

Предмет «Оценка бизнеса»

Для чего мы собрались в этой аудитории?

- Для изучения (знакомства) с предметом, который стоит в программе курса.
- Для получения знаний (а может быть и навыков) в области оценки бизнеса, так как я хочу знать каким образом можно оценить бизнес.
- Просто есть свободное время (вечер пятницы, утро субботы) и я не знаю как это свободное время провести, предложили послушать лекцию по данному предмету
- И пр.

Цели и задачи курса

- Ознакомиться с методической базой оценки бизнеса
- Ознакомиться с методиками оценки бизнеса
- Понять достоинства и недостатки трех оценочных подходов
- Получить теоретические представления о способах оценки бизнеса и основных активов компании.

Кроме этого мы:

- Попытаемся взглянуть на бизнес системно, объединив все функциональные области работы компании: финансы, маркетинг, УЧР, производство и стратегическое развитие компании;
- Вспомним финансовый, экономический и маркетинговый анализ;
- Процедуру бизнес-планирования;
- Основы фондового рынка
- И пр., что будет по ходу дела.

Структура курса

- Методическая и нормативная база оценки
- Применение доходного подхода при оценке бизнеса
- Применение сравнительного подхода
- Применение затратного (имущественного) подхода
- Процесс оценки, проблемы согласования оценок

Повторим ?



Систематизируем?

Рыночная
СТОИМОСТЬ

собственник

инвестор

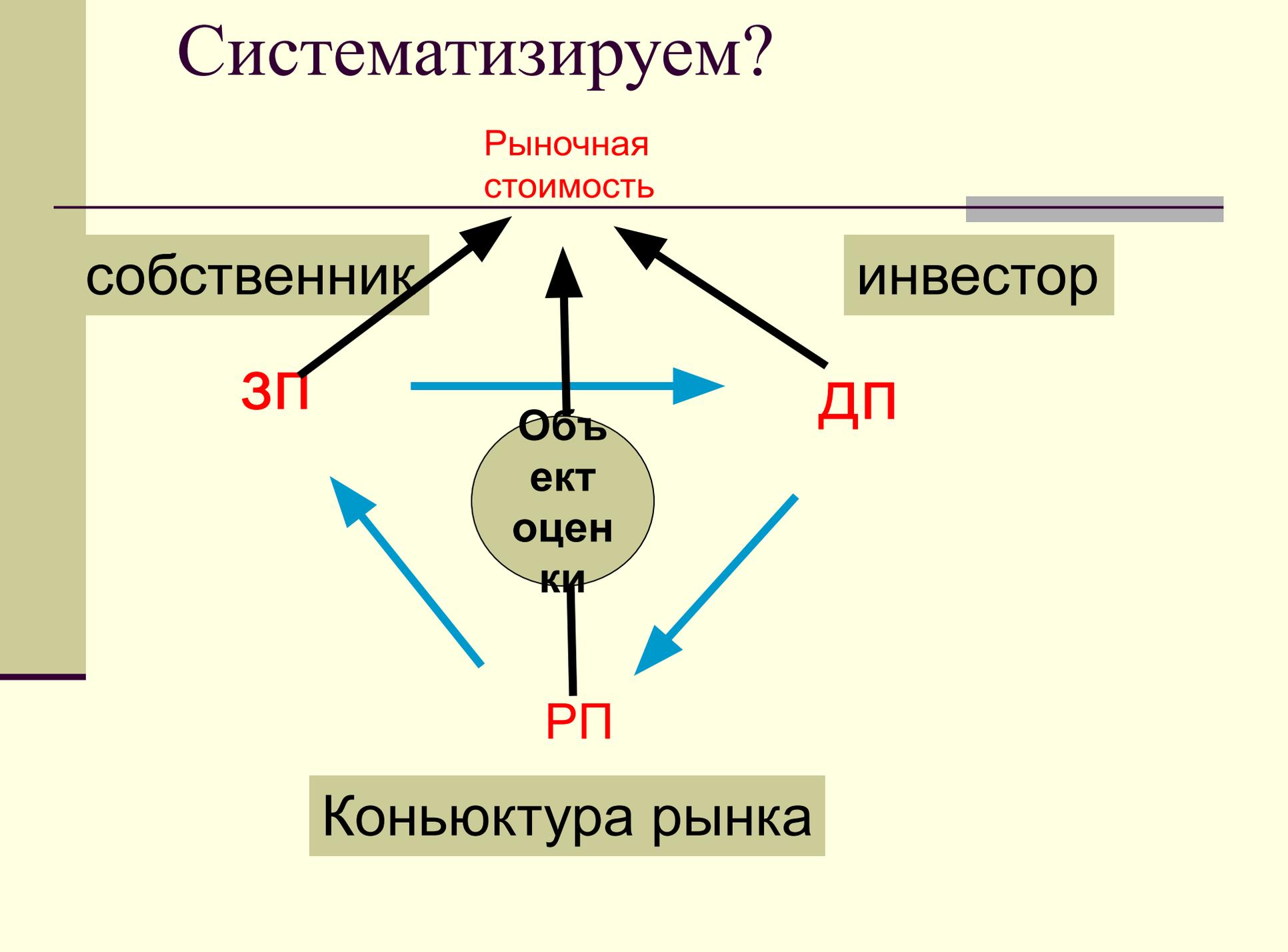
ЗП

ДП

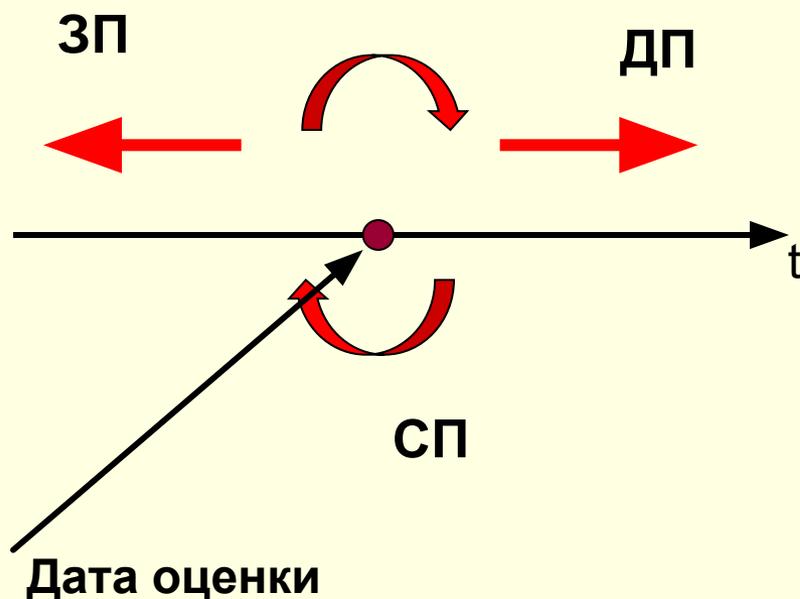
Объект
оценки

РП

Конъюнктура рынка



Еще один взгляд...



- Доходный подход (ДП)
- Сравнительный или рыночный подход (СП)
- Затратный или имущественный подход (ЗП)

Основные виды стоимости.

- Рыночная
- Стоимость объекта оценки с ограниченным рынком
- Стоимость замещения объекта оценки
- Стоимость воспроизведения объекта оценки
- Стоимость объекта оценки при существующем использовании
- Инвестиционная стоимость
- Стоимость объекта для целей налогообложения
- Ликвидационная стоимость
- Утилизационная стоимость
- Специальная стоимость

Обоснованная рыночная стоимость

Определение данного вида стоимости дано в двух документах:

- Федеральный закон РФ «Об оценочной деятельности в РФ» № 135-ФЗ от 29 июля 1998 г., ст.3;
- Федеральный закон «Об Акционерных обществах» № 208-ФЗ от 26.12.95 в ред от 13.06.96 г. ст. 77.

