подготовки информации

Трансформация бухгалтерской отчетности

проводиться с целью приведения к единой основе (например, международным стандартам отчетности) финансовой отчетности оцениваемой компании и компаний-аналогов.

Иными словами, трансформация – это корректировка отчетности для приведения к единым стандартам бухгалтерского учета.

Этапы подготовки информации

Финансовый анализ

Для доходного подхода финансовый анализ определяет:

- доходность бизнеса;
- взаимозависимости и тенденции показателей отчетности прошлых лет для их прогноза;
- соотношение постоянных и переменных затрат в общей их величине;
- величину коэффициентов, на основе которых делаются выводы о рискованности вложения средств в данное предприятие, и определяется величина премий за риск при расчете ставки дисконтирования;
- определяется нормативное значение величины чистого оборотного капитала.

Этапы подготовки информации

Финансовый анализ

- Для сравнительного подхода финансовый анализ определяет место оцениваемого предприятия среди аналогов по результатам рейтинговой оценки, а также нормативное значение величины чистого оборотного капитала.
- Для затратного подхода финансовый анализ служит дополнительным источником информации для принятия решения о выборе метода оценки.

- Оценщик при проведении оценки обязан использовать доходный, сравнительный и затратный подходы к оценке или обосновать отказ от применения какого-либо из них. Каждый подход представляет собой совокупность методов оценки, объединенных общей методологией.

- Методы оценки в рамках каждого из подходов оценщик выбирает самостоятельно, исходя из конкретных условий и наличия информации.

- Доходный подход - это совокупность методов оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от использования объекта оценки.

- Сравнительный подход - это совокупность методов оценки, основанных на сравнении объекта оценки с объектами - аналогами, в отношении которых имеется информация о ценах. При этом объектом - аналогом признается объект, сходный объекту оценки по основным экономическим, материальным, техническим и другим характеристикам, определяющим его стоимость.

- Затратный подход - это совокупность методов оценки, основанных на определении затрат, необходимых для воспроизводства (создания точной копии объекта оценки) либо замещения (создания аналога) объекта оценки с учетом износа и устареваний.

- Применяя различные подходы, оценщик получает различные величины стоимости, поэтому необходимо осуществить согласование полученных результатов. Обычно итоговая величина стоимости определяется как среднеарифметическая или средневзвешенная величина

- . В случае применения для согласования результатов процедуры взвешивания необходимо обосновать выбор использованных весов. Итоговая величина стоимости должна быть выражена в валюте РФ - в рублях.

- Заключительным этапом оценки является составление отчета. Требования к содержанию отчета изложены в ст. 11 Федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» и в ФСО №3 «Требования к отчету об оценке».

Доходный подход к оценке бизнеса

- Доходный подход к оценке бизнеса состоит в том, что стоимость предприятия определяется на основе будущих доходов, которые данное предприятие может принести его владельцу.

Доходный подход к оценке бизнеса

- Будущие доходы предприятия оцениваются и суммируются с учетом времени их появления. При этом стоимость предприятия оценивается в представлении того покупателя или инвестора, который будет иметь стопроцентный контроль над данным предприятием.

Доходный подход к оценке бизнеса

- Доходный подход может быть реализован двумя методами, которые применяются исключительно для оценки действующего предприятия: методом дисконтированных денежных потоков (метод ДДП) и методом капитализации

Доходный подход к оценке бизнеса

- Метод ДДП применяется, если будущие денежные потоки можно спрогнозировать и ожидается, что они будут существенно отличаться от текущих денежных потоков.

Доходный подход к оценке бизнеса

- Метод капитализации применяется, если предполагается, что будущие денежные потоки будут приблизительно равны текущим или темпы их роста будут стабильны и предсказуемы

Метод ДДП

- **1 этап.** Определение длительности прогнозного периода. Подготовка прогноза доходов, расходов и других показателей для расчета денежных потоков.

Метод ДДП

- Прогнозирование на достаточно длительный срок даже при стабильных условиях функционирования экономики затруднительно. Поэтому весь срок будущего функционирования компании делят на два периода:
- - прогнозный период, для которого с достаточной точностью можно определить динамику развития компании,
- - постпрогнозный период, для которого можно сделать предположение об изменении денежного потока.

