

Глава 11.

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ ПРЕДПРИЯТИЙ

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ ПРЕДПРИЯТИЙ

Этот подход основан на постулате, что сходные интересы в предприятии должны быть проданы по сходным ценам.

Рыночный подход включает в себя 3 основных метода:

метод рынка капиталов, базирующегося на ценах, реально выплаченных за акции сходных компаний на фондовых рынках;

метод сделок (продаж), основанный на ценах приобретения контрольных пакетов акций в сходных предприятиях (либо приобретения целых предприятий на рынке слияний и поглощений);

метод отраслевых коэффициентов, основанный на специальных формулах и ценовых показателях, используемых в отдельных отраслях производства. Эти формулы и ценовые показатели выводятся из данных о продажах предприятий (бизнеса) эмпирическим путем.

Данные методы составляют группу под названием методы предприятия-аналога, преимуществом которого является то, что они базируются на рыночной информации и учитывают текущие действия продавца и покупателя на рынке.

11.1. Метод отраслевых коэффициентов

Метод отраслевых коэффициентов – это простой метод, который используется для ориентировочных оценок стоимости предприятий (в основном малых предприятий).

Например, рекламные агентства продаются за 0,7 годовой выручки, бухгалтерские фирмы за 0,5 годовой выручки, салоны красоты 0,25 – 0,75 (от валовой выручки + стоимости оборудования и запасов), заправочные станции – 1.2\$ - 2\$ за галлон (3.785л. для США) отпущенный в месяц, страховые агентства – 1 - 2 (годовых страховых сборов), рестораны – 0,25 – 0,5 (валовой выручки), туристические агентства – 0,4 – 0,1 (валовой выручки), розничная торговля - 0,75 – 1,5 (чистого дохода + оборудование и запасы), машиностроительные предприятия – 1,5 – 2,5 (чистый доход + запасы).

Для некоторых промышленных отраслей существует «золотое правило» которое гласит, что типичный покупатель не заплатит за предприятие более чем 4-х кратную величину прибыли до налогообложения.

11.1. Метод рынка капитала.

Этот метод основан на рыночных ценах акций предприятий, сходных с оцениваемым предприятием. Действуя по принципу замещения инвестор может инвестировать либо в сходную компанию либо в оцениваемую, поэтому данные о сделках с сопоставимыми предприятиями при использовании соответствующих корректировок, могут прослужить ориентирами для определения стоимости оцениваемого предприятия.

Преимущество данного метода состоит в том, что в нем используется фактическая информация, а не прогнозная.

Требуемые данные

Для реализации этого метода необходима детальная финансовая и рыночная информация о группе сопоставимых предприятий.

Технология реализации метода рынка капитала

- Выбор предприятий – аналогов.
- Финансовый анализ и сопоставление.
- Выбор и вычисление оценочных мультипликаторов.
- Применение их к оцениваемому предприятию.
- Внесение поправок к итоговой расчетной стоимости предприятия.

11.2.1. Выбор предприятий аналогов

Выбор предприятий – аналогов для оценки производится исходя из следующих факторов:

- сходная отрасль;
- сходная продукция;
- диверсифицированность продукции или деятельности;
- зрелость деятельности (например стадия развития);
- географические факторы;
- размеры;
- стратегия деятельности;
- финансовые характеристики (рентабельность, темпы роста и пр.).

11.2.2. Финансовый анализ и сопоставление

Финансовый анализ предприятий - аналогов и фондового рынка позволяет судить о степени риска для данной отрасли производства, что в свою очередь помогает выбирать подходящую величину оценочного мультипликатора.

Финансовый план анализа и сопоставление состоит из:

- анализ коэффициентов заемных средств (структуры капитала);
- анализ коэффициентов ликвидности;
- сопоставления балансовых отчетов;
- сопоставления отчетов о прибылях и убытках;
- анализы операционных коэффициентов (доход на активы, доход на собственный капитал и пр.);
- прогнозирования темпов роста прибыли.

