



Оценка стоимости бизнеса

Литература

Литература



Грегори А. Стратегическая оценка компаний



Коупленд Т. Стоимость компании: оценка и управление



Рутгайзер В. Оценка стоимости бизнеса



Эванс Ф. Оценка при слияниях и поглощениях

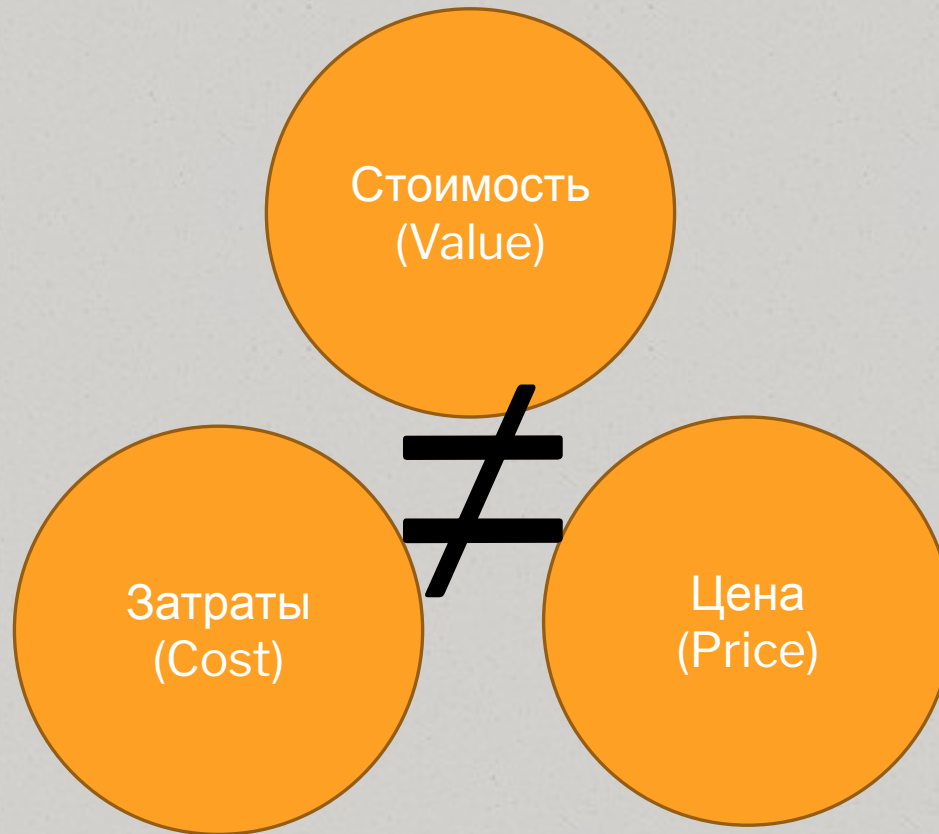


Материалы Ernst&Young (Оценка бизнеса)

Лекция №1

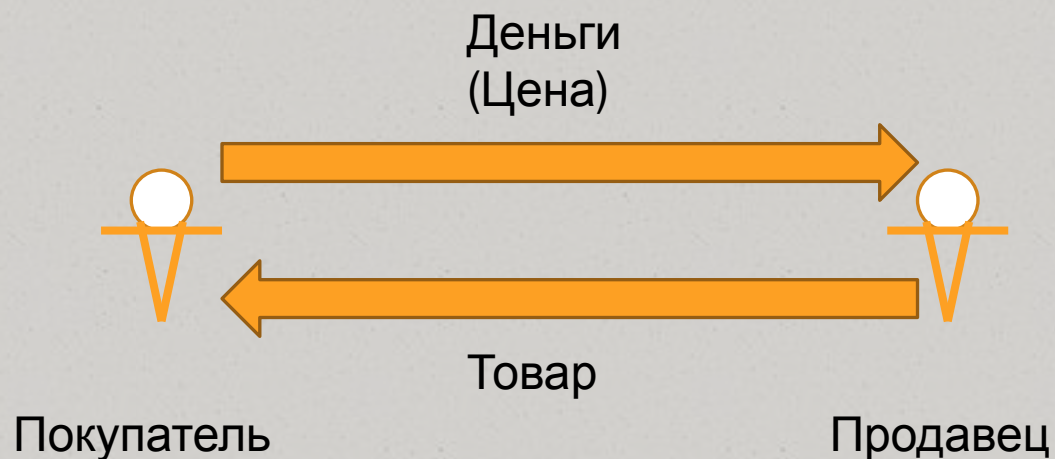
Концептуальные основы оценочной
деятельности