Наиболее вероятная цена, выраженная в деньгах или денежном эквиваленте, по которой собственность перейдет из рук продавца в руки покупателя, при этом продавец и покупатель действуют исключительно в своих интересах, имеют полную информацию о существе сделки, не испытывают никакого давления со стороны.

Стоимость объекта оценки с ограниченным рынком

- *это стоимость объекта оценки, продажа которого на открытом рынке невозможна или требует дополнительных затрат по сравнению с затратами, необходимыми для продажи на свободно обращающихся рынках.*

Стоимость замещения

сумма затрат на создание объекта, аналогичного объекту оценки, в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки с учетом износа объекта оценки

Стоимость воспроизводства

*сумма затрат в рыночных ценах ,
существующих на дату оценки ,
необходимых для создания объекта,
идентичного объекту оценки с
применением идентичных материалов и
технологий с учетом износа объекта
оценки.*

Стоимость при существующем использовании

*стоимость, определяемая исходя из
существующих условий и целей и целей
использования объекта оценки.*

Инвестиционная стоимость

Специфическая стоимость объекта оценки (бизнеса) для конкретного покупателя, пользователя или инвестора, формирующаяся под влиянием индивидуальных причин

Инвестиционная стоимость

Инвестиционная стоимость различна для каждого потенциального покупателя вследствие различия синергических эффектов.

→ Инвестиционная стоимость

- Эффект синергии проявляется как превышением рыночной стоимости объединенной компании над суммой рыночных стоимостей компаний до их объединения.

$$S_{\Sigma} = V_{1+2} - (V_1 + V_2)$$

Инвестиционная стоимость

синергия возникает за счет двух основных источников:

- – снижение совокупных затрат объединяющихся компаний (на привлечение капитала, дублирующий персонал и т.д.)
- – увеличение прибыли за счет роста продаж (в результате усиления маркетинговой позиции объединенной компании, реализация новых инвестиционных проектов, которые невозможно было реализовать по отдельности и пр.)

Ликвидационная стоимость

стоимость объекта оценки в случае, если объект оценки должен быть отчужден в срок меньше обычного срока экспозиции аналогичных объектов.

Для оценки бизнеса это чистая стоимость активов, которую можно выручить при распродаже предприятия.

Утилизационная стоимость

стоимость объекта оценки, равная рыночной стоимости материалов, которые он включает, с учетом затрат на утилизацию объекта оценки.

Специальная стоимость

стоимость объекта оценки, для определения которой используются условия, не включенные в понятия рыночной или иной стоимости.

Балансовая стоимость – это бухгалтерское понятие, определяет стоимость активов, группы активов в соответствии с их отражением в финансовой отчетности или бухгалтерских записях.

Страховая стоимость – стоимость собственности, определяемая положениями страхового контракта или полиса.

Цели оценки бизнеса

- Купля-продажа всего предприятия или его части.
- Ликвидация предприятия
- Для предполагаемого выкупа акций у акционеров
- Приватизация.
- Дарение, наследование, развод.
- Первоначальное публичное размещение акций.
- Преобразование закрытого предприятия в открытое
- Повышение эффективности текущего управления компанией.
- Разработка стратегического плана развития компании.
- Осуществление инвестиционного проекта развития бизнеса.
- Реструктуризация (слияние, поглощение, разделение, выделение структурных единиц и т.д.)

Ликвидация предприятия

Оценка важна в 2 случаях:

- Формирование конкурсной массы из имущества предприятия и ее распродажа;
- Определение стоимости бизнеса при продаже предприятия отдельным лотом.

Предполагаемый выкуп у акционеров

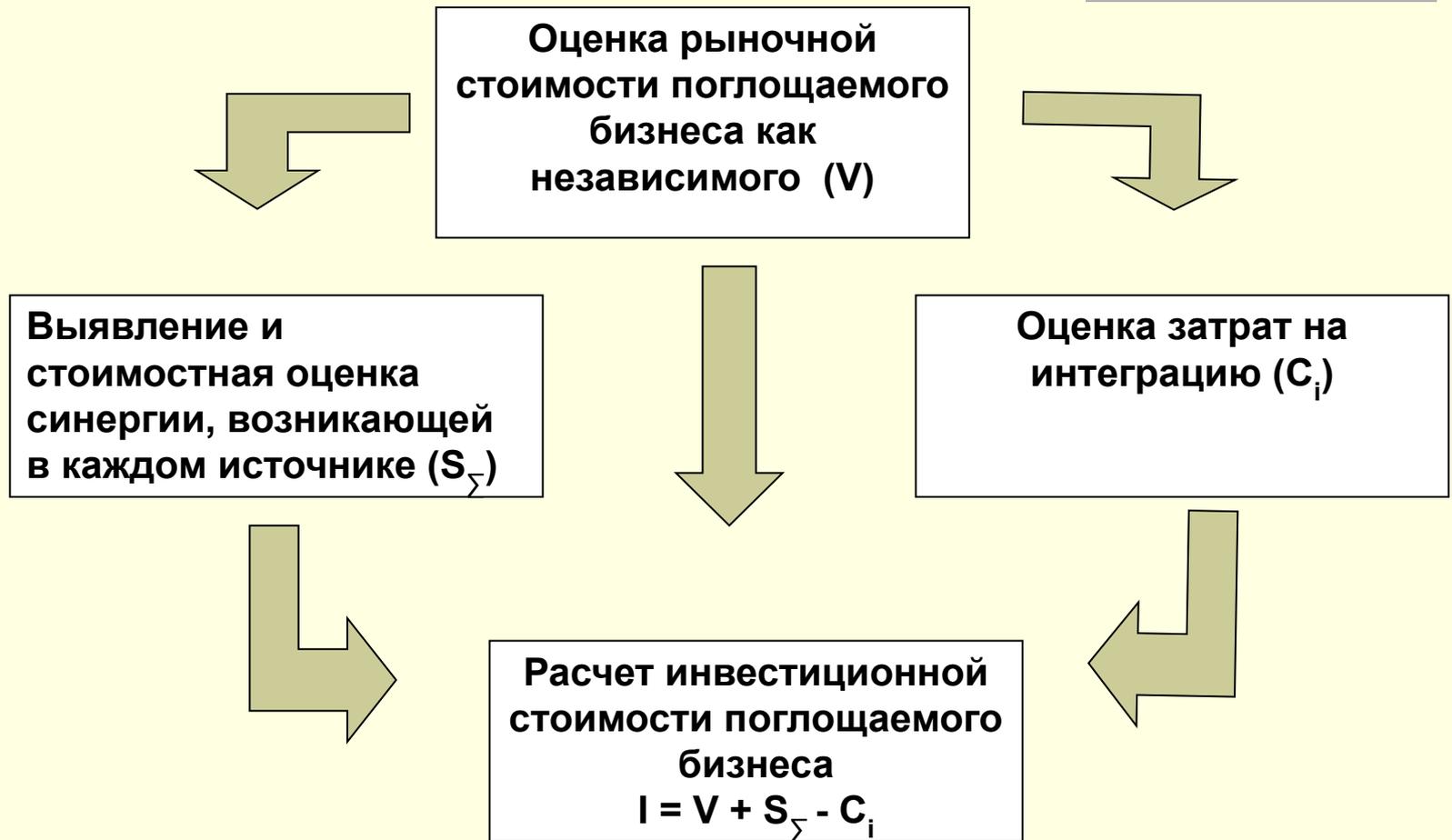
- Реорганизация или совершение крупной сделки;
- Внесение дополнений в устав или утверждение устава в новой редакции, ограничивающей их права.

