

Оценка бизнеса: просто о сложном

Семенцов Никита Сергеевич
К. Э. Н.
сертифицированный РОО оценщик недвижимости
начальник отдела оценки НМА
ООО «Сибирский оценщик»

Как перестать беспокоиться и начать оценивать бизнес:

- практически значимые методы оценки бизнеса;
- основные алгоритмы построения финансовой модели, ограничения модели
- основные источники информации

Уровень владения предметом: начальный / средний
(знание основных формул; 0...20 выполненных отчетов по оценке бизнеса)



Keep it short and simple:

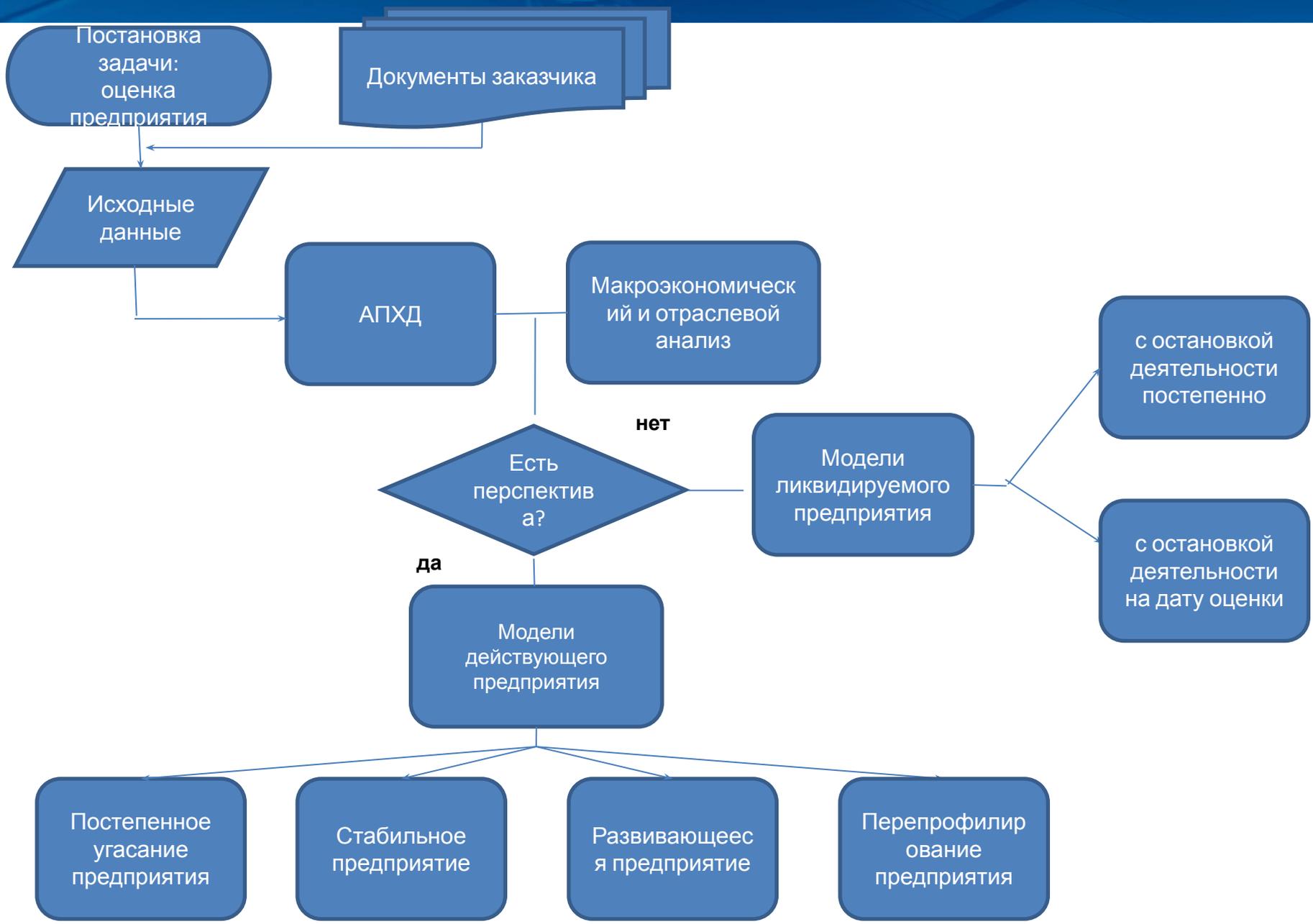
- не нужно усложнять дизайн (модели) там, где в этом нет необходимости;
- не объясняй сложной теорией то, что можно объяснить простой;
- нужно делать не больше предположений, чем нужно;
- самое простое объяснение – самое лучшее;
- абсолютная математическая точность или предельная детализация нужны не всегда — данные можно и нужно обрабатывать с той точностью, которая достаточна для качественного решения задачи, а детализацию выдавать в нужном пользователю объёме, а не в максимально возможном объёме.