Понятие «стоимость» (ценность)



Цена (Price)

- 0 Сумма денег или иного эквивалента, которую следует уплатить за какой-либо товар;



Затраты (Cost)

- 0 В русском языке часто сумму, которую потратили на приобретение чего-либо называют «стоимостью».
- 0 Например: «товар стоил 1540 рублей». Однако, терминологически речь идет о «затратах».
- 0 Корректнее говорить: «для приобретения товара я понес затраты (издержки) в сумме 1540 рублей».

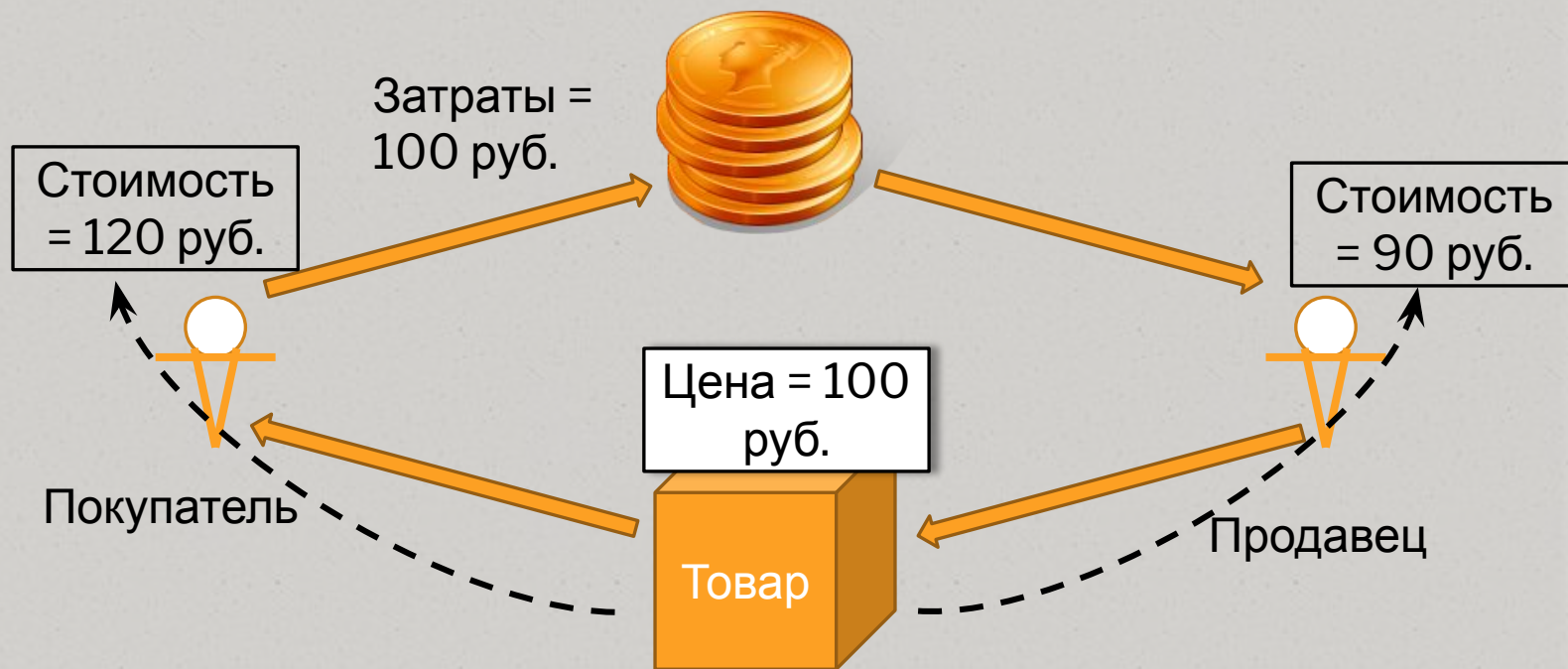
Стоимость (Ценность)

