



Академия народного хозяйства при Правительстве РФ  
ВЫСШАЯ ШКОЛА ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

*Паламарчук В.П.*

# **ОЦЕНКА БИЗНЕСА**

УЧЕБНОЕ ПОСОБИЕ

**Москва 2004**

## ОГЛАВЛЕНИЕ

Предисловие.....	2
<b>Глава 1. Основные понятия и определения оценки бизнеса.....</b>	<b>4</b>
1.1. Что такое оценка бизнеса?.....	4
1.2. Основные определения оценки бизнеса.....	7
1.3. Предпосылки оценки.....	9
1.4. Факторы ценности бизнеса.....	10
1.5. Области применения оценки бизнеса.....	12
1.6. Основные подходы и методы оценки бизнеса.....	13
<b>Глава 2. Доходный подход в оценке бизнеса.....</b>	<b>16</b>
2.1. Метод дисконтирования денежных потоков.....	16
2.1.1. Выбор модели денежного потока.....	18
2.1.2. Подготовка исходных данных.....	22
2.1.3. Анализ стратегического потенциала компании.....	24
2.1.4. Постатейный прогноз денежного потока.....	38
2.1.5. Выбор ставки дисконта.....	40
2.1.6. Оценка терминальной ценности.....	51
2.1.7. Оценка компании и заключительные поправки.....	53
2.2. Другие методы доходного подхода.....	60
2.2.1. Метод дисконтирования дивидендов.....	60
2.2.2. Метод капитализации доходов.....	61
2.2.3. Метод капитализации денежного потока.....	62
2.2.4. Метод капитализации дивидендов.....	64
<b>Глава 3. Рыночный подход в оценке бизнеса.....</b>	<b>67</b>
3.1. Метод рынка капитала.....	68
3.1.1. Отбор компаний аналогов.....	69
3.1.2. Сравнительный анализ компаний.....	72
3.1.3. Применение оценочных мультипликаторов.....	73
3.1.4. Формирование итоговой величины ценности.....	74
3.2. Метод сделок.....	84
3.3. Метод отраслевых коэффициентов.....	85
<b>Глава 4. Подход по активам.....</b>	<b>87</b>
4.1. Метод ценности чистых активов.....	87
4.1.1. Особенности оценки различных видов материальных активов.....	88
4.1.2. Оценка нематериальных активов.....	92
4.1.3. Оценка гудвилла.....	93
4.2. Ликвидационная ценность.....	96
<b>Глава 5. Применение премий и скидок и определение итоговой величины ценности доли в капитале компании.....</b>	<b>102</b>
5.1. Корректировка ценности через внесение премий и скидок.....	102
5.2. Итоговое заключение по оценке.....	104
<b>Литература.....</b>	<b>107</b>

## **Информация об авторе**

В.П. Паламарчук - кандидат экономических наук, доцент кафедры корпоративных финансов Высшей школы финансового менеджмента Академии народного хозяйства при Правительстве РФ. Директор-координатор программы МВА "ФИНАНСЫ" в Высшей школе финансового менеджмента АНХ при Правительстве РФ. Научный руководитель магистерских диссертаций и дипломных проектов.

С 1994 г. по настоящее время ведет курсы "Управление инвестиционным проектом. Проектное финансирование", "Оценка бизнеса. Слияния и поглощения" в Высшей школе финансового менеджмента.

Работал заместителем начальника отдела оценки инвестиций АО "Вымпелком", а также ведущим экспертом в нескольких коммерческих банках, в том числе в АКБ "Менатеп".

В.П. Паламарчук участвовал в консультационных проектах и сотрудничал со следующими компаниями и организациями: Чебоксарский приборостроительный завод "Элара", Заволжский моторный завод, Чебоксарский агрегатный завод, Нижегородский масложиркомбинат, Международный институт рынка г. Самара, Объединение "Центромобель", Мебельный комбинат "Шатура", латвийская компания "Perfekta Consulting" и другие.

*Учебное пособие дает представление о современной методологии и инструментарии оценки бизнеса применительно к российским условиям.*

*Содержание пособия - результат десятилетней практики чтения курса "Оценка бизнеса" в Высшей школе финансового менеджмента Академии народного хозяйства при Правительстве РФ. Пособие подготовлено также с учетом практического опыта работы автора в качестве специалиста и консультанта в области оценки бизнеса.*

*В пособии представлены образцы решения конкретных ситуаций, позволяющие повысить эффективность усвоения материала.*

*Целевая группа, для которой разработано данное пособие - слушатели программы МВА "Финансы", переподготовки и второго высшего образования по финансовому менеджменту и других программ ВШФМ АНХ при Правительстве*

## **Паламарчук Виктор Петрович** Оценка бизнеса. Учебное пособие. 2004

Издатель:

Высшая школа финансового менеджмента  
Академии народного хозяйства при Правительстве РФ  
совместно с издательским домом "Экономика и жизнь"

Адрес:

119571, Москва, пр-т Вернадского, 82  
Академия народного хозяйства при Правительстве РФ  
Главный учебный корпус, офис 302, 303  
Тел/факс 434-90-27, 434-71-03  
E-mail: [shfm@ane.ru](mailto:shfm@ane.ru)  
<http://www.finmanager.ru>

Тираж 500 экз.

**Оригинал макет, верстка**  
**Корректор**

**И.Л. Дмитриева**  
**Л.В. Ильина**

## ПРЕДИСЛОВИЕ

В последние годы в российской экономике происходят качественные сдвиги. Меняются рыночные условия, обостряется конкуренция, тенденции роста становятся устойчивыми, и это касается не только сырьевых отраслей. Набрана критическая масса тех изменений, которые приводят к качественным изменениям в экономике.

Перед менеджментом большинства российских компаний встают задачи обеспечения роста своих компаний, использования возможностей для развития своего бизнеса. По словам Питера Друкера, бизнес — это не решение проблем, а использование возможностей. Квалифицированное и обоснованное принятие стратегических управленческих решений — актуальная задача для большинства российских компаний.

В современных условиях выживание и развитие компании определяется способностью менеджмента учитывать будущие последствия принимаемых решений. Ценность компании — это и есть показатель, характеризующий ожидания будущего компании при сложившихся в настоящий момент условиях, месте, занимаемом компанией на рынке, информации о компании, которой обладают инвесторы. Другого показателя, учитывающего настолько полно всю информацию, необходимую для принятия стратегических решений, в настоящее время не существует. Компании, которые не имеют рыночной котировки своих акций, а таких компаний в России большинство, не имеют возможности отслеживать реакцию фондового рынка на принимаемые управленческие решения. Владельцы и руководители таких компаний редко знают, какова ценность капитала, которым они управляют, и обычно не ясно видят, что же влияет на его ценность. Для таких компаний оценка бизнеса представляет большую проблему, так как их ценность труднее измерить, но актуальность этой задачи возрастает с каждым годом. Возможный выход, используемый многими компаниями, — приглашение независимых оценщи-

---

ков, и во многих случаях это оправданное решение. В настоящее время в России интенсивно развивается оценочная деятельность, существует и развивается общество оценщиков России, принят закон об оценочной деятельности. Но потребность в оценке бизнеса для принятия стратегических решений, связанных с управлением собственностью, возникает гораздо чаще, чем есть возможность и целесообразность приглашения оценщиков. Поэтому существенно возрастает актуальность овладения менеджментом компаний знаниями и навыками оценки бизнеса. Менеджеру компании необходимо обладать знаниями, достаточными для обоснованного выбора и применения того или иного метода в соответствии с целями и условиями в каждый конкретный момент времени.