Очень важно провести анализ как по вертикали, т.е. проанализировать соотношения различных групп активов и пассивов баланса, так и по горизонтали, т.е. счета баланса за ряд лет сравнить с базовым годом.

Финансовый анализ и сопоставление следует проводить с учетом различий в бухучете и деловой практике, существующих между предприятиями. В связи с этим необходимо решить нужно ли делать трансформацию или нормализацию бухгалтерской отчетности.

После трансформации и нормализации финансовой отчетности осуществляется сопоставление балансовых отчетов и отчетов о прибылях и убытках, а также рассчитываются и сопоставляются следующие финансовые коэффициенты.

11.2.2. Финансовый анализ и сопоставление

1-я группа. Коэффициенты Левереджа – коэффициенты финансового рычага – группа показателей, характеризующих степень привлечения заемных средств и структуры капитала.

Эти коэффициенты характеризуют степень риска вложения средств инвестором. Чем больше заемных средств на предприятии, тем больше рисков. При расчете мультипликатора вносится понижающая поправка (если показатель выше нормативного).

Например:

Коэффициент финансового рычага = $\text{Задолженность} / \text{Собственный капитал}$

2-я группа. Коэффициенты ликвидности. Применяются для анализа собственных оборотных средств.

а) Коэффициент текущей ликвидности = $\text{Текущие активы} / \text{Текущие обязательства}$ ($>1,5$). Чем выше данный коэффициент, тем меньше риск инвестора.

б) Коэффициент немедленной ликвидности = $(\text{Денежные активы} + \text{Дебиторская задолженность}) / \text{Текущие обязательства}$ (0,7)

Показывает возможности предприятия погасить немедленно текущую задолженность.

11.2.2. Финансовый анализ и сопоставление

3-я группа. Коэффициенты текущей деятельности.

- а) Скорость оборота запасов = $(\text{Запасы}) / ((\text{Стоимость}) / (\text{Стоимость реализации})) \times 365$
- б) Скорость оборота дебиторской задолженности = $((\text{Выручка}) / (\text{Дебиторская задолженность})) \times 365$
- в) Скорость оборачиваемости активов = $(\text{Выручка от реализации} / \sum \text{активов})$
- г) Скорость оборачиваемости собственных средств = $(\text{Выручка} / \text{Собственный оборотный капитал})$
- д) Скорость оборачиваемости основных средств = $(\text{Выручка} / \text{Основные средства})$
- е) Коэффициент собственности = $\text{Собственный капитал} / \sum \text{Активов}$

11.2.2. Финансовый анализ и сопоставление

4-я группа. Коэффициенты операционные – коэффициенты, характеризующие эффективность деятельности предприятий.

- а) Рентабельность активов = $\frac{\text{Прибыль (до налогообложения и \% \text{ выплат})}}{\Sigma \text{активов}}$
- б) Рентабельность продукции = $\frac{\text{Прибыль (до налогообложения и \% \text{ выплат})}}{\text{Выручка}}$
- в) Рентабельность собственного капитала = $\frac{\text{Прибыль (балансовая)}}{\text{Собственный капитал}}$

11.2.3. Выбор и вычисление оценочных мультипликаторов

Мультипликаторы определяются за период, либо на конкретную оценочную дату.

$$\text{а) Коэффициент: «цена/чистая прибыль»} = \frac{\begin{array}{c} \text{Рыночная стоимость акций} \\ \text{предприятия} \\ \text{(Рыночная стоимость 1 акции} \\ \text{x} \\ \text{количество акций)} \end{array}}{\text{Чистая прибыль предприятия (после налогообложения)}}$$

Этот мультипликатор дает возможность оценить стоимость собственного капитала, исходя из чистой прибыли (или прибыли).
Обратная величина этого мультипликатора равна требуемой ставке дохода.

$$\text{б) Коэффициент «цена/ чистый доход»} = \frac{\begin{array}{c} \text{Рыночная стоимость акций} \\ \text{предприятия (рыночная стоимость} \\ \text{1 акции x количество акций)} \end{array}}{\text{Чистая прибыль (после налогообложения) + Амортизационные отчисления}}$$

Этот мультипликатор дает возможность оценить стоимость собственного капитала, исходя из фактического чистого дохода.