- 0 Стоимость – это денежное выражение ценности объекта собственности для его владельца, либо для потенциального покупателя

Цитата James C. Bonbright (Valuation of Property)

- o Разница между стоимостью (value) и затратами (cost) как фундаментальными понятиями в том, что первое указывает на выгоды, которые ожидается получить от владения оцениваемым объектом, тогда как второе относится к сумме, которой следует пожертвовать для получения этого объекта. Это различие очень четко понимается нами, когда мы спрашиваем «стоит ли желаемый результат тех усилий (затрат), которые прилагаются для его достижения... Затраты (cost) – это цена, которую нужно уплатить за стоимость (value).

Схематичная разница между ценой, затратами и стоимостью



Стоимость капитального актива

- o Irving Fisher (The Theory of Interest):
«Стоимость капитального актива (актива, приобретаемого для получения дохода в будущем) определяется приведенной стоимостью будущих денежных поступлений, ожидаемых от этого актива»

Временная ценность денег (The time value of money)

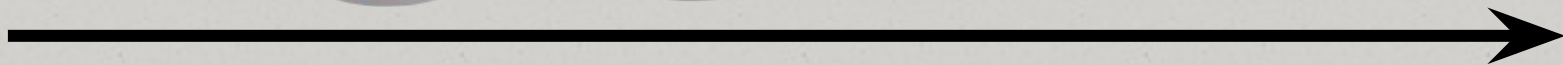
Номинал
(нарицательная стоимость)



Приведенная ценность
(стоимость)



Будущее



Причина №1

- 0 Любая сумма денег, которая есть в наличии в настоящее время, может быть немедленно инвестирована для получения дохода в будущем
- 0 Следствие: Любая денежная сумма, которую мы ожидаем получить в будущем должна компенсировать доход, от которого мы отказались ради ее получения.

Причина №2

- Конкретная величина дохода, который будет получен при вложении в рисковый актив, не может быть определена со 100%-й гарантией
- Следствие: Любая денежная сумма, которую мы ожидаем получить в будущем должна компенсировать риск, который мы приняли на себя ради ее получения.

Условия оценки стоимости бизнеса

- 0 Стоимость (ценность) бизнеса – величина, определяемая в конкретных условиях, в конкретный момент времени и для конкретных целей.
- 0 Разные цели и условия требуют оценки разных видов стоимости

Идея о множественности стоимостей

o «Любая компания имеет огромное количество разных видов стоимости в одно и то же время, в зависимости от целей и условий оценки. Цель оценки определяет выбор вида стоимости, которая, в свою очередь, задает конкретные правила осуществления процесса оценки» - Robert T. Slee (Private Capital Markets)

Намерения заинтересованного лица


- 0 Намерения заинтересованного лица определяют цель проведения оценки. Это – отправная точка при выборе методов оценки стоимости бизнеса.

Логика подготовительного этапа к оценке


Намерения
заинтересованного лица



Цель проведения оценки
стоимости бизнеса



Выбор вида стоимости
бизнеса



Выбор метода оценки
стоимости бизнеса

Справедливая рыночная стоимость (Fair Market Value)

- Гипотетические продавец и покупатель;
- 100%-е знание всех фактов о предмете сделки;
- Бизнес будет продолжать действовать после осуществления сделки в том же виде;
- Расчет за сделку осуществляется в денежной форме.