Настоящее учебное пособие ориентировано в первую очередь на менеджеров и собственников компаний, для которых важно адекватно оценивать эффективность принимаемых решений. Оно призвано помочь в овладении методологией и методами оценки бизнеса, а также в приобретении практических навыков их применения.

Учебное пособие состоит из пяти глав. В первой главе рассмотрены базовые понятия и определения, применяемые в оценке бизнеса, основные предпосылки, на которых строится методология и методы оценки. Вторая глава посвящена доходному подходу в оценке бизнеса. Наиболее подробно рассмотрен метод дисконтирования денежных потоков — ключевой метод оценки, обладающий наибольшей теоретической силой и практической гибкостью и поэтому наиболее часто применяемый в практической деятельности. В последующих двух главах описываются методы рыночного подхода и подхода по активам в оценке бизнеса. Пятая глава посвящена вопросам применения премий и скидок и формированию итогового заключения по оценке бизнеса.

Рассмотрение методического материала подкрепляется разбором конкретных ситуаций, что позволяет приобрести навыки практического применения инструментария оценки.

# ГЛАВА 1. ОЦЕНКА БИЗНЕСА. ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ И ОПРЕДЕЛЕНИЯ

## 1.1. Что такое оценка бизнеса?



*Что мы понимаем под оценкой бизнеса?*

*Для чего, кому и когда нужна оценка бизнеса?*

Ответы на эти вопросы позволяют понять методологию, на которой строятся все методы и инструменты, применяемые в этой области деятельности.

Рассмотрим сначала, что представляет собой любая экономическая оценка и на какой основе она строится, а потом — что понимается под бизнесом, когда речь идет об его оценке.



Рис. 1. Что такое экономическая оценка?

### Для чего?

Потребность в оценке возникает перед людьми, когда они стоят перед выбором: осуществлять или нет то или иное действие по поводу собственности, например покупать или не покупать какую-нибудь вещь или актив,

начинать или нет какое-то дело, продавать или продолжать владеть той или иной собственностью.

### **Кто?**

Экономическую оценку осуществляют индивидуумы-собственники (денег, рабочей силы, товара, актива, бизнеса), и делают они это, когда стоят перед принятием решения по поводу собственности. Когда говорят, что оценку и выбор делают также организации, компании, рынок, то подразумевается, что эти оценки складываются из оценок и выбора индивидуумов.

Экономическую оценку могут также осуществлять по поручению собственников агенты по оценке (оценщики) и по управлению собственностью (менеджеры).

### **Как?**

**Оценивается не вещь, а экономическая выгода от предстоящего действия!**

Важно отметить, что оценивается не вещь, не собственность, а экономическая выгода от предстоящего действия по отношению к вещи, к собственности. Оценка сводится к ответам на два вопроса: что мне это дает, какую ценность для меня представляет? И во что мне это обойдется, от каких других благ придется отказаться, сколько это мне будет стоить? Другими словами:

**Какова ценность для меня этого блага?**

**Какова стоимость для меня этого блага?**

В данном смысле под стоимостью мы понимаем альтернативную стоимость (opportunity cost).



**Оценка – это взвешивание!**

**Альтернативная стоимость любого действия – это ценность тех альтернативных возможностей, от которых приходится отказываться ради этого действия.**

Пол Хейне

**Любая оценка – это взвешивание ценности (value) и альтернативной стоимости (opportunity cost) предстоящего действия для лица, принимающего решения**

Таким образом, любая экономическая оценка для лица, принимающего решение, – это оценка экономической выгоды, то есть взвешивание на весах воспринимаемой ценности и альтернативной стоимости предстоящего действия.

Оценка может касаться предполагаемых действий по поводу различных видов собственности: денег, вещей, активов. Активы от других объектов собственности отличаются тем, что способны приносить владельцу доход. Соответственно оценка действий по поводу активов представляет собой оценку экономи-

ческой выгоды владения активом. Экономическая выгода определяется как разница между ценностью доходов, которые ожидает владелец от актива, и альтернативной стоимостью отказа от возможности получения доходов от вложений в аналогичные другие активы.

Несмотря на то что в русскоязычной экономической литературе термин value переводят как стоимость и поэтому везде говорится об оценке стоимости бизнеса, мы будем говорить о ценности бизнеса, под стоимостью же будем понимать альтернативную стоимость.

Ценность и стоимость — это не синонимы, это противоположности, неразрывная пара, как свет и тень.

## Объект оценки

**Бизнес — это дело, предпринимаемое для получения экономических выгод**

Бизнес в самом общем понимании этого слова — это дело, предпринимаемое для получения экономических выгод. У наемного работника тоже бизнес — дело с целью получения дохода, ради извлечения которого работник расходует свой ресурс — рабочую силу, навыки и умения. Другая разновидность бизнеса — это предпринимаемое дело, связанное с обладанием и управлением активами, способными принести доход, — так называемый предпринимательский бизнес. Когда говорят об оценке бизнеса, то понимают как раз вторую разновидность бизнеса, а именно оценку доли в капитале предприятия. Поэтому оценка бизнеса — это оценка экономической выгоды от обладания долей в капитале предприятия.

Невозможно и бессмысленно оценивать бизнес вообще. Можно только оценить экономическую выгоду от предполагаемых действий по покупке или продаже бизнеса, по управлению бизнесом, и всегда эти действия будут иметь ценность и стоимость.

**Оценка бизнеса — это оценка экономической выгоды от обладания долей в капитале предприятия**

Оценка различается в зависимости от вида собственности и от вида оцениваемых действий. Так как оцениваются предполагаемые действия по реализации прав на собственность, а объем прав у разных собственников разный, поэтому отличается и перечень возможных действий. Для покупателя и продавца одной и той же доли в капитале предприятия ценности бизнеса разные, потому что это разные бизнесы: покупка и дальнейшее использование собственности по сравнению с продажей собственности. Ценность бизнеса для разных владельцев одного и того же предприятия разная в зависимости от величины этой доли, прав контроля и т. д.



## 1.2. Основные определения, применяемые в оценке бизнеса

Оценка бизнеса — сложная профессиональная деятельность, имеющая свою историю. В большинстве стран, в том числе и в России, существует институт профессиональных оценщиков, которые занимаются оказанием услуг по оценке. Существуют общества оценщиков, которыми выработаны основные стандарты оценки, в том числе основные определения оценки.

Существование различных определений ценности связано с тем фактом, что ценность бизнеса существенно различается в зависимости от следующих факторов:

- цели оценки (для кого? для чего?);
- информации, которой обладает оценщик.

Группировка определений ценности начинается с разделения на две части.

1. *Ценность действующего предприятия.* Оценка основана на предположении, что предприятие продолжает действовать и приносить доходы.

2. *Ценность ликвидации предприятия (liquidation value).* Эта оценка исходит из предположения, что предприятие будет расформировано или ликвидировано.