Коэффициенты цена / чистая прибыль и цена / чистый доход могут быть основаны на расчете, прибыли до налогообложения и выплаты %.

$$\text{в) Коэффициент «инвестированный капитал / прибыль»} = \frac{\text{Собственный капитал + Долгосрочная задолженность}}{\begin{array}{c} \text{Прибыль (до налогообложения} \\ \text{и уплаты \%)} \end{array}}$$

Этот коэффициент отражает стоимость инвестированного капитала. Он обычно применяется для оценки тех предприятий, которые имеют большую долгосрочную задолженность.

Эти мультипликаторы отражают соотношение финансовых показателей на данный момент состояния фондового рынка.

Они могут рассчитываться за три года, т.к. за один год они могут быть не характерны.

11.2.4. Применение мультипликаторов к оцениваемому предприятию

Способ использования мультипликатора цена/выручка (Ц/В). Предположим, что имеются следующие данные по сопоставимым предприятиям:

Предприятие	Отношение «Выручка/ Прибыль»	Отношение «Цена/ Выручка»
А	10,1	0,40
Б	9,0	0,35
В	7,5	0,25
Г	6,0	0,30

Необходимо определить стоимость оцениваемого предприятия (С), если коэффициент «Выручка/Прибыль» для оцениваемого предприятия равен 8,0

По имеющимся данным о соотношениях строим на графике трендовую кривую: $Y = VX$

Где Y - соотношение «Цена/Выручка»

X - отношение «Выручка/Прибыль»

Затем наносим на трендовой кривой значение отношения «Выручка/Прибыль», равное 8,0.

Получаем точку Д. По оси ординат находим значение Цена/Выручка равное 0,28. Тогда стоимость оцениваемого предприятия равна 0,28 x выручку оцениваемого предприятия.

11.2.4. Применение мультипликаторов к оцениваемому предприятию

Отношение
«Цена/выручка»