Метод ДДП

- Факторы, влияющие на продолжительность прогнозного периода:
- отрасль, в которой работает компания, и возможность составления прогнозов темпа роста спроса на продукцию;
- стадия жизненного цикла компании;
- доступность информации по компании;
- задачи оценки и т.д.

Метод ДДП

- Прогнозный период - это такой период, в течение которого денежные потоки могут быть спрогнозированы с высокой степенью достоверности, темпы роста компании стабилизируются и по истечении которого компания будет генерировать либо постоянные денежные потоки, либо денежные потоки, имеющие устойчивые темпы изменения.

Метод ДДП

- При прогнозировании денежных потоков необходимо учитывать, что динамика выручки от продаж определяется динамикой спроса на продукцию и наличием сдерживающих факторов со стороны предложения (способностью компании предложить потребителям продукцию в требуемом объеме, например, производственные, торговые, складские мощности).

Метод ДДП

- Факторами, влияющими на величину и динамику этого показателя, являются также: ёмкость рынка, доля рынка, занимаемого оцениваемой компанией, маркетинговая стратегия предприятия по каждому наименованию товара, перспективы развития отрасли, влияние инфляции на цены, наличие импорта аналогичной продукции, появление конкуренции со стороны новых продуктов, наличие государственного регулирования цен и т. д.

Метод ДДП

- Если ассортимент продукции широкий, выручка планируется в денежном выражении. Если ассортимент ограничен, моделируется объем продаж в натуральном выражении и цены на продукцию.

Метод ДДП

- При прогнозе расходов обычно отдельно прогнозируются условно-постоянные и переменные расходы. Считается, что дополнительная детализация статей расходов целесообразна, если величина определенной статьи составляет более 5% от совокупных расходов или её динамика определяется специфическими факторами

Метод ДДП

- Прогнозирование статей условно-постоянных расходов основывается на учете фактора инфляции на величину расходов, изменения численности персонала и его заработной платы и т.д. Прогнозирование переменных расходов основывается на учете изменения объемов выпуска продукции и учете инфляционного фактора.

Метод ДДП

- **2 этап.** Выбор и расчет денежного потока. Для определения стоимости компании можно использовать денежный поток для собственного капитала или денежный поток для инвестированного капитала. Различие этих потоков заключается в том, что денежный поток для инвестированного капитала рассчитывается, исходя из предположения, что все средства, инвестированные в компанию, включая заемный капитал, рассматриваются как собственные.

Метод ДДП

- Использование в расчетах денежного потока для собственного капитала позволяет получить в качестве результата непосредственно величину собственного (акционерного) капитала компании. Если же в расчетах используется бездолговой денежный поток, то результатом является стоимость всего инвестированного в компанию капитал, включая заемные средства

Модель расчета денежного потока для собственного капитала

Приток (+) Отток (-) Результат (=)	Показатель	Вид деятельности
+	Выручка от основной деятельности	Операционная
-	Себестоимость основной деятельности	
+/-	Финансовый результат от прочих операций	
-	Налоги	
=	Чистая прибыль	
+	Амортизационные отчисления	
+/-	Изменение величины собственного оборотного капитала	Финансовая
+/-	Изменение долгосрочной задолженности	
-	Капитальные вложения	Инвестиционная
+	Денежный поток для собственного	

Модель расчета денежного потока для инвестированного капитала

Приток (+) Отток (-) Результат (=)	Показатель	Вид деятельности
+	Выручка от основной деятельности	Операционная
-	Себестоимость основной деятельности	
+/-	Финансовый результат от прочих операций	
-	Налоги	
=	Чистая прибыль	
+	Амортизационные отчисления	
+/-	Изменение величины собственного оборотного капитала	Инвестиционная
-	Капитальные вложения	
+	Денежный поток для инвестированного капитала	Все

Номинальный денежный поток

- Номинальный денежный поток рассчитывается в ценах будущих периодов, то есть в учетом инфляционных ожиданий. При этом требуется оценка того, как будут меняться цены на покупные ресурсы и цены на сам продукт, так как инфляционные ожидания чаще всего разные на рынках разных товаров и услуг.