Ценность действующего предприятия может определяться как:

- *текущая рыночная ценность;*
- *внутренняя (экономическая) ценность:*
  - ◆ *справедливая рыночная ценность (Fair market value);*
  - ◆ *инвестиционная ценность (Investment value).*

### Текущая рыночная ценность

**Текущая рыночная ценность** — суммарная величина оценок участников рынка капитала, ценности владения акцией и стоимости отказа от покупок других акций. Цены акций обычно повышаются до величины их альтернативной стоимости.

Компании закрытые, частные, не имеющие котировки акций, не имеют такой информации. Поэтому для закрытых компаний оценка бизнеса представляет собой специфическую и сложную задачу.

## **Внутренняя ценность бизнеса**

**Внутренняя ценность бизнеса** — это ценность, которой бы он обладал на рынке в случае полного информирования последнего обо всех аспектах и перспективах деятельности при отсутствии каких-либо барьеров для совершения операций с собственным капиталом бизнеса. Другими словами, внутренняя ценность отражает оценку очень хорошо информированным оценщиком (инвестором, менеджером).

Как мы уже говорили, ценность и стоимость решений по управлению бизнесом разная для разных участников и для разных целей. Поэтому, чтобы иметь отправную точку, базу, введено определение так называемой справедливой рыночной ценности.

## **Справедливая рыночная ценность (Fair market value)**

**Справедливая рыночная ценность (Fair market value)** — цена гипотетической сделки по приобретению бизнеса или его доли, когда обе стороны заинтересованы в сделке, действуют не по принуждению, обладают достаточной информацией об условиях сделки и считают их справедливыми.

Справедливая рыночная ценность основывается на следующих предположениях.

*Почему ценность называется справедливой — разве на рынке бывает справедливость?*

- ◆ Покупатели и продавцы являются гипотетическими, типичными для рынка и действуют в своих собственных интересах.
- ◆ Покупатель "финансовый", а не "стратегический", вносит только капитал и менеджмент, чья компетенция эквивалентна текущему менеджменту.
- ◆ Покупатель не является акционером, кредитором, зависимым или контролирующим лицом.
- ◆ Гипотетический покупатель благоразумен, но действует без учета получения выгоды от синергетического эффекта.
- ◆ Продавец также является гипотетическим и обладает знанием существенных фактов, влияющих на ценность бизнеса.
- ◆ Бизнес продолжит свою деятельность и не будет ликвидирован.
- ◆ Гипотетическая продажа осуществляется за денежные средства.
- ◆ Возможности сторон совпадают с их желаниями.

Из этих предположений следует, что для продавца ценность продажи бизнеса и стоимость продолжения

**Продажа компании по справедливой рыночной ценности — это сделка с нулевой эффективностью (NPV = 0) для обеих сторон**

владения собственностью равны между собой. Также для покупателя ценность владения бизнесом и стоимость отказа от других альтернатив также одинакова. Точка равновесия — равновыгодно владеть и продать. Это сделка с нулевой эффективностью. И для покупателя и для продавца  $NPV = 0$ .

Справедливая рыночная ценность — это базовое определение в оценке бизнеса. От этого определения строится наука и практика оценки бизнеса.

На абсолютно эффективном рынке контроль над бизнесом переходил бы из рук в руки именно по этой цене. Все методы оценки бизнеса на абсолютно эффективном рынке давали бы одну и ту же справедливую рыночную ценность.

Оценка справедливой рыночной ценности компании является всегда базовой оценкой, FMV является основой для сравнения с рассматриваемыми вариантами действий. Это оценка компании "как есть".

**Инвестиционная ценность (Investment value)**

**Инвестиционная ценность (Investment value)** — это ценность бизнеса для конкретного собственника или инвестора, и предполагает его знания, возможности, ожидания, намерения и планы по поводу данного бизнеса.

**Ликвидационная ценность (Liquidation value)**

**Ликвидационная ценность (Liquidation value)** означает чистую сумму, которую собственник может получить при ликвидации компании и отдельной распродаже ее активов.

Упорядоченная ликвидация означает, что распродажа активов производится в течение разумного периода времени с тем, чтобы получить максимальную цену за каждый актив.

Принудительная ликвидация означает, что активы распродаются настолько быстро, насколько это возможно, часто одновременно и на одном аукционе.

### 1.3. Предпосылки оценки

Методология оценки бизнеса строится на базе определенных предпосылок. Чтобы эффективно применять эту методологию, оценщик (менеджер, консультант) должен понимать основные предпосылки оценки.

В основе оценки бизнеса лежит предположение, что *его настоящая (сегодняшняя) ценность определяется будущими экономическими выгодами (ожидаемы-*

ми доходами) от владения собственностью. Но будущие доходы имеют тем меньшую ценность, чем больше они отдалены по времени в будущее, так как со временем нарастает альтернативная стоимость будущих доходов. Таким образом, базовой предпосылкой оценки бизнеса является *временная ценность будущих экономических выгод (ожидаемых доходов)*.

*Ценность относится к определенному моменту времени — date оценки.*

Оценочный процесс строится на предположениях. Никто не может с полной определенностью предсказать размер будущих доходов, которые получит собственник. Поэтому не существует объективной, правильной оценки бизнеса, а может быть только более или менее обоснованная, компетентная оценка бизнеса.

*Ценность не всегда обозначается одним числом, результатом оценки может быть некий разумный диапазон для ценности.*

Оценка одной и той же компании может отличаться для разных инвесторов в зависимости от того, как они оценивают выгоды и риски, связанные с данной компанией.

#### 1.4. Факторы ценности бизнеса

##### Ценность бизнеса и ценность предприятия

Особенность такого объекта собственности, как *доля в капитале* предприятия, в том, что ценность и стоимость действий по реализации прав участия в капитале предприятия зависит *от ценности самого предприятия*.

Поэтому факторы, определяющие ценность бизнеса для владельца, состоят из двух частей:

- ◆ Факторы ценности предприятия.
- ◆ Факторы ценности для конкретного владельца.

##### Факторы ценности предприятия

*Что такое предприятие?* С точки зрения владельцев это предпринимаемое дело с целью получения экономических выгод посредством производства и реализации продукции и (или) оказания услуг, востребованных потребителями (признанных рынком).

В более широком смысле предприятие — это социальный институт, создаваемый владельцами и другими участниками предприятия с целью получения экономических выгод.

**Ценность бизнеса и ценность предприятия это одно и то же?**

Когда говорят о ценности предприятия, то обычно имеют в виду ценность бизнеса его владельцев. В более широком смысле слова ценность предприятия как социального института — это ценность, создаваемая предприятием для всех его участников. Поэтому для того, чтобы предприятием генерировалась ценность для владельцев, которые являются остаточными владельцами прав требований к предприятию, должны устойчиво получать свою добавленную ценность все другие участники предприятия:

- ◆ потребители;
- ◆ поставщики;
- ◆ работники;
- ◆ государство;
- ◆ кредиторы.

***Долгосрочная устойчивость предприятия определяется способностью его генерировать для своих участников ценность участия выше, чем альтернативная стоимость***

Долгосрочная устойчивость предприятия определяется его способностью генерировать для его участников ценность участия выше, чем альтернативная стоимость.

Эта способность определяется привлекательностью рынков, на которых фигурирует предприятие, факторами ценности на данном рынке, а также конкурентным положением самой компании, ее производительным потенциалом, который формируется из ресурсов и компетенций, которыми обладает предприятие.