Повышение эффективности Текущего управления компанией.

Необходимые шаги для внедрения системы управления стоимостью в компании:

- при планировании и подведении итогов необходимо прежде всего ориентироваться на стоимость
- необходимо разработать соответствующие стоимостные нормативы, исходя из которых намечать цели и оценивать результаты деятельности. Использование показателя экономической прибыли.
- перестроить систему поощрения в компании таким образом, чтобы стимулировать создание стоимости для акционеров
- оценивать стратегические инвестиционные решения исключительно с точки зрения их влияния на стоимость
- наладить более продуктивный обмен информацией с инвесторами и фондовыми аналитиками для своевременного и четкого оповещения их о стоимости и различных проектах компании
- изменить роль финансового директора компании.

Оценка бизнеса для целей слияния и поглощения



Взаимосвязь между целью оценки и видами стоимости

- Помочь покупателю определить цену сделки
- Определение целесообразности инвестицией
- Обеспечение заявки на кредит
- Определение суммы покрытия по страховому договору
- Ликвидация предприятия
- Рыночная стоимость
- Инвестиционная стоимость
- Залоговая стоимость
- Страховая стоимость
- Ликвидационная стоимость

Работа с информацией

Первый этап – сбор информации (определение круга данных, запрос информации, непосредственный сбор информации)

При сборе информации необходимо руководствоваться следующим:

- во-первых, выделить существенные факторы, влияющие на величину стоимости,
- во-вторых, отобрать те факторы, которые необходимы для осуществления тех или иных оценочных методов.

Второй этап – анализ собранной информации.

Классификации система информации.

- **1. Внешняя информация** (условия функционирования предприятия в регионе, в отрасли и внешне-экономические факторы, влияющие на развитие предприятия);
- **Внутрифирменная информация** (дает представление о деятельности предприятия).

Внешняя информация

- **общеэкономические факторы** (показатели развития страны, региона и т.д.)
- **отраслевые факторы** (показатели функционирования и развития отрасли – средняя норма прибыли по отрасли, структура затрат, предприятия-флагманы отрасли и их основные финансово-экономические показатели, прогнозные показатели развития отрасли, общие прогнозы развития отрасли)
- **политические факторы.**
- **маркетинговая информация** (основные конкуренты, основные поставщики и подрядчики, уровень конкуренции, конкурентные цены и т.д.)
- **рыночные данные** (уровень цен на недвижимость, оборудование, уровень арендных ставок и т.д.)
- **финансовые индикаторы** (темп инфляции, курс доллара, %ставок по депозитам, показатели фондового рынка и т.д.)

Внутрифирменная информация

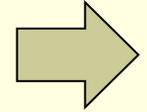
- Финансовая
- Юридическая
- Бухгалтерская
- Маркетинговая
- Организационно-управленческая
- Технический блок информации

Финансовая отчетность : пролог оценки

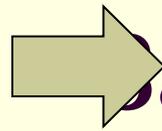
«Прошлое – лишь будущего пролог»

У. Шекспир

Задачи финансового анализа



- Отчетливое понимание прошлой деятельности компании образует надежный фундамент для составления прогнозов на будущее;
- Анализ результатов прошлой деятельности должен строиться вокруг ключевых факторов стоимости – рентабельности инвестированного капитала и темпов роста (доходов или прибыли)



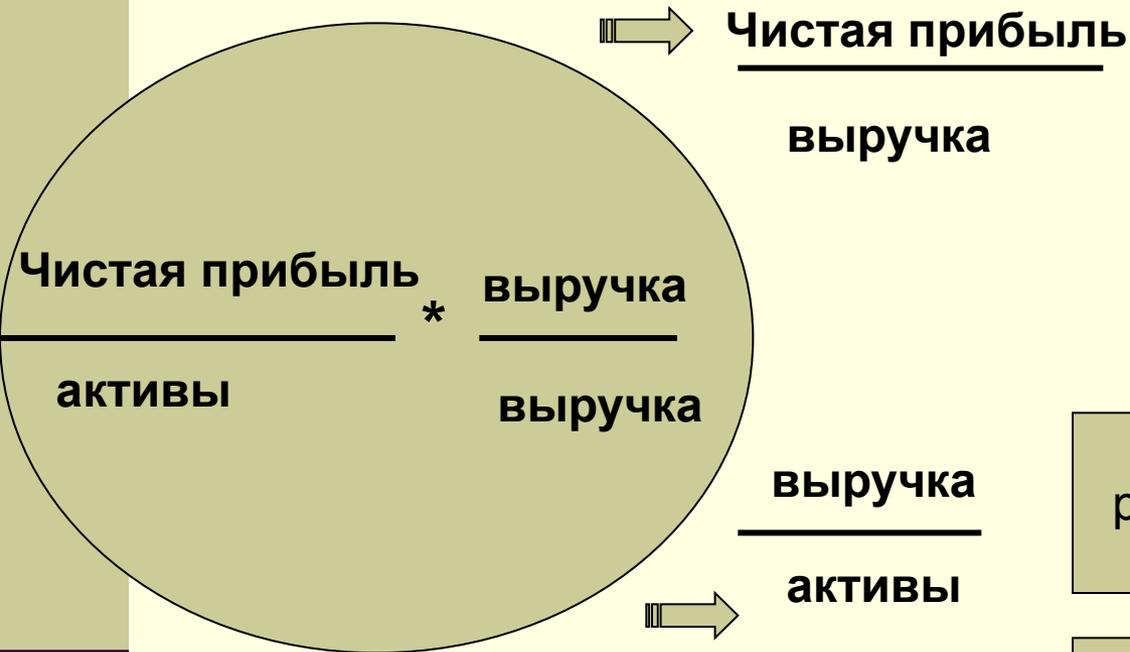
Задачи финансового анализа

- Эффективность использования активов;
- Ликвидность
- платежеспособность

Недостатки финансового анализа

- Большая часть активов учитывается по стоимости приобретения
- Некоторые активы и пассивы вообще не принимаются во внимание
- Требуется переоценка многих показателей (например, счетов дебиторов)

Модель Дюпона



- Себестоимость продукции
- Коммерческие, управленческие расходы
- Выплаты по процентам
- Налог на прибыль

Показатели инвестиций в рабочий капитал, необходимые для роста компании

Показатели инвестиций компании в основной капитал

Факторы стоимости, влияющие на маржу прибыли

| <i>Факторы стоимости</i> | <i>Отчет о прибылях и убытках</i> |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none">■ Рынки■ Клиенты■ ценообразование | Выручка |
| <ul style="list-style-type: none">■ Производств. мощности■ Эффективность произ-ва■ Стоимость сырья■ Стоимость труда | Себестоимость реализованной продукции |
| <ul style="list-style-type: none">■ Эффективность складирования■ Затраты на маркетинг и рекламу■ Управленческие расходы | Операционные расходы |
| <ul style="list-style-type: none">■ Стратегии■ ставки | Налоги на доходы |

Факторы стоимости, влияющие на оборачиваемость активов

| <i>Факторы стоимости</i> | Статьи баланса |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------|
| <ul style="list-style-type: none">■ Клиентская база■ Кредитная политика■ Отраслевая практика■ Скидки и списания | Дебиторская задолженность |
| <ul style="list-style-type: none">■ Возможности поставщиков■ Сравнение затрат на покупку, обработку и перевозку■ Производственные потребности■ Угроза устаревания | Складские запасы |
| <ul style="list-style-type: none">■ База поставщиков■ Отраслевая практика■ Политика погашения обязательств■ Доступность кредита | Кредиторская задолженность |
| | |

Доходный подход

*«Все, что имеет ценность, - это
лишь будущие ожидания»*

Поэт.