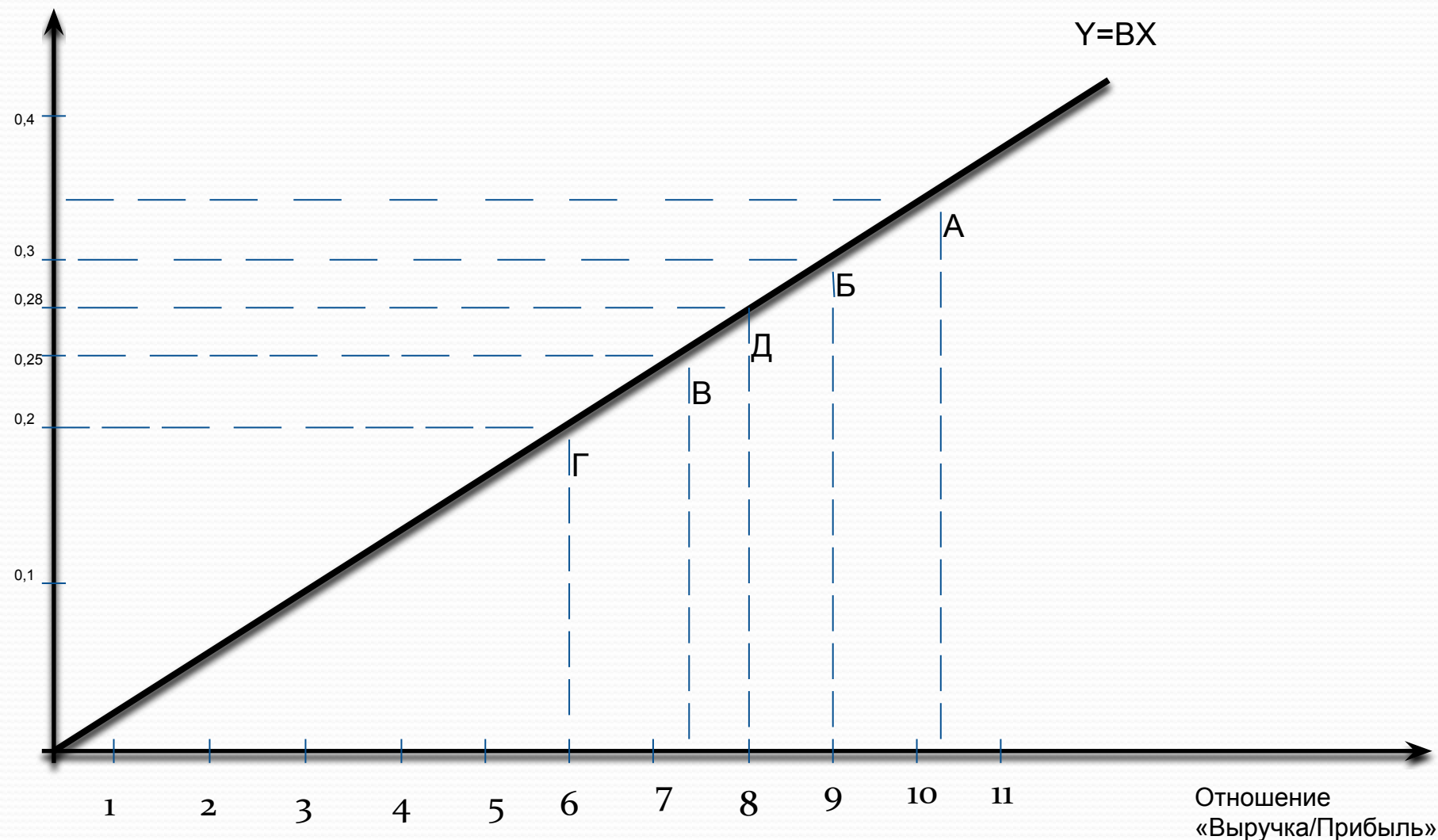


Рис. 11.1. Построение трендовой кривой

11.2.4. Применение мультипликаторов к оцениваемому предприятию

Правила применения мультипликаторов при оценке предприятия

Мультипликаторы по сопоставимым предприятиям должны иметь минимальный разброс. Выбранные мультипликаторы следует применять к соответствующим финансовым данным по оцениваемой компании таким образом, чтобы это соответствовало способу вычисления соответствующего мультипликатора для сопоставимых компаний. Например, коэффициент Цена/Чистая прибыль, рассчитанный исходя из величины чистой прибыли, не должен применяться к прибыли (до налогообложения) оцениваемого предприятия. А если данный мультипликатор рассчитывается по сопоставимым предприятиям за ряд лет по средним значениям прибыли, то и для оцениваемого предприятия необходимо определять стоимость, исходя из среднего показателя прибыли.

Яблоко должно сопоставляться с яблоком, а не с лимоном!

необходимо помнить, что стоимость, полученная методом рынка капитала представляет собой стоимость неконтрольного пакета акций открытого акционерного общества, акции которого продаются на открытом фондовом рынке, и поэтому представляют собой уровень стоимости предприятия с высокой степенью ликвидности. В связи с этим, для того, чтобы получить стоимость контрольного пакета компании, акции которой не продаются на открытом фондовом рынке, и финансовая информация по которому широко не представлена, необходимо добавить премию за контроль и вычесть скидку на недостаточную ликвидность. Необходимость данной процедуры явствует из схемы, характеризующей соотношение между меньшей и контрольной долями собственности, представленной на рисунке 11.2.