Обобщенно основные факторы, определяющие ценность предприятия, можно сформулировать следующим образом:

- во-первых, это способность создавать добавленную ценность для потребителей;
- а во-вторых, это способность покрывать за счет вознаграждения от потребителей альтернативную стоимость всех используемых ресурсов (совокупные затраты), то есть получать экономическую прибыль.

Наилучшим показателем, характеризующим эту способность, является приведенная к сегодняшнему дню ценность будущего денежного потока компании.

**Факторы ценности для конкретного владельца**

Для конкретного владельца ценность его доли определяется как ценностью предприятия, так и дополнительными факторами, такими как:

- ◆ степень контроля;
- ◆ уровень ликвидности доли в капитале.

Владение контрольным пакетом дает целый ряд преимуществ, что отражается в ценности пакета ак-

ций и наоборот. Ликвидность — это способность быстро продать и превратить в денежные средства свою долю в капитале. Поэтому недостаточно ликвидные пакеты акций ценятся дешевле. Кроме того, уровень контроля также влияет на ликвидность. Например, контрольный пакет акций закрытой компании более ликвиден, чем неконтрольный (миноритарный).

Поэтому важно перед началом оценки четко определить объект оценки:

- ◆ весь инвестированный капитал (ценность собственного плюс ценность заемного капитала) компании;
- ◆ собственный капитал;
- ◆ контрольная доля собственного капитала;
- ◆ миноритарная доля.

## 1.5. Области применения оценки бизнеса

Оценка бизнеса необходима во всех случаях, когда принимаются решения по использованию той или иной доли в капитале предприятия. Вот примерная классификация существующих целей оценки бизнеса со стороны различных субъектов.

### Субъект оценки

### Цели оценки

Собственник

- ◆ *Выбор варианта распоряжения собственностью.*
- ◆ *Обоснование цены купли-продажи предприятия или его доли.*
- ◆ *Установление размера выручки при упорядоченной ликвидации предприятия.*
- ◆ *Оценка эффективности менеджмента.*

Менеджмент  
предприятия

- ◆ *Обеспечение экономической безопасности.*
- ◆ *Выработка стратегии развития предприятия.*
- ◆ *Выпуск акций.*
- ◆ *Принятие других инвестиционных и финансовых решений.*

Кредитные  
учреждения

- ◆ *Проверка финансовой дееспособности заемщика.*
- ◆ *Определение размера ссуды, выдаваемой под залог.*

Страховые компании	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ <i>Установление размера страхового взноса.</i></li> <li>◆ <i>Определение суммы страховых выплат.</i></li> </ul>
Фондовые биржи	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ <i>Расчет конъюнктурных характеристик.</i></li> <li>◆ <i>Проверка обоснованности котировок ценных бумаг.</i></li> </ul>
Инвесторы	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ <i>Проверка целесообразности инвестиционных вложений.</i></li> <li>◆ <i>Определения допустимой цены покупки предприятия.</i></li> </ul>
Государственные органы	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ <i>Подготовка предприятия к приватизации.</i></li> <li>◆ <i>Определение облагаемой базы для различных видов налогов.</i></li> <li>◆ <i>Установление выручки от принудительной ликвидации через процедуру банкротства.</i></li> <li>◆ <i>Оценка для судебных целей.</i></li> </ul>

## 1.6. Основные подходы и методы оценки бизнеса

Различные подходы в практике оценки бизнеса объединены в три группы: доходный, рыночный и затратный.

- ◆ Доходный подход исходит из предположения, что ценность бизнеса определяется потенциалом будущих доходов.
- ◆ Рыночный подход основан на сравнении с ценностью подобных объектов собственности на рынке.
- ◆ Затратный подход (подход по активам) — ценность бизнеса определяется как сумма ценности чистых активов компании (за вычетом ценности обязательств).

Следует отметить, что ни один из перечисленных подходов и методов не только не являются взаимоисключающими, но и дополняют друг друга. Каждый из них предполагает использование различных видов информации, каждый подход имеет дело с различными аспектами рынка.

Конечно, было бы странным использовать все возможные методы для оценки одного объекта. Обычно при оценке бизнеса в зависимости от целей оценки, поставленных условий, состояния самого объекта и со-

стояния экономической среды используют сочетание двух-трех методов, наиболее подходящих в данной ситуации.

Оценка бизнеса несколькими методами определяет границы обоснованной рыночной ценности. Главное — грамотно и логично обосновать выбор используемых методов. На первом этапе выбора методов должны быть четко определены требования, предъявляемые к заданию по оценке:

- ◆ во-первых, необходимо четко определить цель оценки;
- ◆ во-вторых, необходимо обосновать используемый стандарт ценности, который зависит от цели оценки и в конечном счете определяет выбор методов оценки;
- ◆ в-третьих, должна быть определена та доля собственности, которая оценивается. Одни методы оценки предпочтительнее использовать при оценке контрольного пакета, а другие — при оценке миноритарных пакетов;
- ◆ в-четвертых, должен быть определен объем доступной информации. При дефиците финансовой информации, например, оценщику будет весьма проблематично воспользоваться доходным методом, а при отсутствии достаточно надежных данных по сопоставимым компаниям сравнительный метод может оказаться не совсем корректным.

.....

### **Контрольные вопросы и задания**

1. Для каких целей нужна оценка бизнеса?
2. Кто осуществляет оценку бизнеса?
3. Что оценивается, когда мы говорим об оценке бизнеса?
4. Чем определяется ценность бизнеса?
5. Что такое альтернативная стоимость и как она соотносится с ценностью?
6. Почему базовое определение ценности бизнеса называется справедливой рыночной ценностью?
7. Какова эффективность сделки для покупателя компании, если он купит ее по справедливой рыночной ценности?
8. В чем различие между справедливой рыночной ценностью и инвестиционной рыночной ценностью?
9. Ценность бизнеса и ценность предприятия это одно и то же?



---

10. Какие основные факторы влияют на ценность предприятия и ценность бизнеса для конкретного владельца?

11. В чем единство и в чем отличие друг от друга основных подходов в оценке бизнеса: доходного, рыночного и по активам?

12. Многоотраслевой холдинг имеет в своем составе дочернее предприятие, инвестиционная ценность которого составляет 10 млн долл. Появляется стратегический инвестор, который предлагает купить это дочернее предприятие за 12 млн долл. Холдинг, в силу определенных причин, отказывается продать свое дочернее предприятие. Какова инвестиционная ценность дочерней компании для холдинга?

## ГЛАВА 2. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД

Совокупность всех методов, используемых в рамках доходного подхода, можно сгруппировать в три группы:



\* Метод EVA и метод реальных опционов в данном учебном пособии не рассматриваются.

Рис. 2. Методы доходного подхода

### 2.1. Метод дисконтирования денежных потоков

Метод дисконтирования денежных потоков (DCF) является ключевым методом оценки бизнеса. Это наиболее популярный метод, так как в наибольшей степени реализует основную предпосылку оценки бизнеса, обладает наибольшей теоретической силой и гибкостью.