Справедливая стоимость (Fair Value)

- 0 Конкретные покупатель и продавец;
- 0 Знание всех фактов о предмете сделки необязательно;
- 0 Стороны заинтересованы в сделке и нет чрезвычайных ситуаций, принуждающих их к совершению сделки.

Инвестиционная стоимость (Investment Value)

- 0 Стоимость для конкретного лица (владельца или покупателя);
- 0 Оценка основана на личных способностях использования бизнеса;
- 0 Стоимость включает синергетический эффект, которого может достичь только этот инвестор.

Внутренняя (фундаментальная) стоимость (Intrinsic Value)

- 0 Используется при анализе стоимости акций, обращающихся на фондовом рынке;
- 0 Предполагает, что инвестор не способен воздействовать на деятельность бизнеса после покупки акций;
- 0 Цены акций в перспективе стремятся к их внутренней стоимости.

Выбор метода оценки стоимости бизнеса

- В зависимости от намерений собственника или другого лица, выгоды от бизнеса могут быть получены различными способами
- Следовательно, зная намерения заинтересованного лица, можно выбрать наиболее подходящий метод оценки стоимости бизнеса

Намерения собственника относительно бизнеса

- 0 Продолжать владеть бизнесом и получать от его деятельности доходы;
- 0 Продать бизнес целиком, или определенную долю в капитале;
- 0 Ликвидировать бизнес и распродать его активы.

Намерения – вид стоимости – подход к оценке



Нормальное соотношение стоимостей

Стоимость как
действующего

>

Стоимость при
продаже

>

Стоимость при
ликвидации

Принятие решений в отношении бизнеса (пример)

- 0 Стоимость во владении = 20 млрд. руб.;
- 0 Стоимость при продаже = 18 млрд. руб.;
- 0 Стоимость при ликвидации = 22 млрд. руб.

=> бизнес выгоднее ликвидировать

Три подхода к оценке стоимости бизнеса

- 0 Доходный подход;
- 0 Сравнительный (рыночный) подход;
- 0 Затратный подход (подход по активам).

Доходный подход

- Основан на концепции «временной ценности денег»;
- Предусматривает, что стоимость бизнеса определяется двумя факторами:
 - Прогнозная величина денежного потока, который принесет бизнес;
 - Ставка альтернативной доходности (доходности по инвестициям с сопоставимым риском).

Сравнительный подход

- 0 Основан на концепции «идеального рынка»;
- 0 Предусматривает, что цены продажи бизнесов, ведущих одинаковую деятельность и имеющих одинаковые финансовые показатели, совпадают.

Затратный подход

- 0 Стоимость бизнеса определяется потенциальной ценой реализации всего его имущества по отдельности за вычетом издержек, понесенных на ликвидацию.

Что значит «оценить стоимость бизнеса»?

- 0 Стоимость бизнеса – это стоимость капитала, который вложили в него инвесторы (стоимость инвестированного капитала)
- 0 Выделяется две основные группы инвесторов:
 - 0 Собственники;
 - 0 Кредиторы.

Определение стоимости доли в бизнесе

- 0 Стоимость 1 акции контрольного пакета всегда выше, чем стоимость 1 акции миноритарного пакета;
- 0 В стоимости контрольного пакета должна учитываться **премия за получаемый контроль** над бизнесом
- 0 В стоимости миноритарного пакета должна учитываться **скидка за неконтрольный характер**
- 0 В стоимости доли в закрытом бизнесе должна учитываться **скидка за недостаток ликвидности**

Правовые основы различия в степени приобретаемого контроля

- 0 Ст. 49 ФЗ «Об АО»: «Решение общего собрания акционеров принимается **большинством** голосов акционеров - владельцев голосующих акций общества, **принимающих участие** в собрании»