Реальный денежный поток

- Реальный денежный поток обычно рассчитывается в ценах базисного периода, без учета инфляции. При этом необходимо иметь в виду, что цены зависят не только от инфляции, но и от прогнозируемых сдвигов в спросе на продукт или в предложении покупных ресурсов

3 этап. Определение ставки дисконта

- При использовании модели оценки капитальных активов (метод CAPM - Capital Assets Pricing Model) ставка дисконта определяется по формуле:

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f) + S$$

где R_f - безрисковая ставка доходности;

β - коэффициент бета, или мера систематического риска;

R_m - среднерыночная ставка дохода на фондовом рынке;

S - надбавка за отдельные виды несистематического риска.

Метод CAPM

- В качестве безрисковой ставки дохода в расчетах обычно используется ставка дохода по долгосрочным государственным ценным бумагам или ставка дохода по долгосрочным депозитам в банках наиболее высокой степени надежности. В качестве долгосрочных государственных ценных бумаг рекомендуется выбирать такие, срок погашения которых примерно совпадает с окончанием прогнозного периода. Это могут быть облигации федерального займа или еврооблигации.

Метод CAPM

- Среднерыночная ставка дохода определяется, исходя из величины дохода на фондовом рынке за достаточно длительный период в ретроспективе, и обычно рассчитывается по какому-либо широко известному рыночному индексу (например, индекс РТС, отраслевые индексы АКМ).

Метод CAPM

- Коэффициент бета рассчитывается с помощью статистического подхода, исходя из амплитуды колебаний доходности акций оцениваемой компании (или её аналога) по сравнению с изменениями доходности на фондовом рынке в целом.

Метод CAPM

- Надбавка за отдельные виды несистематического риска может включать премию за риск инвестирования в малую компанию, в закрытую компанию, а также надбавку за страновой риск (если безрисковая ставка оценивается как доходность зарубежных государственных ценных бумаг).

Метод CAPM

- Достоинство модели CAPM в том, что она отражает систематические риски бизнеса и опирается на объективно наблюдаемые на рынке данные. Естественно, что условие её применения - наличие развитого фондового рынка.

Метод кумулятивного построения

- Метод кумулятивного построения ставки дисконта отличается от модели оценки капитальных активов тем, что к безрисковой ставке добавляются премии за отдельные виды несистематического риска.

Метод кумулятивного построения

- При использовании метода кумулятивного построения (Built-Up Method) ставка дисконта рассчитывается по формуле:

$$R = R_F + \sum L_i,$$

где L_i - премии за различные виды несистематического риска, характерного для оцениваемого предприятия.

Метод кумулятивного построения

- В качестве факторов несистематического риска могут быть учтены следующие факторы:
- недостаточная финансовая устойчивость компании;
- риск повышенной доли долгосрочной задолженности в структуре капитала предприятия;

Метод кумулятивного построения

- риск повышенной доли постоянных расходов в структуре затрат предприятия;
- риски недостаточной диверсификации продукции,
- риски недостаточной диверсификации рынков сбыта,
- риски недостаточной диверсификации источников приобретения покупных ресурсов
- -риски узости набора источников финансирования и т.д. Значение рисков определяется экспертно.

Метод кумулятивного построения

- Этот метод определения ставки дисконта обычно применяется в том случае, если оценщик считает, что несистематические риски являются главными для оцениваемого бизнеса и именно они определяют ожидаемую колеблемость доходов от этого бизнеса. Проблемой при использовании этого метода может быть то, что оценщики при обнаружении на предприятии соответствующего несистематического риска выставляют премии по максимальным значениям, в результате чего ставка дисконта может быть завышена, а стоимость бизнеса - занижена.

Модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC -Weighted Average Cost of Capital)

- Модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC -Weighted Average Cost of Capital) учитывает в себе все риски, связанные с финансированием деятельности предприятия как из собственных источников, так и за счет заемных средств. Эта модель применяется в том случае, если для оценки предприятия используется бездолговой денежный поток

Модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC - Weighted Average Cost of Capital)

- ставка дисконта определяется по формуле:

- $$WACC = D_{с к} * R_{с к} + D_{з к} * R_{з к} * (1 - T),$$

где $D_{с к}$, $D_{з к}$ - доли собственного и заемного капитала; $R_{с к}$ - ставка дисконтирования для собственного капитала;

$R_{з к}$ - ставка привлечения заемных средств; T - ставка налога на прибыль.