Моделирование — исследование объектов познания на их моделях; построение и изучение моделей реально существующих объектов, процессов или явлений с целью получения объяснений этих явлений, а также для предсказания явлений, интересующих исследователя

1) Моделирование как построение модели действий потенциального инвестора.

Чтобы поймать преступника, нужно думать как преступник

2) Моделирование как построение финансовой модели предприятия



Методология определения стоимости АЗС

Методология оценки

	Рыночная стоимость	Ликвидационная стоимость	Инвест. стоимость
1	Базовые допущения:		
	<ul style="list-style-type: none"> • возможность отчуждения на открытом рынке; • достаточность срока экспозиции; • разумность действий сторон; • полнота располагаемой информации; • отсутствие чрезвычайных обстоятельств 	<ul style="list-style-type: none"> • возможность отчуждения на открытом рынке; • разумность действий сторон; • полнота располагаемой информации; • наличие особого стимула собственника к сделке 	любые
	Допущения, учитывающие задачу оценки:		
	• учет консервативных ожиданий	• учет реализации в составе 100%	любые
2	Допущения, учитывающие специфику объекта оценки:		
	• учет нематериальных факторов стоимости развития	• учет опционов	любые
3	Принципы оценки (общая методология оценки):		
	<ul style="list-style-type: none"> • принцип полезности • принцип зависимости • принцип конкуренции 	<ul style="list-style-type: none"> • принцип замещения • принцип соответствия • принцип изменения 	<ul style="list-style-type: none"> • принцип ожидания • принцип предложения и спроса • принцип вклада

- **Метод капитализации доходов;**
- **Метод дисконтирования денежных потоков;**
- Метод рынка капитала;
- Метод сделок
- Метод отраслевых соотношений;
- Метод ликвидационной стоимости;
- **Метод чистых активов**
- Модель Эдвардса-Белла-Ольсона
- Модель EVA
- Модель SVA
- Метод реальных опционов

Рынок развит если	Рынок не развит если
уровни спроса и предложения достаточны, отсутствуют признаки моно-, олигополии или монополии	предложения отсутствуют или присутствует малое количество предложений
срок экспозиции не существенен и не влечет транзакционных издержек	срок экспозиции составляет значимый срок, позволяющий говорить об альтернативных издержках в процессе экспозиции
цена колеблется около справедливой, отклонения объясняются склонностью продавцов к торгу или изменением конъюнктуры рынка в процессе экспозиции	в процессе экспозиции цена предложения демонстрирует существенное снижение
имеется достаточный для формирования позиции объем информации о ключевых потребительских свойствах (ценообразующих факторах) предмета сделки	отсутствует информация о ключевых потребительских свойствах (ценообразующих факторах) предмета сделки

- тип экономической выгоды;
- период прогнозирования;
- периодизация модели;
- детализация по бизнес-единицам;
- ставка дисконтирования;
- терминальная (постпрогнозная) стоимость

Типы экономической выгоды:

- Чистая прибыль;
- Дивиденды;
- Прирост стоимости;
- **Чистый денежный поток (на собственный / инвестированный капитал);**
- Иные показатели деятельности, ожидающиеся в расчете на вложения

- Требует: определение соответствующего вида ставки дисконтирования

Продолжительность прогнозного периода зависит от ожидаемого времени достижения стабилизации результатов деятельности или ее прекращения.

Индикаторы стабилизации результатов деятельности:

- $Tr(CF_n) \approx Tr(CF_{n-1}) \approx Tr(CF_{n-2})$;
- **стабилизация факторов**, определяющих результаты деятельности: цен, объемов выпуска, технологии производства, налогового режима, структуры финансирования;

Требуется:

Период прогнозирования \approx Период макропрогноза

Периодизация — особого рода систематизация, которая заключается в условном делении прогнозного периода на определённые хронологические периоды с целью учета различных эффектов.

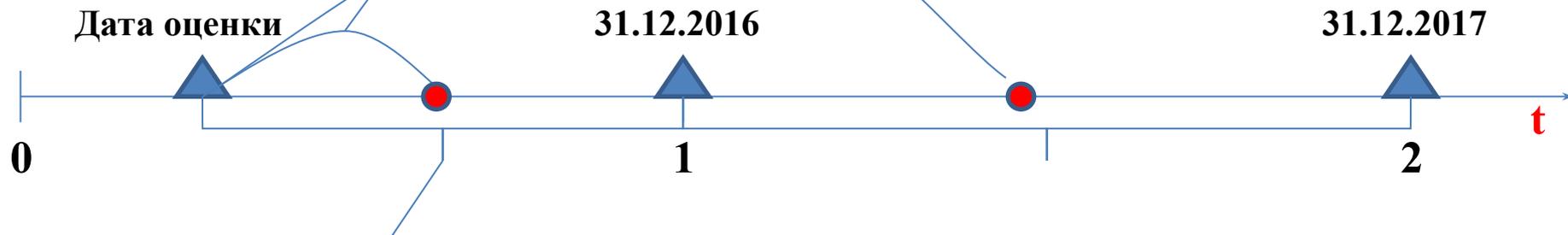
- Месячная периодизация;
- Квартальная периодизация;
- Полугодовая периодизация;
- Годовая периодизация;