Положительные и отрицательные стороны доходного подхода

■ Положительные стороны:

- Учитывает будущие денежные потоки
- Учитывает риски, присущие объекту

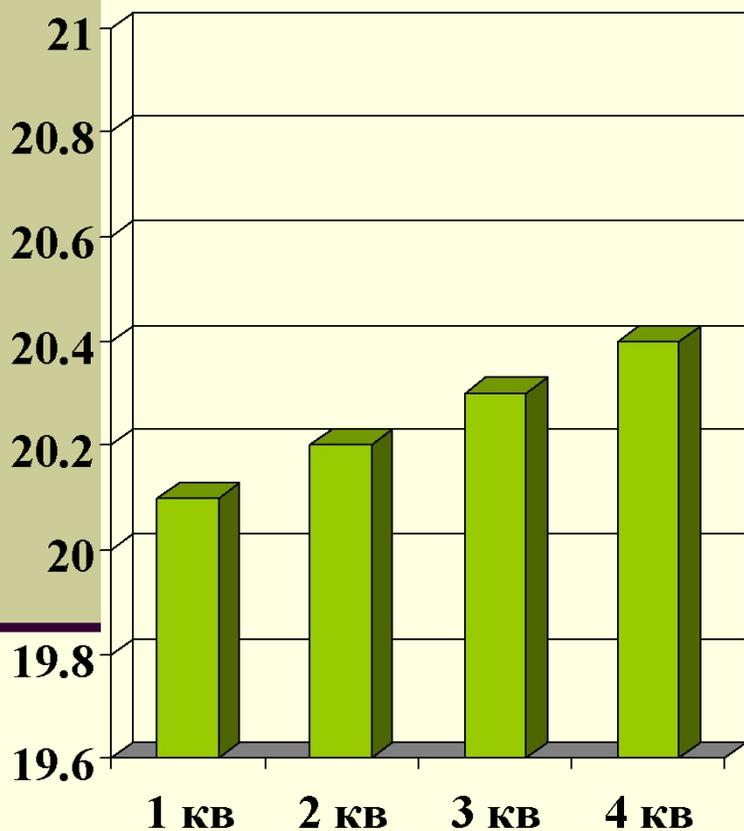
■ Отрицательные стороны:

- Слабо учитывает имущественное положение объекта
- Не учитывает конъюктуру рынка на данный вид актива
- Имеет особые условия для применения на практике

Классификация методов

- Метод капитализации чистой прибыли
- Метод капитализации дивидендов
- Метод дисконтирования чистого денежного потока (FCF):
 - На собственный капитал (FCFE)
 - На фирму (FCFF)
- Экономическая прибыль (EVA)
- Модель Эдварда-Белла – Ольсона (EBO)

Методика капитализации



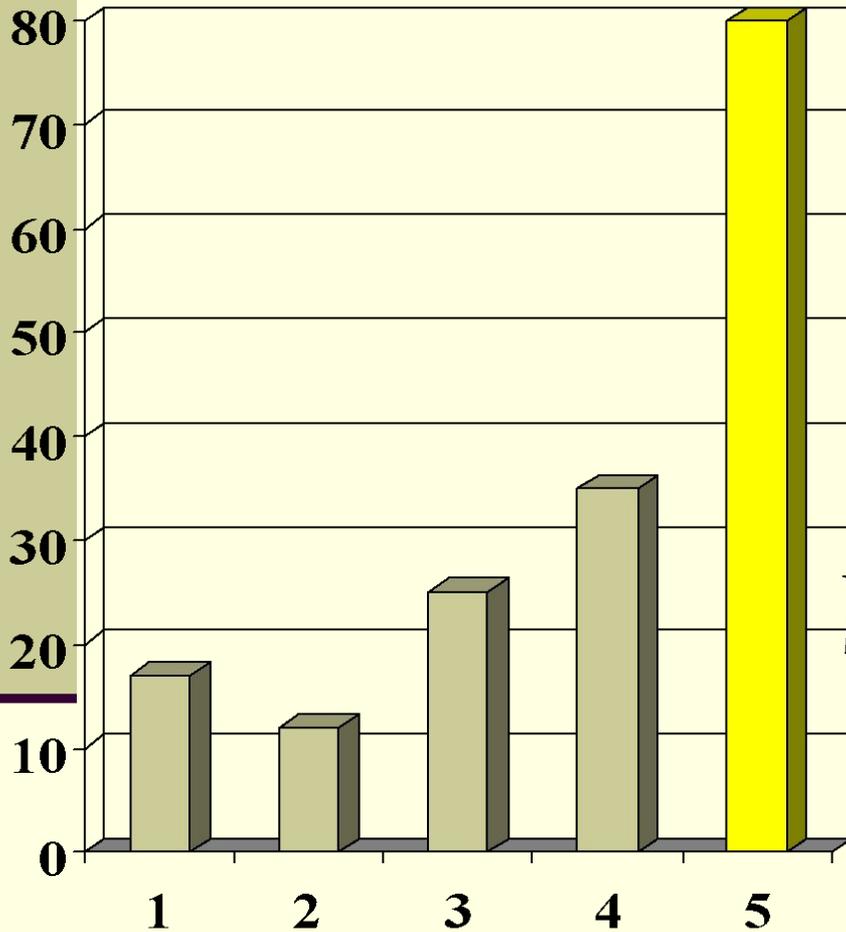
Условия применения:

- Прирост FCF постоянен
- Прирост имеет небольшие значения (не более 10%)