4 этап. Определение остаточной стоимости предприятия

- Определение стоимости предприятия в постпрогнозный период (остаточной стоимости) основано на предпосылке, что бизнес способен приносить доход и по окончании прогнозного периода.
- В зависимости от перспектив развития бизнеса в постпрогнозный период остаточную стоимость рассчитывают различными способами. В случае предполагаемой продажи предприятия по окончании прогнозного периода применяют метод расчета стоимости чистых активов,

4 этап. Определение остаточной стоимости предприятия

- Если же стабильно функционирующее предприятие генерирует стабильный денежный поток или денежный поток с постоянным темпом изменения, то остаточная стоимость включает в себя суммарную стоимость денежных потоков за пределами прогнозного периода.

4 этап. Определение остаточной стоимости предприятия

- При использовании модели оценки капитальных активов (метод CAPM - Capital Assets Pricing Model) ставка дисконта определяется по формуле:

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f) + S$$

где R_f - безрисковая ставка доходности;

β - коэффициент бета, или мера систематического риска;

R_m - среднерыночная ставка дохода на фондовом рынке;

S - надбавка за отдельные виды несистематического

риска

5 этап. Дисконтирование денежных потоков и остаточной стоимости и суммирование этих величин

- При использовании модели оценки капитальных активов (метод CAPM - Capital Assets Pricing Model) ставка дисконта определяется по формуле:

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f) + S$$

где R_f - безрисковая ставка доходности;

β - коэффициент бета, или мера систематического риска;

R_m - среднерыночная ставка дохода на фондовом рынке;

S - надбавка за отдельные виды несистематического риска.

6 этап. Учет поправок

- Если у предприятия есть активы, которые не участвуют в получении рассчитанных будущих денежных потоков, их рыночную стоимость необходимо добавить к полученному результату.

6 этап. Учет поправок

- Если рассчитанная для первого года прогнозного периода необходимая величина собственного оборотного капитала больше или меньше фактически имеющегося на момент оценки, то необходимо произвести корректировку на недостаток или избыток собственного оборотного капитала, при этом недостаток собственного оборотного капитала уменьшает полученную величину стоимости, а избыток - увеличивает её.

6 этап. Учет поправок

- Если в расчетах использовался бездолговой денежный поток, то необходимо вычесть из полученной величины стоимости сумму долговых обязательств, так как предметом оценки является определение стоимости собственного капитала предприятия.

Метод ДДП

- В результате оценки предприятия методом дисконтированных денежных потоков получается стоимость контрольного ликвидного пакета акций. Если оценивается неконтрольный пакет или закрытая компания, необходимо сделать соответствующие скидки.

Метод капитализации

- При использовании модели оценки капитальных активов (метод CAPM - Capital Assets Pricing Model) ставка дисконта определяется по формуле:

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f) + S$$

где R_f - безрисковая ставка доходности;

β - коэффициент бета, или мера систематического риска;

R_m - среднерыночная ставка дохода на фондовом рынке;

S - надбавка за отдельные виды несистематического риска.

Метод капитализации

- Метод капитализации обычно применяется в тех случаях, когда ожидается, что предприятие в будущем будет получать стабильный денежный поток или темпы его роста будут постоянными.

Метод капитализации

- В расчете может использоваться величина прибыли или денежного потока за последний отчетный год, или за первый прогнозный год, или среднее значение показателя за несколько последних отчетных лет.

Метод капитализации

- Показатель прибыли обычно используется для компаний, в активах которых преобладают активы с относительно небольшим сроком службы. Для компаний, обладающих недвижимостью или другими активами с длительными сроками службы, предпочитают использовать показатель денежного потока.

Метод капитализации

- Ставка капитализации определяется на основе ставки дисконта с учетом ожидаемых среднегодовых темпов прироста прибыли или денежного потока:
- $K = R - g$.
- Метод капитализации дает более грубую, ориентировочную оценку стоимости, его главным достоинством является простота.

Сравнительный подход к оценке бизнеса

- Основой применения данного подхода является предположение, что стоимость компании можно определить, используя сравнительный анализ уровня цен, сформированных рынком, на аналогичные компании.

Сравнительный подход к оценке бизнеса

- Сравнительный подход основан на анализе информации о продаже компаний-аналогов или о котировке акций компаний-аналогов. Данные для использования этого подхода можно получить как из интернет ресурсов, так и из печатных изданий, содержащих официальную информацию о продажах на аукционах и конкурсах, о торговле акциями крупнейших российских компаний. Использование сравнительного подхода возможно при наличии активного рынка продаж сопоставимых компаний.