**Метод DCF –  
ключевой метод  
оценки бизнеса**

Инвестора, рассматривающего вопрос приобретения любого актива, интересует, что даст использование актива в будущем, какой денежный поток генерируется активом, как он распределен во времени и какова волатильность этого денежного потока. Использование двух основных финансовых концепций — временной ценности денег и связи риска с доходностью — по-

звolyет определить ожидания инвестора как дисконтированный денежный поток, генерируемый данным активом в будущем:

$$V = \sum CF_t / (1 + r)^t \quad (1)$$

где CF – значения денежного потока (cash flow) в прогнозном периоде;

r – ставка дисконтирования;

t – интервал периода прогнозирования (эксплуатации актива).

Данная формула может применяться для оценки любого актива и компании в целом.

В оценке бизнеса принято допущение, что предприятие существует неопределенно длительный срок, поэтому оценке подвергаются все денежные потоки компании, которые она способна генерировать в будущем.

Поскольку длительность периода прогнозирования носит неопределенный характер, обычно производится деление периода прогнозирования на два отрезка: первый имеет фиксированную длительность (горизонт), например 5–10 лет, в течение которых возможен прогноз объемов продаж компании, состояния ее макроэкономической среды и других факторов, от которых зависит денежный поток и ставка дисконтирования, и второй, для которого принимаются допущения о стабильной работе компании. Соответственно ценность компании складывается из ценности на фиксированном горизонте прогнозирования и ценности на всем последующем оставшемся периоде ее функционирования (остаточной или терминальной) ценности.

Суть метода дисконтирования денежных потоков удобно рассматривать при помощи временной модели.

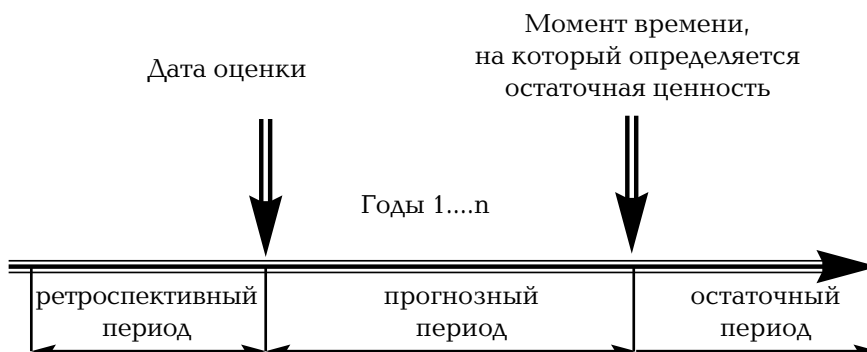


Рис. 3. Временная модель метода дисконтированного денежного потока

### 2.1.1. Выбор модели денежного потока

На рис. 4 показана модель оценки бизнеса методом дисконтирования денежных потоков. Используя эту модель, рассмотрим последовательно основные этапы оценки.

#### **Цели оценки.**

##### Для кого?

##### Для чего?

Любая оценка начинается с определения целей и постановки задач на оценку. Многообразие возможных целей оценки бизнеса было приведено раньше. Цели оценки существенно влияют и на используемое определение ценности, и на выбор методов оценки, и на отбор необходимой информации для оценки. Оценка любого решения и по поводу любого объекта — это всегда выбор между альтернативами, одна из которых чаще всего принимается за базовую. Например, если оценка делается для существующего владельца контрольного пакета с целью принятия решения о реструктуризации компании или освоении нового направления бизнеса, то оценка должна состоять из двух частей: базовой оценки справедливой рыночной ценности (FMV), то есть оценки компании "как есть", и оценки компании с учетом предпринимаемых действий. Наличие положительной разницы между рассматриваемой альтернативой и базовой оценкой позволяет принять положительное решение.

Если в числе применяемых методов оценки выбран метод дисконтирования денежных потоков, а это бывает в большинстве случаев, то цели оценки влияют на выбор денежного потока, на определение длительности прогнозного периода, на другие процедуры оценки.

#### **Выбор денежного потока**

Для оценки может использоваться два вида денежного потока: денежный поток от активов, другое его название свободный денежный поток (FCF), или остаточный денежный поток для собственников (RCF).

**Денежный поток от активов (свободный денежный поток)** — это денежный поток, генерируемый всеми активами компании независимо от источников их финансирования, эквивалентен потоку денежных средств, которые могут быть направлены всем поставщикам капитала.