11.2.4. Применение мультипликаторов к оцениваемому предприятию

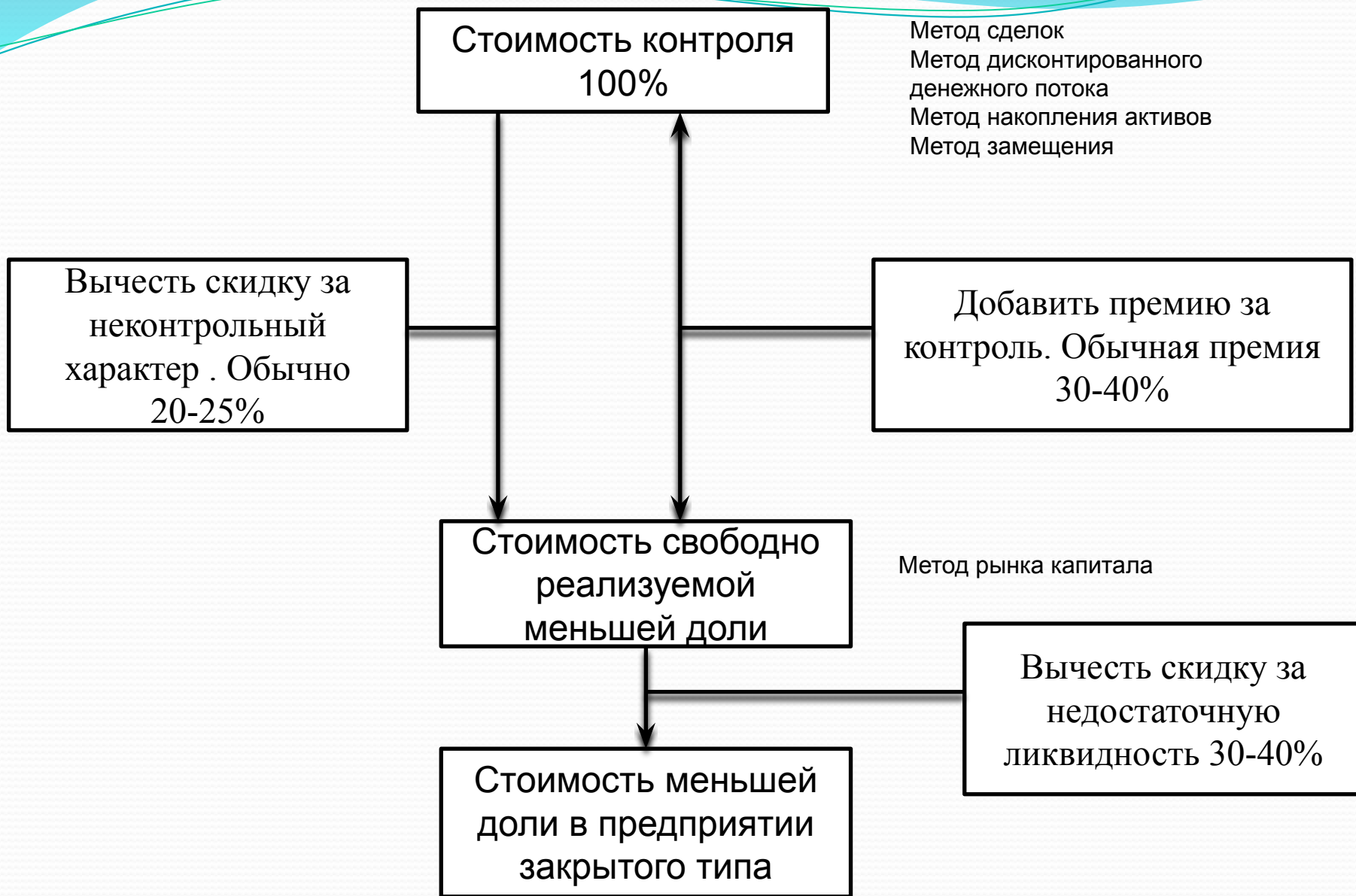


Рис.11.2. Соотношение между неконтрольной и контрольной долями собственности

11.2.4. Применение мультипликаторов к оцениваемому предприятию

Пример. Имеется два аналогичных предприятия А и Б.