Формула

$$V = \frac{P}{K}$$

Методика дисконтирования



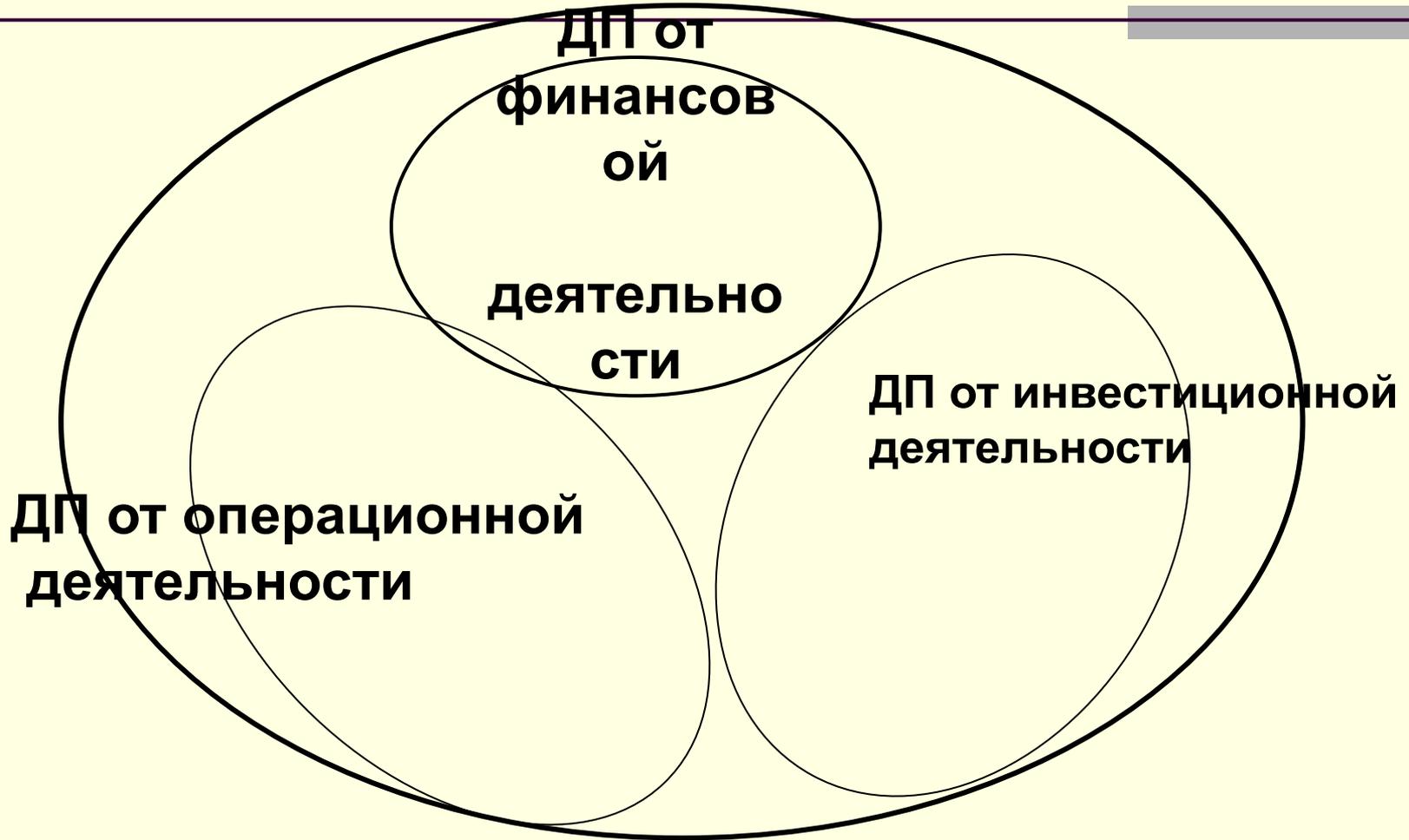
Условия применения:

- Неравномерные FCF
- Высокие темпы роста FCF

Формула

$$V = \sum \frac{FCF_n}{(1+r)^n} + \frac{V_{ter}}{(1+r)^n}$$

Свободный денежный поток



Денежный поток от операционной деятельности

связан с производством и реализацией работ (услуг), производимых компанией

Притоки:

- Выручка

Оттоки:

- Оплата счетов поставщиков за сырье, материалы и пр.
- Начисление и выплата заработной платы с начислениями
- Прочие расходы

Денежный поток от финансовой деятельности

привлечение собственных и заемных средств для финансирования деятельности компании.

Притоки

- Получение кредитов и займов;
- Выпуск облигаций
- Эмиссия акций

Оттоки

- Погашение займов и кредитов
- Выплата процентов по займам и кредитам
- Погашение облигационных займов
- Затраты на эмиссию

Денежный поток от инвестиционной деятельности

– формирование портфельных и реальных инвестиций

Притоки:

- Продажа ОС или НА
- Получение дохода от портфельных инвестиций

Оттоки:

- Строительство, приобретение ОС
- Создание, приобретение НА
- Формирование портфельных инвестиций.

Классификация денежных потоков

А. По виду

**Денежный поток на
собственный
капитал
(FCFE)**

**Денежный поток на
инвестированный
капитал
(на фирму)
(FCFE)**

Классификация денежных потоков

Б. По методу расчета

Прямой метод

**Косвенный
метод**

В. По инфляции

**На номинальной
основе**

**На реальной
основе**

Расчет FCFE косвенным методом

Чистая прибыль

+ амортизация

+ уменьшение неденежных оборотных активов/
- увеличение неденежных оборотных активов

+ увеличение текущих обязательств/
- уменьшение текущих обязательств

+ увеличение изменения долгосрочных займов/
- уменьшение изменения долгосрочных займов

- ИНВЕСТИЦИИ

Прогнозирование денежных потоков

- Экспертные методы (эмпирические)
- Статистические (расчетные)
- Комбинированные (включающие в себя элементы двух методов)

Экспертные методы

- Применимы для нестабильных рынков
- Для долгосрочного планирования
- Наиболее доступный и наименее дорогой
- Успешность зависит от опыта и квалификации экспертов

Статистические (расчетные)

- Используются на устойчивом, прогнозируемом рынке
- При наличии базы данных о предыдущей динамике прогнозируемого показателя.
- Рекомендуется использовать 2 наиболее простых и часто используемых метода: построение линии тренда и метод цепных индексов.

Прогнозирование через выделение ключевых факторов:

- Предположения о выручке
- предположения о себестоимости
- предположения об основных фондах и амортизации;
- предположения о структуре и темпах роста оборотных активов
- предположения о структуре и темпах роста текущих пассивов
- предположения о рентабельности.



- Формирование плана продаж – это нахождение баланса между приоритетами компании, т.е. ее стратегической целью продать определенный объем продукции и получить прибыль и производительностью – способностью компании производить товары и услуги.

Расчет ставки дисконтирования и коэффициента капитализации

- Модель CAPM (модель капитальных активов, модель Шарпа)
- Модель кумулятивного построения
- Модель WACC (средневзвешенная стоимость капитала)

Модель CAPM

$$R = r_f + \beta(r_m - r_f) + C$$

R – ставка дисконтирования на собственный капитал

R_f – безрисковая ставка

β – коэффициент бетта

R_m – среднерыночная доходность

C – страновой риск

Модель МСАРМ (модифицированная)

$$R = r_f + \beta(r_m - r_f) + S1 + S2 + C$$

R – ставка дисконтирования на собственный капитал

R_f – безрисковая ставка

β – коэффициент бетта

R_m – среднерыночная доходность

S1 – премия для малых предприятий

S2 – премия за риск для конкретной компании

C – страновой риск

Модель кумулятивного построения

$$R = r_f + r_n$$

R_f – безрисковая ставка

R_n – факторы риска

Источник «Business valuation Review» 1992, December

| Факторы риска | Вероятный интервал значений, % |
|----------------------------------------------------------|--------------------------------|
| Руководящий состав: качество управления | 0-5 |
| Размер компании | 0-5 |
| Финансовая структура (источники финансирования компании) | 0-5 |
| Товарная/территориальная диверсификация | 0-5 |
| Диверсифицированность клиентуры | 0-5 |
| Уровень и прогнозируемость прибылей | 0-5 |