**Остаточный денежный поток** — это денежный поток, остающийся у собственников компании после расчетов с кредиторами.

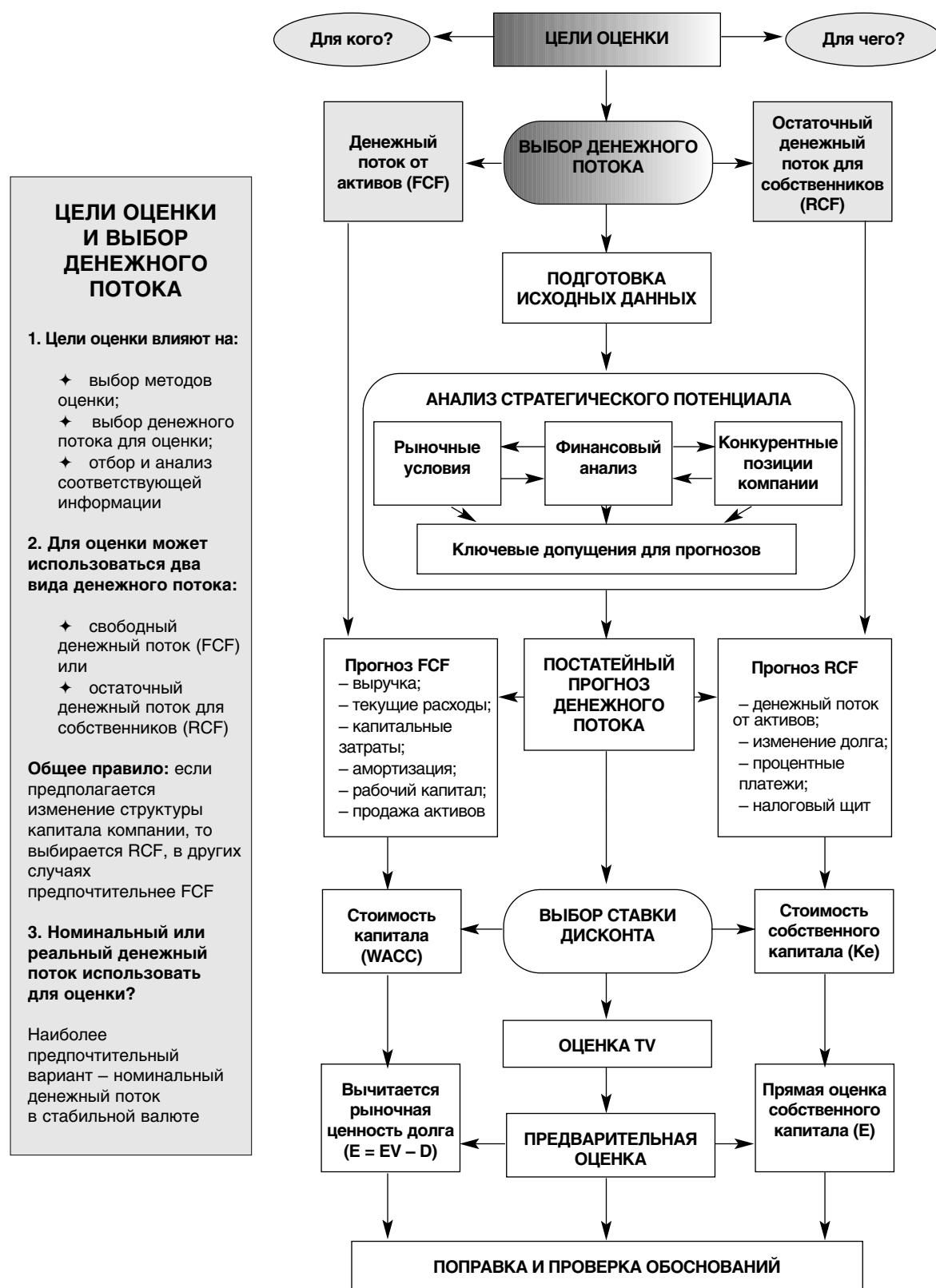


Рис. 4. Модель оценки бизнеса методом DCF

Факторы формирования свободного денежного потока отражены в следующей формуле :

$$FCF = (S - C - DA) \times (1 - T) - (CapEx - DA - SV) - WC, \quad (2)$$

где FCF – свободный денежный поток за период;

S – выручка от реализации;

C – текущие расходы;

DA – износ и амортизация;

T – ставка налогообложения;

CapEx – капитальные затраты;

SV – ценность высвобождаемых активов;

WC – изменение рабочего капитала.

Остаточный денежный поток или денежный поток, остающийся у собственников (формула 3), отличается от свободного денежного потока на величину поступлений и возврата заемных средств, издержек по обслуживанию долга и налогового щита, связанного с выплатой процентов.

$$RCF = FCF + D - I + T, \quad (3)$$

где RCF – остаточный денежный поток за период;

FCF – свободный денежный поток за период;

D – чистое получение долга;

I – процентные платежи по долгу;

T – “налоговый щит” (I x T).

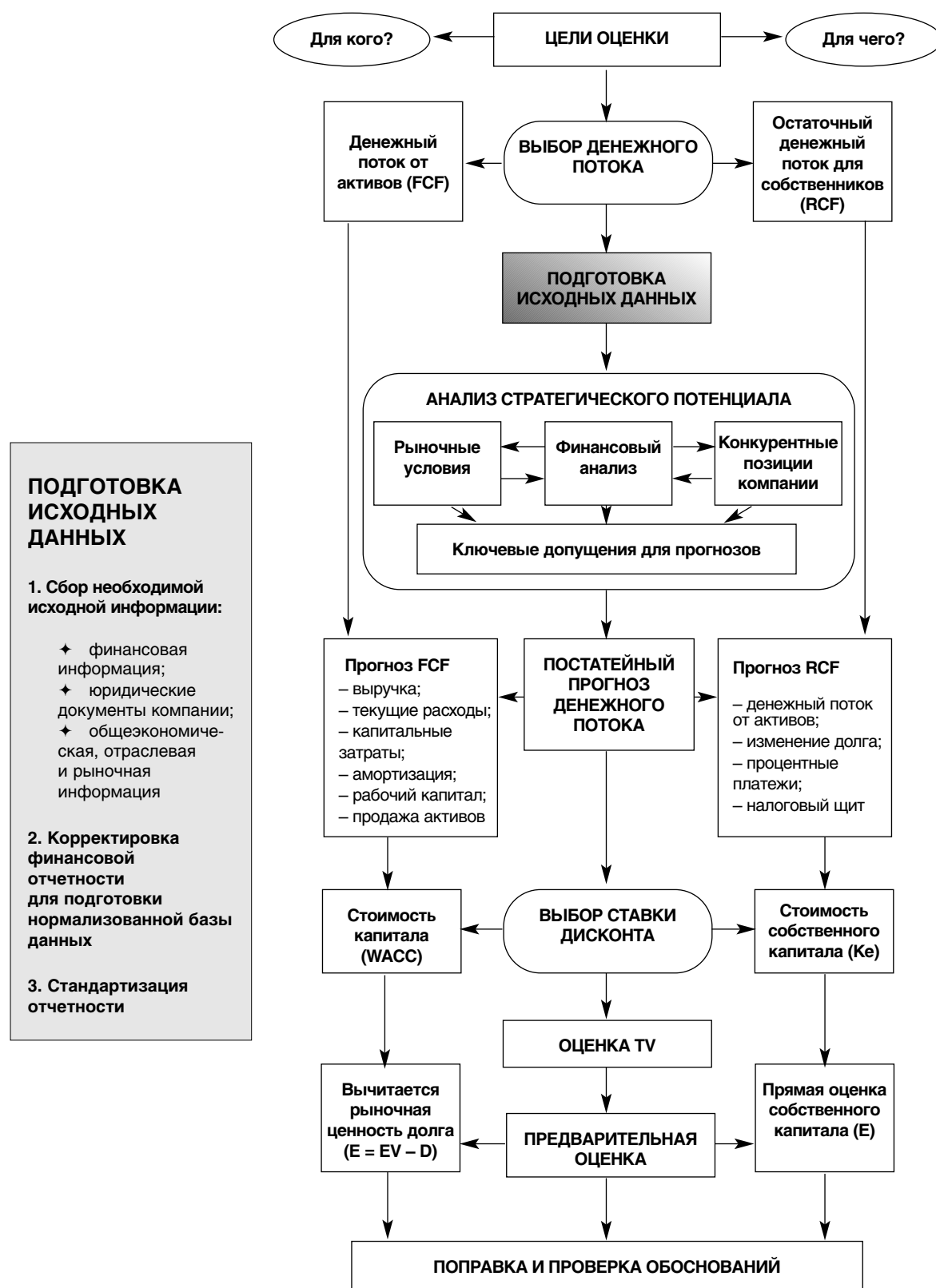
**Важно помнить о том, что выбор того или иного определения денежного потока влечет за собой разные схемы оценки**

Важно помнить о том, что выбор того или иного определения денежного потока влечет за собой разные схемы оценки.

Если выбирается свободный денежный поток (FCF), то в качестве ставки дисконта применяется средневзвешенная стоимость капитала компании (WACC) и в результате оценки получается ценность всего инвестированного капитала компании (EV). Чтобы определить ценность капитала для собственников (E), надо вычесть рыночную ценность долга (D).

Если для оценки выбран остаточный денежный поток (RCF), то в качестве ставки дисконта применяется стоимость собственного капитала компании (Ke) и в результате оценки напрямую получается ценность капитала для собственников (E). При корректной оценке эти два метода дают один и тот же результат.

Для большинства целей и условий оценки предпочтительней метод FCF, так как он дает больше информации об источниках ценности. Метод RCF применяется в тех случаях, когда оценке подвергается предполагаемое изменение финансовой политики.