Сравнительный подход к оценке бизнеса

- Существуют различные методы сравнительного подхода, из которых основными являются метод компании - аналога и метод сделок..

Сравнительный подход к оценке бизнеса

- **1 этап.** Сбор необходимой информации. Для выполнения расчетов необходима рыночная и финансовая информация.

Сравнительный подход к оценке бизнеса

- Рыночная информация включает данные о ценах купли-продажи акций компаний-аналогов, а также информацию о количестве акций в обращении. Качество и доступность информации зависит от уровня развития фондового рынка. В условиях развитого фондового рынка считается, что цена купли-продажи акции учитывает многочисленные факторы, влияющие на величину собственного капитала компании: соотношение спроса и предложения на данный вид бизнеса, уровень риска вложений в данный бизнес, перспективы развития отрасли, конкретные особенности предприятия и др.

Сравнительный подход к оценке бизнеса

- Финансовая информация - это официальная финансовая отчетность оцениваемой компании и компании-аналога за несколько лет, а также дополнительные сведения, позволяющие определить сходство компаний и сделать корректировки, обеспечивающие сопоставимость показателей

Сравнительный подход к оценке бизнеса

- **2 этап.** Подбор компаний-аналогов. Аналоги - это компании той же отрасли, что и оцениваемое предприятие, акции которых ликвидны и достаточно надежно котируются на фондовом рынке. При этом могут учитываться следующие критерии подбора аналогов: сопоставимость по мощности и объемам производства, сходство производимой продукции; уровень диверсификации производства, динамика прибыли и возможность выплачивать дивиденды, положение компании на рынке, перспективы её роста, финансовое состояние и т.п.

Сравнительный подход к оценке бизнеса

- Информация по компаниям аналогам используется для расчета мультипликаторов, при этом считается, что чем больше подобрано компаний - аналогов, тем более обоснованным будет результат расчетов. После подбора компаний - аналогов и сбора финансовой информации по ним, проводится финансовый анализ деятельности аналогов и оцениваемой компании. При этом используются все традиционные приемы и методы финансового анализ. Именно финансовый анализ позволяет обосновать степень доверия оценщика к конкретному мультипликатору и является основой для внесения корректировок, обеспечивающих сопоставимость показателей.

Сравнительный подход к оценке бизнеса

- **3 этап.** Выбор и расчет мультипликаторов. Мультипликатор - это отношение стоимости предприятия к какому-либо его финансовому параметру. При применении сравнительного подхода считается, что в сходных компаниях одинаково рассчитанные мультипликаторы имеют близкое значение. В расчетах могут использоваться следующие мультипликаторы: Цена / Прибыль, Цена / Денежный поток, Цена / Дивидендные выплаты, Цена / Выручка от продаж, Цена / Стоимость активов и другие.

Сравнительный подход к оценке бизнеса

- При расчете мультипликаторов в числителе приведенных выше формул находится показатель рыночной стоимости компании - аналога, который определяется как произведение рыночной стоимости одной акции компании - аналога на количество акций в обращении. При этом данные о ценах акций берутся на последнюю дату перед оценкой, либо берется средняя величина между максимальной и минимальной ценами за последний месяц. Финансовые показатели обычно берутся за последний отчетный год, либо рассчитываются как средние величины за ряд последних лет.

Сравнительный подход к оценке бизнеса

- Мультипликаторы Цена / Прибыль, Цена / Денежный поток применяются наиболее часто, так как информация о прибыли оцениваемой компании и компании-аналога наиболее доступна. В расчетах может использоваться любой показатель прибыли, полученный в результате распределения выручки от продажи: прибыль до уплаты процентов и налогов, прибыль до налогообложения, чистая прибыль. Основное требование - обеспечение сопоставимости рассчитанных показателей, так как значение прибыли зависит от применяемых методов бухгалтерского учета.

Сравнительный подход к оценке бизнеса

- Выбор мультипликатора осуществляется в зависимости от конкретной ситуации. Например, мультипликатор Цена / Чистая прибыль обычно применяется, когда прибыль относительно высока и отражает реальное экономическое состояние предприятия, мультипликатор Цена / Прибыль до налогообложения применяется, если оцениваемое предприятие и аналог имеют различные налоговые условия, мультипликатор Цена / Денежный поток используется, когда предприятие имеет относительно низкую прибыль по сравнению с амортизацией, при этом денежный поток обычно рассчитывается как показатель прибыли, увеличенный на сумму начисленной амортизации.