Модель WACC

$$WACC = k_d (1-t)w_d + k_p w_p + k_s w_s$$

k_d – стоимость привлеченного капитала

w_d – доля привлеченного капитала

k_p – стоимость акционерного капитала в форме привилегированных акций

w_p – доля акционерного капитала в форме привилегированных акций

k_s – стоимость акционерного капитала

w_s – доля акционерного капитала

Расчет стоимости в постпрогнозный период

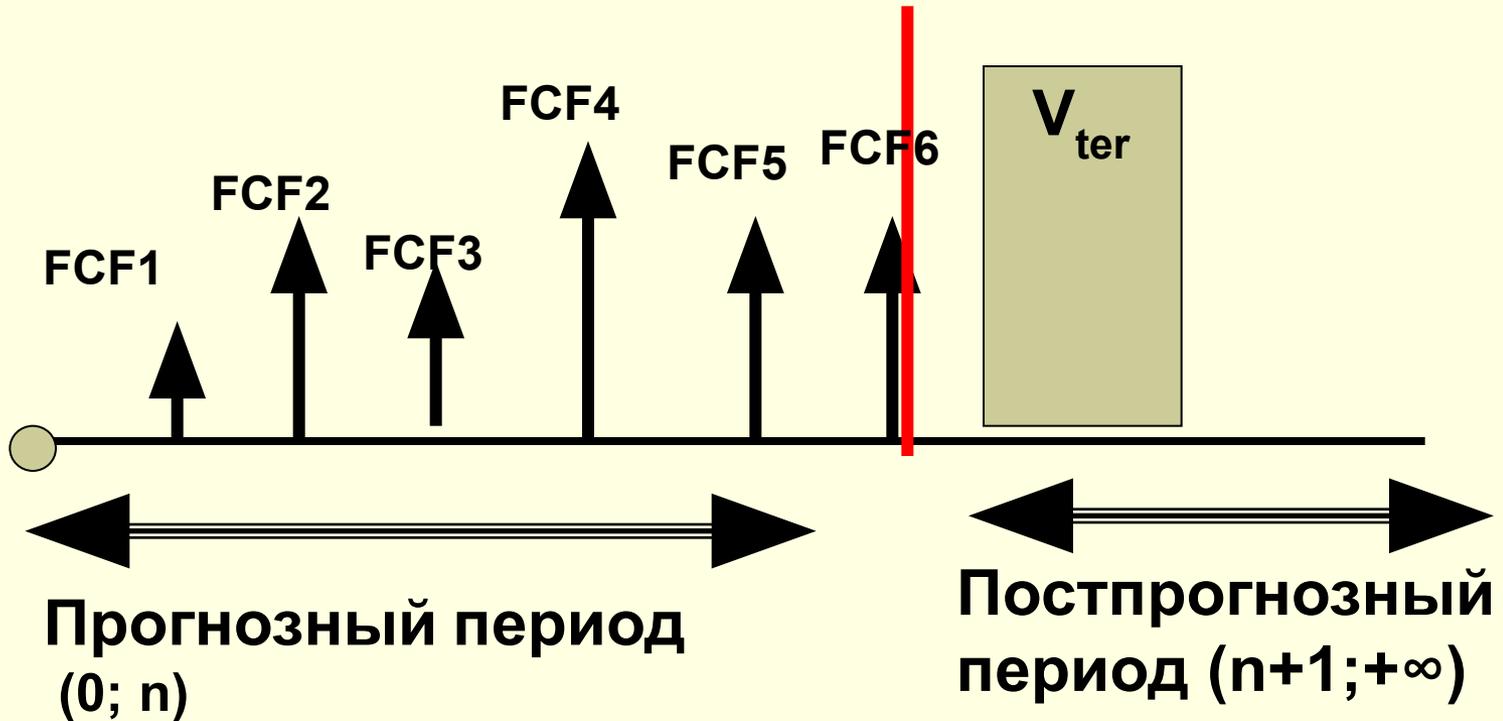
- Метод предполагаемой продажи
- Метод ликвидационной стоимости
- Метод чистых активов
- Метод Гордона

$$V_t = \frac{FCF_{n+1}}{r - g}$$

Определение темпов роста

- Общеэкономические условия
- Ожидаемые темпы роста отрасли, в которой работает компания, а также отрасли, где продаются продукты компании
- Исторические темпы роста
- Ожидания менеджмента (рост в будущем с учетом конкурентоспособности компании)

Определение длительности прогнозного периода



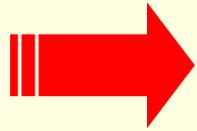
Алгоритм методики капитализации чистой прибыли

- Финансовый анализ
- Определение величины прибыли
- Расчет адекватной величины коэффициента капитализации
- Применение формулы
- Определение предварительной величины стоимости бизнеса
- Внесение предварительных корректировок
- Определение окончательной величины.

Алгоритм методики дисконтирования FCF



- Финансовый анализ
- Прогнозирование FCF
- ❖ *Составление прогнозной формы отчета о прибылях и убытках*
- ❖ *Составление прогнозной формы баланса*
- Определение длительности прогнозного периода
- Расчет ставки дисконтирования
- Определение темпов роста



Алгоритм методики дисконтирования FCF

- Определение стоимости бизнеса в простпрогнозный период
- Расчет текущих стоимостей будущих денежных потоков и стоимости бизнеса в постпрогнозный период
- Суммирование текущих стоимостей. Определение предварительной величины стоимости бизнеса
- Внесение корректировок
- Определение окончательной величины стоимости бизнеса

Сравнительный (рыночный) подход

«Каждая вещь стоит столько, сколько готов заплатить за не покупатель.»

Публий, 1 век до н.э.

Основан на **принципе замещения** : *«за объект заплатят не больше, чем стоит приобретение аналогичного, обладающего эквивалентной полезностью»*

Сравнительный (рыночный) подход

Положительные стороны:

- Учитывает рыночную конъюнктуру на данный вид актива
- Прост в применении на практике
- Имеет экспресс характер
- Дает возможность оценить неконтрольный пакет акций без доп. корректировок

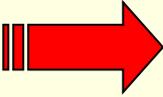
Отрицательные стороны:

- Слабо учитывает имущественный потенциал
- Слабо учитывает перспективы роста
- Имеет особые условия для применения на практике

Классификация применяемых методик

- Метод продаж
- Метод отраслевых коэффициентов
- Регрессионный анализ
- Метод рынка капитала (компания-аналога)

Метод отраслевых коэффициентов



Основана на использовании рекомендуемых соотношений между ценой и определенными финансовыми параметрами.

- Рекламные агентства – 75% годовой выручки;
- Бухгалтерские фирмы – 90-150% годовой выручки
- Продавцы новых автомобилей – 50% годовой скорректированной прибыли + товарные запасы и оборудование
- Аренда автомобилей – число машин умноженное на \$ 1 000
- Хлебопекарни – 15% годового объема продаж + оборудование и товарные запасы



- Пивные – 100-150% скорректированной годовой прибыли + товарные запасы
- Кофейни – 400% месячного объема продаж + товарные запасы
- Аптека- 75% годовой скорректированной прибыли + оборудование и товарные запасы
- Кинотеатр (менее 1000 посадочных мест) 400% годовой скорректированной прибыли
- Пиццерия – 400% месячного объема продаж + товарные запасы
- Такси – 80% годовой скорректированной прибыли.

Источник : Deloitte&Touche

Метод компании-аналога

Алгоритм

- ❑ Поиск компаний-аналогов
 - ❑ Выделение факторов отбора
 - ❑ Финансовый анализ
- ❑ Выбор и расчет оценочных мультипликаторов
- ❑ Применение мультипликаторов для нахождения предварительной стоимости бизнеса
- ❑ Внесение при необходимости корректировок и расчет окончательной стоимости бизнеса

Метод компании-аналога

факторы отбора

- Страновой фактор
- Отраслевой фактор
- Размер компании
- Финансовые риски. Финансовые показатели
- Перспективы роста
- Качество менеджмента
- Способность к выплате дивидендов

Процесс вычисления стоимостных мультипликаторов

- Определение приемлемой цены акции для каждой компании-аналога
- Определение «измерителя» операционного результата

Числитель мультипликатора

Числитель стоимостного мультипликатора представляет собой цену непривилегированных акций компании-аналога. При вычислениях может быть использовано:

- курс акций компании, публикуемых в печати (интернет);
- агрегированную стоимость акционерного капитала компании по данным о недавно состоявшихся сделках слияния или поглощения.

Цена акции определяется:

- на дату оценки;
- Как средняя величина между высшей и низшей ценой для компании-аналога за период, непосредственно предшествующий дате оценки. Такой период не должен, как правило, превышать одного месяца.