### ПОДГОТОВКА ИСХОДНЫХ ДАННЫХ

#### 1. Сбор необходимой исходной информации:

- ✦ финансовая информация;
- ✦ юридические документы компании;
- ✦ общеэкономическая, отраслевая и рыночная информация

#### 2. Корректировка финансовой отчетности для подготовки нормализованной базы данных

#### 3. Стандартизация отчетности

Рис. 5. Модель оценки бизнеса методом DCF

**Какой денежный поток прогнозировать – номинальный или реальный?**

Второй важный выбор перед началом оценки: какой денежный поток прогнозировать – номинальный или в реальном выражении? Если выбирается реальный денежный поток, то необходимо ставку дисконта переводить в реальное выражение и анализ показателей прошлой деятельности также переводить на реальную основу (очищать от инфляции), а это весьма непросто и отнимет много времени. Поэтому большинство оценщиков предпочитают оперировать номинальными денежными потоками и ставками. В условиях высокой инфляции предпочтительнее использовать денежные потоки и ставки, выраженные в стабильной валюте.

### **2.1.2. Подготовка исходных данных для оценки**

Информация, которую оценщик должен собрать перед началом оценки, должна отражать ситуацию на предприятии, точно соответствовать целям оценки и комплексно учитывать внешние условия функционирования предприятия.

Для обоснованной оценки необходимо собрать информацию по следующим направлениям:

- ◆ финансовая информация;
- ◆ юридические документы компании;
- ◆ общеэкономическая, отраслевая и рыночная информация.

**Финансовая информация** включает в себя ретроспективную финансовую отчетность, как годовую, так и промежуточную, налоговые декларации по федеральным и местным налогам, прогнозные финансовые документы, иные данные учета.

**Юридические документы** компании необходимы для того, чтобы, во-первых, выяснить долю участия в собственности, подлежащую оценке, и ее отношение к другим долям участия и, во-вторых, определить, влияют ли договорные отношения внутри компании на оценку ее ценности. В перечень рассматриваемой документации следует включать учредительные документы компании, реестры акционеров, контракты найма основных управляющих, кредитные и арендные соглашения, патентную документацию и др.



**Общэкономическая, отраслевая и рыночная информация** доставляется многочисленными источниками: статистическими и финансовыми справочниками, публикуемыми государственными учреждениями, промышленными и торговыми ассоциациями, финансовыми газетами, электронными справочниками в Интернете и т. д. Оценщик может быть просто задавлен этой массой информации. Поэтому важно определить с самого начала, какие внешние факторы являются ключевыми для оценки данного предприятия и для поставленных целей оценки.

**Корректировка  
финансовой  
отчетности  
для подготовки  
нормализован-  
ной базы данных**

*Целью корректировок является:*

- ◆ подготовить надежную, разумную отправную точку для проведения оценки;
- ◆ дать понимание того, как должна выглядеть предшествующая деятельность в нормальных условиях ( и на совместимой базе с компаниями-аналогами) и что может обоснованно ожидать возможный покупатель от компании, руководствуясь ее историей.

*Основными задачами корректировки отчетности являются:*

- ◆ нормализация отчетных данных;
- ◆ трансформация бухгалтерской отчетности в международные стандарты.

**Нормализационные** корректировки касаются как баланса (недействующие и избыточные активы), так и отчета о прибылях и убытках (случайные, единовременные, нетипичные для данного бизнеса доходы и затраты, избыточные вознаграждения собственнику или персоналу и т. д.).

**Трансформация** бухгалтерской отчетности необходима в том случае, если компания ведет учет только в российском стандарте учета, а она не позволяет осуществить достаточно обоснованный анализ и оценку предприятия. Кроме того, используя российскую отчетность, невозможно будет сопоставить данные оцениваемой компании с данными по компаниям-аналогам и глобальному рынку, а без этого оценка будет недостаточно обоснованной.

### 2.1.3. Анализ стратегического потенциала компании

Для составления прогноза будущих доходов и денежного потока главное выявить, каких результатов способна добиться компания по ключевым факторам ценности: темпам роста и рентабельности инвестиций.

Такой анализ позволяет понять, каким потенциалом роста обладает компания, какими конкурентными преимуществами или слабостями обладает компания и какова ее способность к созданию ценности. Среди финансовых аналитиков, профессионально занятых в области оценки бизнеса, получил широкое распространение термин "измерение стратегического потенциала компании".

Основная задача — **выявление стратегических источников ценности** компании. Стратегический источник ценности — это ресурсы, средства, ключевые компетенции, имеющие значительное влияние на долгосрочную способность компании к генерированию денежных потоков. Эти способности должны быть измеримыми и находиться в сфере влияния менеджмента.

Выявление стратегических источников ценности начинается с **анализа финансовых результатов деятельности**. Анализ прошлой деятельности компании проводится с целью выявить основные тенденции в деятельности компании. Для этого необходимо провести тщательный анализ факторов, формирующих денежный поток компании, выявить основные соотношения и пропорции между этими факторами, тенденции их изменения и на базе этого сформировать ключевые предположения для прогнозов. Основное внимание при анализе следует уделять основным факторам, создающим ценность, а именно темпам роста доходов, прибыли, капитальных вложений и рентабельности инвестированного капитала в сравнении со стоимостью капитала.

Горизонт анализа должен быть не менее трех лет, но если есть возможность провести корректный анализ за большее количество лет, то его следует проводить, так как ценность такого анализа будет выше.

Содержание анализа определяется его целевой функцией — результаты анализа кладутся в основу прогноза будущей деятельности. Поэтому наибольшее внимание уделяется тем показателям и пропорциям, которые будут ключевыми при формировании прогноза денежного потока. Анализ результатов деятельности не должен сводиться лишь к набору коэффициентов. Ни к чему использовать финансовые коэффициенты, дублирующие основные соотношения, или те, кото-