Решения, принимаемые тремя четвертями голосов

- Внесение изменений и дополнений в устав общества;
- Реорганизация общества;
- Ликвидация общества;
- Определение количества, номинальной стоимости, типа объявленных акций и прав, предоставляемых этими акциями;
- Приобретение обществом его размещенных акций;
- Принятие решения об обращении с заявлением о делистинге акций общества

Правовые основы различия в степени приобретаемого контроля

- 0 п. 1, Ст. 58 ФЗ «Об АО»: «Собрание акционеров правомочно, если в нем приняли участие акционеры, обладающие в совокупности **более чем половиной** голосов...»
- 0 п. 3, Ст. 58 ФЗ «Об АО»: «**Повторное** общее собрание акционеров правомочно, если в нем приняли участие акционеры, обладающие в совокупности **не менее чем 30 процентами** голосов...»

Виды пакетов акций по степени приобретаемого контроля

- 0 Свыше 75% - полный контроль;
- 0 50% + 1 акция – контрольный пакет;
- 0 25% + 1 акция – блокирующий пакет;
- 0 Менее 25% - миноритарный пакет.

Если собрание акционеров проходит при минимальном кворуме (50% + 1 акция)

- o $\frac{3}{4}$ от 50% (37,5%+1 акция) - полный контроль;
- o 50% от 50% (25% + 1 акция) – контрольный пакет;
- o 12,5% + 1 акция – блокирующий пакет

Если повторное собрание акционеров
проходит при минимальном кворуме
(30%)

- $\frac{3}{4}$ от 30% (22,5%) - полный контроль;
- 50% от 30% (15% + 1 акция) –
контрольный пакет;
- 7,5% + 1 акция – блокирующий пакет

Права держателей пакета 50%+1 акция

- 0 Установлены статьей 48 ФЗ «Об АО»:
 - 0 Определение состава совета директоров, избрание его членов и досрочное прекращение их полномочий;
 - 0 Увеличение уставного капитала общества;
 - 0 Уменьшение уставного капитала общества;
 - 0 Образование исполнительного органа общества;
 - 0 Утверждение годовых отчетов общества;
 - 0 Дробление и консолидация акций;
 - 0 Принятие решений об одобрении крупных сделок;
 - 0 Принятие решений об участии в холдинговых компаниях
 - 0 и т.д.

Права держателей пакета 75% акций

- 0 В дополнение к правам держателей контрольного пакета:
 - 0 Внесение изменений и дополнений в устав общества
 - 0 Реорганизация общества
 - 0 Ликвидация общества;
 - 0 Определение количества, номинальной стоимости, типа объявленных акций и прав, предоставляемых этими акциями;
 - 0 Приобретение обществом его размещенных акций

Последовательность применения премий и скидок



Премия за контроль



Скидка за неконтрольный
характер



Скидка за недостаток
ликвидности

Расчет цены акции неконтрольного пакета (пример)

- Цена 1 акции контрольного пакета ($C_{кп}$) = 250 рублей;
 - Премия за контроль ($Пр$) = 50%
 - Цена 1 акции неконтрольного пакета ($C_{нкп}$) - ?
-
- $C_{нкп} \times (1 + Пр) = C_{кп} \Rightarrow$
 - $C_{нкп} = \frac{C_{кп}}{(1+Пр)} = \frac{250}{1,5} = 166,67 \text{ руб.}$

Связь премии за контроль и скидки за неконтрольный характер

○ $C_{нкп} \times (1 + Пр) = C_{кп} \quad (1)$

○ $C_{нкп} = C_{кп} \times (1 - Cк) \quad (2)$

○ Подставим (2) в (1)

○ $C_{кп} \times (1 - Cк) \times (1 + Пр) = C_{кп}$

○ $Cк = 1 - \frac{1}{(1+Пр)}$ или $Пр = \frac{1}{(1-Cк)} - 1$