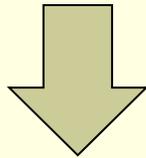
Знаменатель мультипликатора

Существует несколько классификаций:

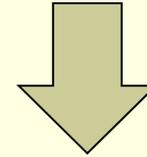
- финансовые:
- интервальные (доходные)
- моментные (балансовые)
- натуральные

Метод компании-аналога

оценочные мультипликаторы



натуральные



финансовые



моментные



интервальные

натуральные показатели

- Мультипликатор « EV/ мощность»
- Мультипликатор « EV/ производство»

финансовые показатели

Интервальные (доходные)

- *Отношение цена/выручка (P/R или P/S)*
- *Отношение цены акций к прибыли до уплаты налогов, процентов и амортизации.*
- *Отношение цена/прибыль (P/E)*
- *Отношение цена/Денежный поток (P/CF)*
- *Отношение Цена/Дивиденды (P/D)*

измерители, относящиеся к единичному моменту времени

- стоимость бизнеса /балансовая стоимость EV/BV
- цена /стоимость чистых активов P/BV
- цена акции/стоимость замещения чистых активов (мультипликатор Q Тобина)

Оценочные мультипликаторы

Предварительный анализ группы мультипликаторов (по А.Дамадарану):

- 1 этап** – мультипликатор должен быть определен согласованно и единообразно
- 2 этап** – должны быть получены и проанализированы сведения о типичном значении данного мультипликатора в отрасли
- 3 этап** – анализ фундаментальных переменных, влияющих на мультипликатор
- 4 этап** – внесение приемлемых корректировок, смягчающих различия между фирмами

Затратный подход

Определяет восстановительную стоимость объекта оценки путем переоценки всех активов предприятия, участвующих в производственном процессе и процессе управления компанией.

Затратный подход

Положительные стороны

- Учитывает стоимость всех активов фирмы
- Применяется на практике без дополнительных условий

Отрицательные стороны

- Не учитывает конъюнктуры рынка объекта оценки
- Не учитывает будущих денежных потоков

Затратный подход

классификация применяемых методик

- Метод чистых активов
- Метод откорректированных чистых активов
- Метод накопленных активов
- Метод ликвидационной стоимости
- Метод стоимости замещения.

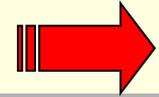
Метод чистых активов

Размер чистых активов определяется на основании данных бухгалтерского учета (бухгалтерский баланс, ф.1) согласно совместному Приказу Минфина РФ 1 и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) № 10н 03-6/пз от 29.01.2003 г. «Порядок оценки стоимости чистых активов акционерных обществ».

Чистые активы определяются путем вычитания из суммы активов предприятия, принимаемых к расчету, суммы его обязательств, принимаемых к расчету.

$$\blacksquare \text{ ЧА} = \text{А} - \text{О}$$

Метод откорректированных чистых активов



Алгоритм:

- Получить баланс компании на дату оценки
- Определить рыночную стоимость нематериальных активов
- Определить рыночную стоимость недвижимости и земельных участков
- Определить рыночную стоимость незавершенного строительства
- Определить рыночную стоимость оборудования, машин, инструментов и пр.

Метод откорректированных чистых активов

- Определить рыночную стоимость автотранспорта и пр. транспортных средств
- Определить рыночную стоимость орг. техники, мебели и инвентаря
- Определить рыночную стоимость запасов (сырья, материалов; незавершенного производства; готовой продукции на складе)
- Определить рыночную стоимость прав требования дебиторской задолженности

Метод откорректированных чистых активов

- Определить рыночную стоимость финансовых вложений
- Суммировать вышеперечисленные найденные значения и величиной денежных средств компании
- Определить величину обязательств компании
- Вычесть из величины суммы активов сумму обязательств.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ОБОРОТНЫХ АКТИВОВ ПРЕДПРИЯТИЯ

■ **Запасы.**

По этой строке учитывается стоимость остатков сырья, основных и вспомогательных материалов, топлива, покупных полуфабрикатов и комплектующих изделий, запасных частей, тары и других материальных ценностей, а также затраты в незавершенном производстве и расходы будущих периодов.

Сырье, материалы и другие аналогичные ценности.

Все запасы необходимо поделить на 3 группы:

- Неликвидная или «хлам»
- Среднеликвидное
- Высоколиквидное сырье

Незавершенное производство

Делится на части:

- то, что будет завершено в срок менее 1 месяца условно можно относить к готовой продукции
- то, что будет завершено более месяца, то дисконтируется с учетом сроков оборачиваемости запасов.
- Необходимо выяснить, нет ли неликвидных активов в незавершенном производстве, тогда их стоимость равна скрабовой или 0.

Готовая продукция

- неликвидные остатки
- высоколиквидные
- среднеликвидные

Дебиторская задолженность

- Это комплексная статья, включающая расчеты:
- с покупателями и заказчиками;
- по векселям к получению;
- с дочерними и зависимыми обществами;
- с участниками (учредителями) по взносам в уставной капитал;
- по выданным авансам;
- с прочими дебиторами.

При осуществлении оценки права требования ДЗ должны учитываться следующие факторы

- финансовое состояние дебитора;
- наличие обеспечения по соответствующему обязательству;
- другие сведения, сообщенные должником.

Методика ликвидационной стоимости

Под ликвидационной стоимостью понимается величина денежных средств, которые может получить собственник при осуществлении всех предусмотренных законодательством процедур по ликвидации предприятия путем отдельной продажи активов, удовлетворении требований кредиторов и других обязательств с учетом затрат, связанных с ликвидацией предприятия.

Методика ликвидационной стоимости

Алгоритм ликвидационной стоимости

- Разработка календарного плана-графика по продаже всех активов предприятия
- расчет текущей стоимости активов с учетом затрат по их ликвидации
- определение величины обязательств
- вычитание из суммы текущих стоимостей активов величину обязательств предприятия.

Основные затраты при ликвидации:

- Оценка активов
- Расходы по организации и проведению торгов
- Расходы по содержанию активов до их продажи
- Выходные пособия работникам
- Оплата всех обязательств

Премии и скидки при оценке бизнеса (акций и долей)