Сравнительный подход к оценке бизнеса

- Мультипликатор Цена / Дивидендные выплаты используется при сравнении компаний, стабильно выплачивающих дивиденды. При этом во внимание могут приниматься как фактически выплаченные дивиденды, так и потенциальные.

Сравнительный подход к оценке бизнеса

- Фактические дивидендные выплаты важны при оценке миноритарного (неконтрольного) пакета акций, так как в этом случае инвестор не может заставить собственников компании увеличить дивиденды даже при значительном росте прибыли.

Сравнительный подход к оценке бизнеса

- Под потенциальными дивидендами понимают типичные дивидендные выплаты, осуществляемые аналогичными компаниями открытого типа. Использование этого мультипликатора представляется наиболее корректным для компаний, у которых бизнес стабилен и дивидендные выплаты стабилизировались.

Сравнительный подход к оценке бизнеса

- Для расчета мультипликатора Цена / Выручка от продаж легче всего найти информацию и не надо выполнять сложные корректировки, так как он не зависит от методов ведения бухгалтерского учета. Этот мультипликатор можно рассчитать практически для всех компаний

Сравнительный подход к оценке бизнеса

- Главный недостаток состоит в том, что этот показатель не учитывает разницы в эффективности деятельности различных компаний. Компании с одинаковыми объёмами продаж могут иметь совершенно разную прибыль, следовательно, их стоимость должна различаться.

Сравнительный подход к оценке бизнеса

- При применении мультипликатора Цена / Стоимость активов в расчет может приниматься рыночная стоимость активов, рыночная стоимость чистых активов, балансовая стоимость активов. К компаниям, оцениваемым в первую очередь по активам, традиционно относятся финансовые институты (банки, страховые и инвестиционные компании), у которых активы состоят в основном из ликвидных ценных бумаг, или предприятия, имеющие значительные вложения в собственность (недвижимость, ценные бумаги, запасы, оборудование).

Сравнительный подход к оценке бизнеса

- **4 этап.** Применение мультипликаторов к оцениваемой компании. Стоимость оцениваемой компании определяется произведением мультипликатора, рассчитанного по компании - аналогу, на соответствующий финансовый показатель оцениваемой компании. Например, если по аналогу рассчитывался мультипликатор Цена / Чистая прибыль (Ц / ЧП), то стоимость оцениваемой компании определяется произведением этого мультипликатора на чистую прибыль оцениваемой компании

Сравнительный подход к оценке бизнеса

- **5 этап.** Определение итоговой величины стоимости. При расчете величины стоимости компании рекомендуется использовать различные мультипликаторы, определив для каждого из них степень достоверности экспертно. Применение различных мультипликаторов дает различные величины стоимости компании. Итоговая величина стоимости может быть определена как средняя арифметическая или средневзвешенная величина

Сравнительный подход к оценке бизнеса

- Применение среднеарифметической величины означает, что оценщик в равной степени доверяет всем рассчитанным мультипликаторам. При определении средневзвешенной величины каждому мультипликатору и соответственно каждому значению стоимости придается вес в зависимости от конкретных условий и степени доверия к применяемой в расчетах информации.

Сравнительный подход к оценке бизнеса

- **6 этап.** Внесение итоговых поправок. Если у оцениваемого предприятия есть активы непроизводственного назначения, их стоимость добавляется к полученной в результате расчетов величине.
- Если в процессе финансового анализа выявляется недостаточность собственного оборотного капитала или потребность в капитальных вложениях, то эти суммы вычитаются из полученной величины стоимости.
- В некоторых случаях применяется скидка на недостаток ликвидности или добавляется премия за элементы контроля над предприятием

Сравнительный подход к оценке бизнеса

- Второй метод сравнительного подхода - метод сделок. В его основе также лежит определение мультипликаторов, но они рассчитываются на основе цен по отслеживаемым на фондовом рынке сделкам с контрольными пакетами акций. Содержание этапов оценки при применении метода сделок практически совпадает с методом компании - аналога: осуществляется подбор аналогов, сбор информации по аналогам и оцениваемой компании, рассчитываются мультипликаторы по аналогам и применяются к оцениваемой компании.