Мультипликатор (Цена/ (чистая прибыль)) по предприятию А = 10.

Чистая прибыль предприятия Б составляет 350 тыс. у.е. Выпущено акций предприятия Б 10 тыс. шт.

Вопрос: Какова стоимость 1 выпущенной акции предприятия Б?

Решение:

Предполагаем, что мультипликатор по предприятию А = 10 справедлив для предприятия Б, тогда

$$10 = (\text{Цена} / (\text{чистая прибыль})) = ((\text{Рыночная стоимость акции} \times \text{Количество акций}) / (\text{Чистая прибыль}))$$

Исходя из этого соотношения определяем рыночную стоимость 1 акции предприятия Б:

$$(\text{Чистая прибыль предприятия Б} \times \text{Мультипликатор предприятия А}) / (\text{Количество Акции предприятия Б}) = (350 \text{ тыс. у.е.} \times 10) / 10 \text{ тыс. шт.} = 350 \text{ у.е.}$$

Таким образом реализуется следующая схема:

Используя значение мультипликатора, по сопоставимому предприятию и зная значение чистой прибыли оцениваемого предприятия, а также количество выпущенных акций, мы находим стоимость 1 акции оцениваемого предприятия.

11.2.4. Применение мультипликаторов к оцениваемому предприятию

Пример. Определить стоимость предприятия, если известен мультипликатор «Цена / Чистая прибыль» по сопоставимым предприятиям равный 20 и известна величина годовой чистой прибыли оцениваемого предприятия равная 100 тыс. у.е.

Решение:

Приравниваем соотношение «Цена / Чистая прибыль» для нашего оцениваемого предприятия к выбранному мультипликатору 20, тогда $(\text{Цена} / 100 \text{ тыс. у.е.}) = 20$ отсюда стоимость оцениваемого предприятия $= 20 \times 100 \text{ тыс. у.е.} = 2 \text{ млн. у.е.}$

11.2.5. *Внесение поправок к итоговой стоимости предприятия*

К стоимости действующего предприятия, определенной методом рынка капитала, необходимо добавить стоимость неоперационных (непроизводственных или избыточных) нефункционирующих активов, неиспользуемые объекты недвижимости, и в том числе социальные объекты недвижимости, которые могут быть проданы, а также бездействующие мощности и избыточный собственный оборотный капитал (либо вычесть недостаток собственных оборотных средств).

11.3. Метод сделок

Метод сделок является одним из трех основных методов оценки предприятия из совокупности методов предприятия-аналога или сравнительного подхода. Этот метод является частным случаем, метода рынка капитала и основан на анализе цен приобретения **контрольных пакетов акций** (или приобретение целиком) сопоставимых предприятий. Метод сделок основывается на цене акций по результатам сделок на отечественных и мировых рынках слияний и поглощений. Выбор сопоставимых предприятий при данном методе осуществляется таким же образом как в методе рынка капитала, исходя из сходной отрасли, продукции, диверсификации продукции (или услуг), стадии развития, географии, размеров, стратегии деятельности, финансовых характеристик.

Финансовый анализ и сопоставление показателей осуществляется таким же образом, как и в методе рынка капитала. Финансовый анализ необходим для определения сопоставимого предприятия и приемлемого оценочного мультипликатора.

Выбор и вычисление оценочных мультипликаторов, в виду недостатка данных о сделках (продажах) ограничивается, в основном, мультипликаторами Цена/Чистая прибыль, (Цена/Прибыль) или Цена/Балансовая стоимость собственного капитала.

Главное отличие метода сделок (продаж) от метода рынка капитала заключается в том, что методом сделок (продаж) определяет уровень **стоимости контрольного пакета акций**, позволяющего полностью управлять предприятием, в отличие от оценки методом рынка капитала, где стоимость определяется на уровне неконтрольного пакета.