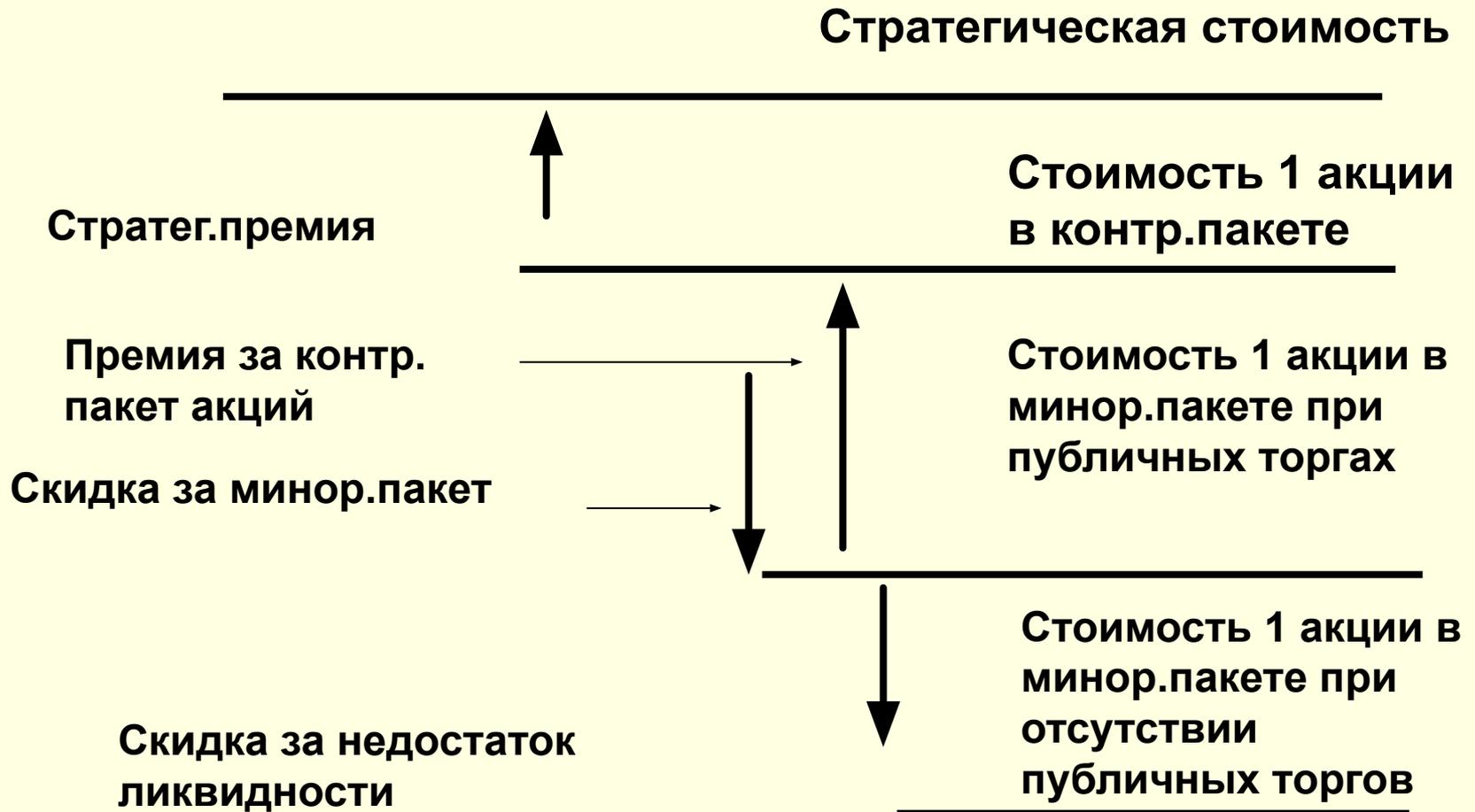
В расчетах стоимости бизнеса используется **2 вида премий:**

- Премия за контроль
- Стратегическая премия за присоединение компании целиком

Применяется также **2 вида скидок:**

- Скидка за неконтрольный характер пакета акций
- Скидка за низкую ликвидность

Схема взаимодействия между различными уровнями стоимости предложена Ш.Праттом



-
- Скидка = $1 - 1/(1 + \text{премия})$;
 - Премия = $\text{скидка}/(1 - \text{скидка})$.

Методы определения поправки на контроль

- **Экспертный** – на основе субъективного мнения оценщика или анализа структуры акционерного капитала:
- **Нормативный** – на основе постановления Правительства от 31.05.02 № 369 «Об утверждении правил определения нормативной цены подлежащей приватизации гос. и муниципального имущества»
- **Статистический** – на основе изучения и обобщения информации о реальных сделках с акциями на фондовом рынке

Нормативный метод

| Количество акций (процентов УК) | Коэффициент контроля |
|------------------------------------|----------------------|
| От 75% до 100% | 1 |
| От 50% +1 акция до 75% -1 акция | 0,9 |
| От 25% +1 акция до 50% | 0,8 |
| От 10% до 25% | 0,7 |
| От 1 акции до 10%-1 акция | 0,6 |

Данные о размерах премии за контроль в отдельных отраслях США в 1992 г. (в процентах к стоимости миноритарного пакета)

Р. Линг «Deloitte & Touche» (в Праге).

- связь - 64,2;
- оптовая торговля - 61,9;
- банки и кредитно-денежные структуры - 42,9;
- страхование - 40,9;
- здравоохранение - 37,0;
- производство инструментов и фотооборудования - 33,3;
- текстильная промышленность - 31,0.

показатели средней премии за КОНТРОЛЬ Р. Линг «Deloitte & Touche»

| | 1996 г. | 1997 г. | 1998 г. | 1999 г. | 2000 г. |
|---------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Промышленность в целом | 36,6 | 36,7 | 35,9 | 46,1 | 48,9 |
| Производство программного обеспечения | 39,1 | 37,1 | 40,3 | 60,4 | 57,8 |
| Электронная промышленность | 31,0 | 30,5 | 43,5 | 55,5 | 66,4 |

Расчеты компании ФБК

| показатель | 1-10%- 1акция | 10%-2 5% | 25%+1 акция-5 0% | 50%+1а кция-75 %-1 акция | 75%-1 00% |
|--------------------|------------------|-------------|------------------------|-----------------------------------|--------------|
| Коэф-т контроля | 0,49 | 0,60 | 0,74 | 0,96 | 1,00 |

Методы определения скидки на низкую ликвидность

- **Статистический** – на основе исследований купли-продажи акций внутри закрытых компаний и на фондовом рынке
- **Стоимостной** – на основе оценки стоимости регистрации акций, брокерских комиссионных и пр. (затраты берутся как процент к стоимости выпускаемых акций)
- **Оценка инвестиционной привлекательности акций** – оценка производственного, рыночного и фондового потенциала

Скидки за низкую ликвидность акций американских закрытых компаний в сопоставлении с условиями IPO (из монографии Ш. Пратта)

| Количество дней до IPO | Средняя скидка за низкую ликвидность (проценты) | Количество транзакций |
|------------------------|-------------------------------------------------|-----------------------|
| 366-730 | 77 | 167 |
| 271-365 | 74 | 84 |
| 181-270 | 66 | 99 |
| 91-180 | 52 | 163 |
| 1-90 | 32 | 166 |

| № | Показатель | Удельный вес показателя |
|----|----------------------------------------------------------------------------|-------------------------|
| 1 | Финансовое состояние предприятия-эмитента | 15% |
| 2 | Привлекательность отрасли предприятия-эмитента | 12% |
| 3 | Репутация компании-эмитента | 12% |
| 4 | Организационно-правовая форма предприятия-эмитента | 10% |
| 5 | Величина пакета | 15% |
| 6 | Привлекательность пакета для других акционеров | 5% |
| 7 | Обращение на рынках | 2% |
| 8 | Размер компании | 10% |
| 9 | Возраст компании | 10% |
| 10 | Соотношение «Рыночная стоимость акции {P}/номинальная стоимость акции {B}» | 7% |
| 11 | Дивидендная политика предприятия | 2% |

Начальная
фаза

Быстрая
экспансия

Быстрый
рост

Зрелый рост

Спад



Параметры оценки в течение жизненного цикла

| | | | | | |
|------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|
| Выручка/ текущие операции | Выручка отсутствует или находится на низком уровне, отрицательный операционный доход | Выручка возрастает, доход все еще низкий или отрицательн ый | Выручка быстро растет операционны й доход также растет | Рост выручки замедляетс я, операционн ый доход все еще растет | Выручка и операционн ый доход уменьшают ся |
| Операци онная история | отсутствует | Очень ограничена | Некоторая операционная история | Существенн ая операционн ая история, может быть использова на при оценке | Значительн ая операционн ая история |
| Сопостав имые фирмы | отсутствуют | Имеется некоторое количество | Большое количество сопоставимых фирм | Большое количество сопоставим ых фирм | Число сопоставим ых фирм сокращаетс я |
| Источник ценности | Исключительно будущий рост | В основном, будущий рост | Частично существующи е активы, | В большей степени существую щие активы | Исключител ьно существую щие активы |

Согласование результатов

«Пролог закончен. Теперь вопрос лишь в том, на что решиться... Настало время выбирать.»

Уоллес Стивенс