

Доходный подход в оценке бизнеса

В рамках доходного подхода традиционно выделяют два основных метода (или две группы методов):

- *дисконтирования*
- *капитализации.*

Содержание обоих методов составляют прогнозирование будущих доходов предприятия и их преобразование в показатель текущей (приведенной) стоимости.

МЕТОД ДИСКОНТИРОВАННЫХ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

Формула определения стоимости компании с использованием подхода, основанного на дисконтировании доходов, имеет следующий вид:

$$PV = \sum_{n=1}^N \frac{FV_n}{(1+i)^n}$$

где PV — текущая стоимость будущего потока выгод;

FV_n — ожидаемые денежные потоки в год n ;

N — количество лет, для которых дисконтируются денежные потоки.

Последовательность реализации методики дисконтированного денежного потока

Этап 1. Определяется величина прогнозного периода.

Этап 2. Определяется вид и рассчитывается величина ожидаемого денежного потока по каждому году прогнозного периода.

Этап 3. Определяется остаточная стоимость предприятия:

- метод расчета по ликвидационной стоимости;
- метод предполагаемой продажи;
- модель Гордона.

Модель Гордона

- $$C = \frac{CF * (1 + g)}{r - g}$$

где CF — денежный поток в последний год прогнозного периода;

g — ежегодный темп роста денежного потока во все последующие годы остаточного периода;

r — ставка дисконтирования.

Последовательность реализации методики дисконтированного денежного потока

Этап 4. Определяется ставка дисконта.

Этап 5. Определяется чистая текущая стоимость денежного потока и чистая текущая стоимость величины остаточной стоимости предприятия.

Этап 6. В полученную расчетную величину стоимости предприятия вносятся поправки:

- прибавляется премия на нефункционирующие активы;
- вычитается скидка на недостаток оборотного капитала;
- вычитается скидка на недостаточную ликвидность.

ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ: СУЩНОСТЬ, ВИДЫ И ПРОГНОЗИРОВАНИЕ

- Наиболее простое определение денежного потока: денежный поток (*Cash Flow*) за конкретный период (год, квартал, месяц) представляет собой не что иное, как сальдо поступлений по бизнесу (со знаком «плюс») и платежей (со знаком «минус»).
- Денежный поток - это сумма излишка (недостатка) денежных средств, полученных в результате сопоставления поступлений и отчислений денежных средств в процессе функционирования предприятия.

ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ: СУЩНОСТЬ, ВИДЫ И ПРОГНОЗИРОВАНИЕ

Денежный поток для собственного капитала в определенном будущем периоде t может быть выражен так:

Денежный поток в период t = Чистая прибыль после уплаты налогов за период t + Амортизационные отчисления за период t +/- Уменьшение (прирост) чистого оборотного капитала +/- Продажа активов (капитальные вложения) +/- Прирост (уменьшение) долгосрочной задолженности.

ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ: СУЩНОСТЬ, ВИДЫ И ПРОГНОЗИРОВАНИЕ

Денежный поток для всего инвестированного капитала в определенном будущем периоде t может быть выражен так:

Денежный поток в период t = Прибыль до уплаты процентов и налогов – Налог на прибыль + Амортизационные отчисления за период t +/- Уменьшение (прирост) чистого оборотного капитала +/- Продажа активов (капитальные вложения).

СТАВКА ДИСКОНТА: СУЩНОСТЬ И МЕТОДЫ РАСЧЕТА

- *С математической точки зрения* ставка дисконта - это процентная ставка, используемая для пересчета будущих потоков доходов (их может быть несколько) в единую величину текущей (сегодняшней) стоимости, являющуюся базой для определения рыночной стоимости бизнеса.
- *В экономическом смысле* в роли ставки дисконта выступает требуемая инвесторами ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования, другими словами - это требуемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с

Методы расчета ставок дисконта:

1. Модель оценки капитальных активов :

$$r = r_f + \beta * (R_m - r_f) + S_1 + S_2 + S_3, \quad \text{где}$$

r_f - ставка безрискового дохода;

β - мера систематического риска инвестирования в оцениваемый бизнес;

R_m - среднерыночная доходность с рубля инвестиций на фондовом рынке;

$(R_m - r_f)$ - рыночная премия за вложения в рискованный инвестиционный актив;

S_1 - премия за риск инвестирования в малый бизнес;

S_2 - премия за риск инвестирования в закрытую компанию;

S_3 - премия за страновой риск.

Методы расчета ставок

ДИСКОНТА:

2. Метод кумулятивного построения:

$$r = r_f + S_1 + S_2 + S_3$$

3. Метод средневзвешенной стоимости капитала (Weighted Average Cost of Capital — WACC):

$$WACC = k_c w_c (1 - t) + k_s w_s + k_p w_p .$$

где w_c, w_s, w_p - соответственно доли заемных средств и собственного капитала предприятия в виде стоимости обыкновенных и привилегированных акций; k_c, k_s, k_p - стоимости соответствующих частей капитала; t - ставка налога на прибыль.

Метод капитализации

Метод капитализации доходов применяется, когда ожидается, что будущие доходы не будут существенно отличаться от их текущей нормализованной величины. По этому методу ценность определяется посредством деления результатов деятельности (прибыль или денежный поток) за базовый период на коэффициент капитализации. Коэффициент капитализации – это делитель, используемый для пересчета дохода компании в ее ценность. Взаимосвязь ставки капитализации и ставки дисконтирования можно выразить формулой:

$$R = r - g ,$$

где R – ставка капитализации;

r – ставка дисконта;

g – темп роста

Метод капитализации

Капитализация означает превращение потока дохода в показатель ценности путем деления определенного некоторым образом потока на некий фактор, называемый коэффициентом капитализации:

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

где V – стоимость объекта оценки; D – годовой доход от объекта оценки; R – ставка капитализации

Методы расчета ставки капитализации

1. метод прямой капитализации

$$R = \frac{D}{V};$$

2. метод связанных инвестиций

$$R = m R_c + (1 - m) R_e,$$

где m – доля заёмных средств в стоимости; R_c – ставка капитализации для заемного капитала; R_e – ставка капитализации для собственного капитала.

Методы расчета ставки капитализации

3. методы определения ставки капитализации с учетом возмещения капитальных затрат:

- модель Инвуда

$$R = i + \frac{i}{(1+i)^t - 1},$$

где i – ставка доходности на инвестиции;

t – интервал времени

Ежегодный (ежемесячный) дополнительный доход с каждого вложенного в бизнес рубля, который должен к истечению срока t обеспечить накопление фонда возмещения ранее вложенного в бизнес капитала.

Доход по мере получения вкладывается в тот же бизнес (с тем же риском, отражаемым в ставке дисконта i)

Методы расчета ставки капитализации

• Модель Хоскольда

$$R = i + \frac{i_{free}}{(1 + i_{free})^t - 1}$$

Ежегодный (ежемесячный) дополнительный доход с каждого вложенного в бизнес рубля, который должен к истечению срока t обеспечить накопление фонда возмещения ранее вложенного в бизнес капитала. Доход по мере получения вкладывается на страхуемый банковский депозит или в гособлигации по безрисковой ставке i_{free}

Методы расчета ставки капитализации

♥ Модель Ринга

$$R = i + \frac{100\%}{t}$$

Бизнес должен дополнительно равномерными долями возмещать ожидаемую к истечению срока t стоимость используемого имущества.