11.3. Метод сделок

В данном методе, так же как и в методе рынка капитала, необходимо вносить следующие поправки к полученной с помощью мультипликатора стоимости:

1. Поправка на неоперационные (непроизводственные) активы, т.е. на стоимость активов непосредственно не участвующих в производственном процессе.
2. Поправки на избыток или недостаток собственных оборотных средств.
3. Для нерезидентов, поправка на страновой риск (рыночная премия за риск для собственного капитала, для России по разным оценкам различный; по оценкам некоторых специалистов он составляет около 5% , среднеарифметическое для Европейских развитых стран – 4,3%).

Уровень этих рисков выражает мнение мировых рейтинговых агентств. Например, в настоящее время (май 2008 г), специалисты ожидают до конца года повышение рейтинга России до категории А. И тогда доходность акций отечественных предприятий, особенно государственных заметно снизится.

Для того, чтобы не ошибиться в оценке предприятия, необходимо хорошо усвоить соотношение между неконтрольной и контрольной долями собственности. На рис. 11.2. представлена схема характеризующая взаимосвязь стоимостей с неконтрольными и контрольными долями собственности. При этом необходимо помнить три правила.

Правило 1. Стоимость контрольного пакета акций (или стоимость предприятия в целом) определяется:

- а) методом сделок.
- б) методикой дисконтированного денежного потока;
- в) методом накопления активов;
- г) методом замещения;
- д) Методом рынка капитала с добавлением премии за контрольный пакет (30-40%).

11.3. Метод сделок

Правило 2. Стоимость неконтрольного пакета акций (или одной акции) для открытого акционерного общества определяется методом рынка капитала. Эту стоимость можно также получить методами сделок, накопления активов и дисконтирования денежных потоков, сделав скидку на неконтрольный пакет (20-25%).

Правило 3. Стоимость неконтрольного пакета (или одной акции) для закрытого акционерного общества или неконтрольных долей других предприятий, акции которых не продаются на открытых фондовых рынках, определяется с помощью метода рынка капитала с вычетом скидки на недостаточную ликвидность активов предприятия (30-40%), а также методами сделок, дисконтированных денежных потоков, накопления активов, сделав скидки на неконтрольный характер пакета (20-25%) и на недостаточную ликвидность активов (30-40%).

Метода сделок

Метода накопления активов

Метода дисконтированного денежного потока

Метод замещения

Ежегодная структура шести функций денежной единицы в таблицах .

Базис = 1,110000 (10%)

№ года	Накопление суммы денежной единицы (будущая стоимость единицы)	Накопление денежной единицы за период	Фактор фонда возмещения	Текущая стоимость денежной единицы	Текущая стоимость аннуитета	Взнос на амортизацию денежной единицы
	1	2	3	4	5	6
1	1,100000	1,000000	1,000000	0,909091	0,90909	1,1000000
2	1,210000	2,100000	0,4761905	0,8264460	1,73554	0,5761905
3	1,331000	3,310000	0,3021148	0,751315	2,48685	0,4021148
4	1,464100	4,641000	0,2154708	0,683013	3,16987	0,3154708
5	1,610510	6,105100	0,1637975	0,620921	3,79079	0,2657975
6	1,771561	7,715610	0,1296074	0,564474	4,35526	0,2246074
7	1,948717	9,487171	0,1054055	0,513158	4,86842	0,2054055
8	2,143589	11,435888	0,0874440	0,466507	5,33493	0,1874440
9	2,357948	13,579477	0,0736405	0,424098	5,75902	0,1736405
10	2,593742	15,937425	0,0627454	0,385543	6,14457	0,1627454
11	2,853117	18,531167	0,0539631	0,350494	6,49506	0,1539631
12	3,138428	21,384284	0,0467633	0,318631	6,81369	0,1467633
13	3,452271	24,522712	0,0407785	0,289664	7,10336	0,1407785
14	3,797498	27,974983	0,0357462	0,263331	7,36669	0,1357462
15	4,177248	31,772842	0,0314738	0,239392	7,60608	0,1314738