Требует: корректировки ставки дисконтирования или степени дисконтирования

Учет периодизации степенью дисконтирования

=ДОЛЯГОДА(Дата оценки; 30.06.2017)

=ДОЛЯГОДА(Дата оценки; 31.12.2016) / 2



=ДОЛЯГОДА(Дата оценки; 31.12.2016)

Бизнес-единица - это организационно выделенная и экономически обособленная внутренняя структура или подразделение компании, достаточно значимая для бизнеса, чтобы иметь собственную стратегию, выделенную из общей стратегии компании.

$$PC_{\bar{6}} = PC_{\bar{6}1} + PC_{\bar{6}2} + \dots + PC_{\bar{6}n}$$

где:

$PC_{\bar{6}}$ – стоимость компании;

$PC_{\bar{6}1\dots n}$ – стоимость бизнес-единицы №1...n

P – индекс ценовой.

Матрешка: сложность оценки $\square \max$ при $n \square \max$

Требуется:

$n \square \min$

№ п/п	Наименование фактора	Комментарий
1	Тип экономической выгоды	используемая ставка дисконтирования должна соответствовать используемому определению выгод от владения бизнесом
2	Стоимость денег во времени	используемая ставка дисконтирования должна логично соответствовать уровню рыночных процентных ставок
3	Риск, ассоциируемый с потоком выгод	используемая ставка дисконтирования должна учитывать риск неполучения или недополучения ожидаемых выгод от обладания бизнесом
4	Выражение денежного потока	используемая ставка дисконтирования должна быть выражена в одинаковых с денежными потоками ценах – базисных (реальных) или инфлированных (номинальных)
5	Налогообложение	используемая ставка дисконтирования должна учитывать особенности построения денежного потока в части его налоговой (доналоговый или посленалоговый денежный поток) составляющей

Методы:

- прогнозирование чистых активов;
- прогнозирование отраслевых соотношений (мультипликаторов)
- модель Гордона:

$$TV = CF_n * (1+g) / (r-g)$$

Требуется:

$$g < r$$

$$g \sim I$$

$$g \sim T_{пр} (ВВП)$$

Методы:

- **Индексация по Пааше / Ласпейресу;**
- **Нормирование (проверка на соответствие рыночным ожиданиям) прогнозов предприятия;**
- **Экспертный метод;**
- **Согласование доступных аналитических прогнозов.**

$$I = Q \times P$$

где:

I – индекс совокупный;

Q – индекс натуральный (количественный)

P – индекс ценовой.

P – определяется в сравнении с ИПЦ, в отношении которого имеются прогнозные данные.

Q – определяется на основе информации о планах на расширение доли рынка предприятия и его конкурентами.

1. Инвестиционные покрытия
2. Макроэкономические прогнозы
3. Отраслевые прогнозы
4. Бизнес-планы
5. Прочие прогнозные документы предприятия
6. Годовые отчеты компаний-конкурентов (в форме АО и ПАО)

1. Всемирная торговая организация — URL: <http://wto.org/>
2. Единая межведомственная информационно-статистическая система — URL: <http://www.fedstat.ru/>
3. Министерство экономического развития РФ — URL: <http://economy.gov.ru/>
4. Федеральная служба государственной статистики РФ — URL: <http://www.gks.ru/>
5. Центр раскрытия корпоративной информации Информационной группы «Интерфакс» — URL: <http://www.e-disclosure.ru/>
6. Центральный банк Российской Федерации — URL: <http://www.cbr.ru/>
7. Исследовательская группа Trading Economics — URL: <http://www.tradingeconomics.com>
8. Преподаватель Stern School of Business at New York University Асват Дамодаран — URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

1. $T_p(\text{ДЗ}) \not\leq T_p(\text{КЗ})$
2. $\Delta\text{СОК} < \text{ЧП}$
3. $\text{FCFE}_i < 0$ и $\sum_{\{1\dots i\}} \text{FCFE}_j < |\text{FCFE}_i|$
4. $g \not> T_{\text{пр}}(\text{ВВП})$
5. $r > g$
6. $\text{TV} \sim \text{РС}_B$
7. $\text{CF}_n > 0$

Семенцов Никита Сергеевич
+7-913-955-07-67
sementsov_n@bk.ru