Сравнительный подход к оценке бизнеса

- Но применяемые мультипликаторы рассчитываются на основе цен по отслеживаемым на фондовом рынке сделкам с контрольными пакетами акций или по продаже бизнеса в целом. Практические возможности для использования этого метода предоставляются гораздо реже в силу относительно малой частоты сделок с контрольными пакетами и трудностями в поиске необходимой информации.

Затратный подход к оценке бизнеса

- При затратном подходе стоимость предприятия рассматривается с учетом понесенных ранее издержек для его создания. Затратный подход базируется на анализе активов и обязательств компании. Балансовая стоимость активов и обязательств предприятия вследствие различных причин (инфляция, изменение конъюнктуры рынка, используемые методы учета активов и начисления амортизации и т.д.) не соответствует рыночной стоимости.

Затратный подход к оценке бизнеса

- Для определения рыночной стоимости оценщик от бухгалтерского баланса переходит к так называемому балансу экономическому, в котором активы и обязательства оцениваются по рыночной стоимости.

Затратный подход к оценке бизнеса

- В общем виде формулу расчета для определения рыночной стоимости собственного капитала предприятия можно представить таким образом:
- **$У_{СК} = У_{А} - У_{О}$,**
- где $У_{СК}$ - рыночная стоимость собственного капитала предприятия;
- $У_{А}$ - рыночная стоимость активов;
- $-У_{О}$ рыночная стоимость обязательств.

Затратный подход к оценке бизнеса

- Затратный подход может на практике быть реализован с помощью двух методов:
- - метод накопления активов (метод стоимости чистых активов);
- - метод ликвидационной стоимости.

Затратный подход к оценке бизнеса

- Метод накопления активов включает следующие этапы.
- **1 этап.** Осмотр предприятия, оценка состояния активов, изучение финансовой отчетности.
- **2 этап.** Составление экономического баланса. При этом активы баланса оцениваются по рыночной стоимости наиболее подходящими в каждом случае методами.

Затратный подход к оценке бизнеса

- Для оценки недвижимости, машин, оборудования, транспортных средств предпочитают использовать сравнительный (рыночный) подход. Для оценки нематериальных активов чаще используется доходный подход. Оценка запасов основывается на возможной цене их продажи. Дебиторская задолженность анализируется с точки зрения вероятности и сроков её получения, составляется график погашения дебиторской задолженности, и суммы будущих поступлений дисконтируются к дате оценки. Финансовые активы переоцениваются по курсам, действующим на момент оценки

Затратный подход к оценке бизнеса

- В случае необходимости оценивается деловая репутация (гудвилл) по методу избыточной прибыли. Отличительной особенностью затратного подхода при оценке предприятий является то, что обычно активы предприятия разбивают на группы, оценивают каждую часть, затем суммируют полученные стоимости.

Затратный подход к оценке бизнеса

- В пассиве экономического баланса определяется текущая сумма основного долга и процентов по нему.
- Из-за того, что у предприятия могут быть несколько дебиторов и кредиторов и в отношениях с ними могут предусматриваться различные ставки процентов и графики погашения долга, определение текущей стоимости дебиторской и кредиторской задолженностей следует определять по каждому из дебиторов и кредиторов по отдельности.

Затратный подход к оценке бизнеса

- **3 этап.** Определяется стоимость собственного капитала предприятия путем вычитания из рыночной стоимости активов текущей стоимости всех обязательств.
- Этот метод не требует подбора аналогов, а основывается только на данных оцениваемой компании. В этом его преимущество. Этот метод кажется наиболее доступным и применимым к российским условиям, так как основывается на реальных ценностях, которые находятся в собственности компании.

Затратный подход к оценке бизнеса

- Главный недостаток этого метода заключается в том, что оценка активов предприятия не отражает производственную и доходную стороны его деятельности, а это именно те стороны, которые в первую очередь интересуют как собственника, так и потенциального покупателя.

Затратный подход к оценке бизнеса

- Метод накопления активов применяется для оценки действующего предприятия, ему уделяется повышенное внимание, если в активах значительную долю составляют финансовые активы или нематериальные активы.

Затратный подход к оценке бизнеса

- Второй метод затратного подхода - метод ликвидационной стоимости - применяется в случае ликвидации предприятия (добровольной или принудительной).