**Основная задача анализа – выявление стратегических источников ценности**

**Анализ финансовых результатов деятельности компании**

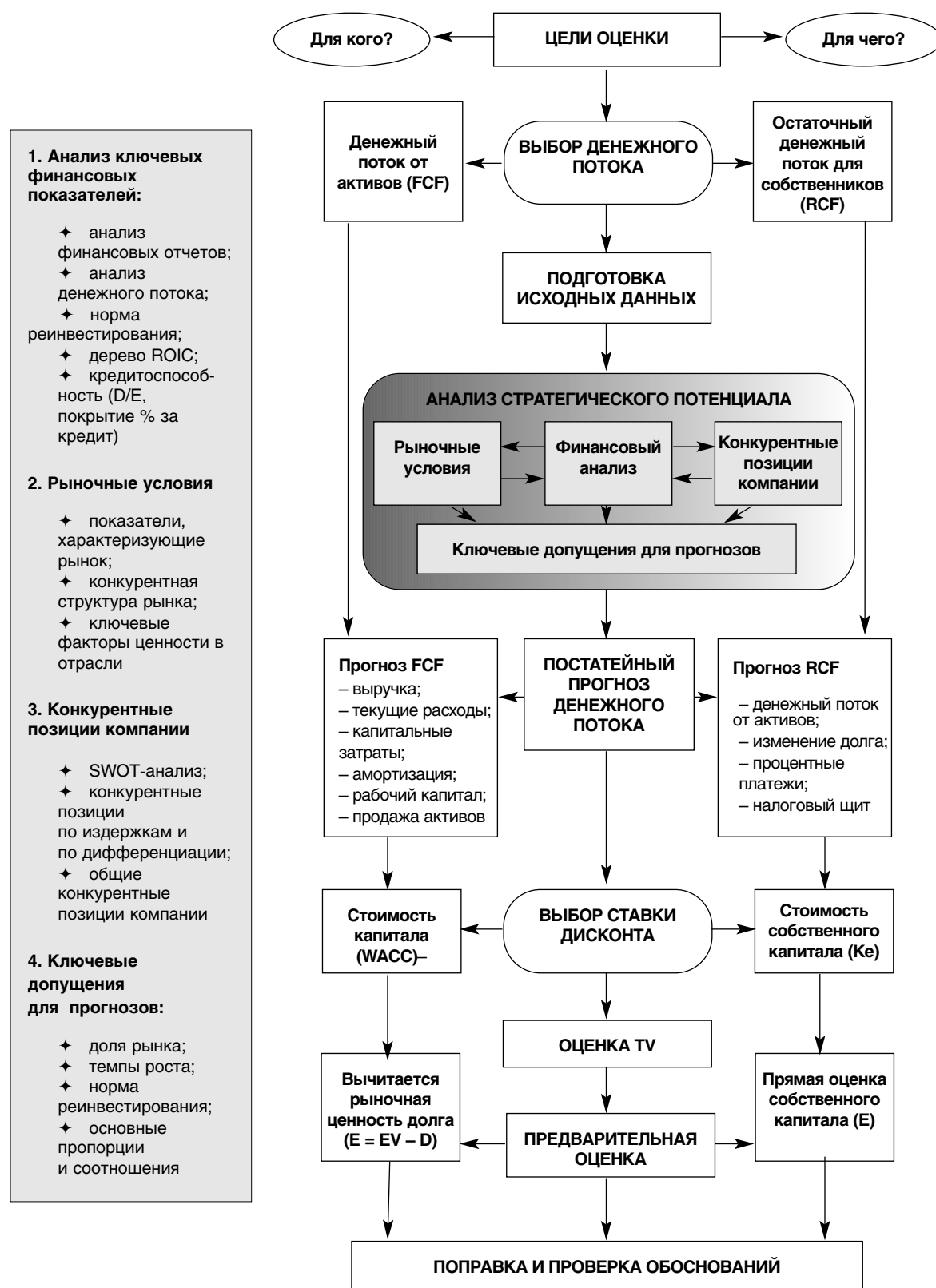


Рис. 6. Модель оценки бизнеса методом DCF

рые никак не помогают объяснить ключевые факторы ценности.

Основное внимание при анализе необходимо уделять показателям, характеризующим ключевые факторы ценности:

- ◆ **анализ отчетов** (вертикальный и горизонтальный анализ) позволяет выявить основные пропорции и устойчивые соотношения между разными статьями затрат и выручкой, структуру активов и пассивов компании и тенденции ее изменения;
- ◆ **анализ свободного денежного потока (FCF)**, то есть фактического денежного потока от основной деятельности. Такой анализ позволяет выявить тенденции изменения основных компонентов денежного потока (см. формулу 2). Эту формулу можно представить в другом виде:

$$FCF = EBIT \times (1 - T) \times (1 - V), \quad (4)$$

где FCF – свободный денежный поток;

EBIT – операционная прибыль;

T – ставка налога;

V – норма реинвестирования;

EBIT  $\times$  (1 – T) называется NOPAT – посленалоговая операционная прибыль;

$V = (CapEx - DA - SV + WC) / EBIT \times (1 - T)$  или чистые суммарные инвестиции/NOPAT.

Таким образом, анализ свободного денежного потока позволяет выявить факторы, определяющие NOPAT, и определить, какая норма реинвестирования свойственна для компании.

- ◆ **анализ дерева ROIC** – это комплексный анализ факторов, влияющих на рентабельность инвестиро-

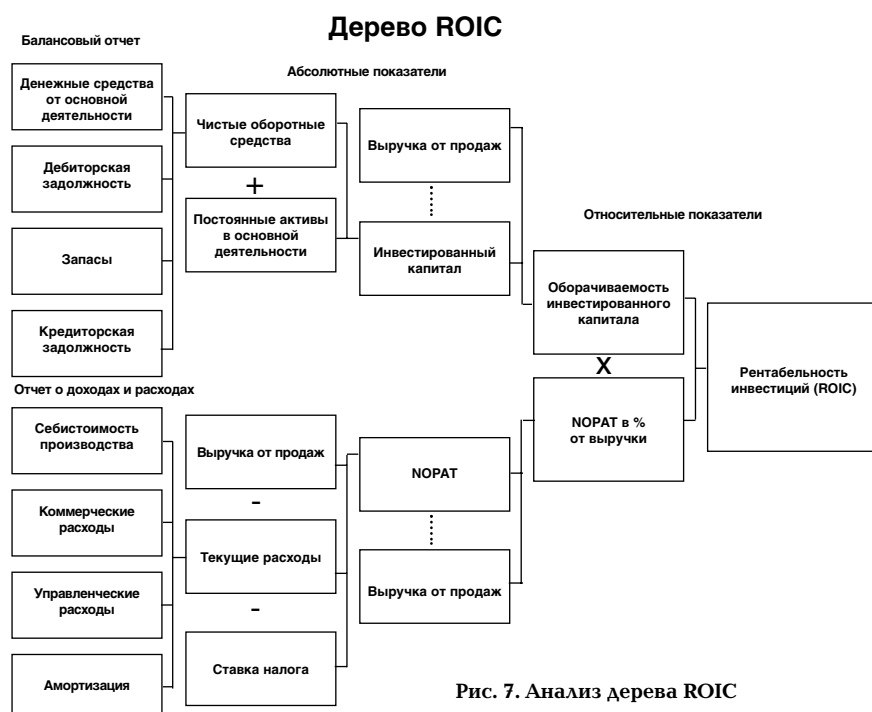


Рис. 7. Анализ дерева ROIC

ванного капитала, а этот показатель является одним из ключевых факторов ценности компании.

Анализ структуры дерева ROIC и динамики изменения его составных частей позволяет оценить влияние основных факторов изменения рентабельности инвестированного капитала, следовательно, и ценности компании. Значимость такого анализа существенно повышается, если его провести в сравнении с соответствующими показателями отрасли и основных конкурентов.

◆ **кредитоспособность компании** характеризуют два основных показателя: D/E и покрытие процента по заемным средствам. Отношение долга и собственного капитала показывает, в какой степени компания использует финансовый рычаг. Покрытие процента — это показатель финансовой безопасности компании. Он дает представление о том, насколько может сократиться операционная прибыль, прежде чем компания станет испытывать затруднения в обслуживании своего долга.

Анализ вышеприведенных показателей в совокупности с анализом нефинансовых факторов ценности позволяет составить целостную картину результатов деятельности компании, позволяющую сформировать ключевые допущения для прогнозов.

### Комплексная оценка стратегического потенциала компании

Анализ финансовых показателей — это только первый этап, позволяющий выявить, определить направления дальнейшего анализа. Необходима комплексная оценка и интерпретация результатов деятельности в свете стратегических позиций компании, позволяющая оценить способность компании создавать и удерживать конкурентные преимущества и генерировать долгосрочные денежные потоки.

Поэтому процесс выявления потенциала генерирования ценности состоит из двух взаимосвязанных частей.

### Анализ рыночных условий

1. *Анализ рыночных условий* включает в себя анализ общей ситуации в отрасли и конкуренции в ней. Для анализа рынка, выявления рыночных возможностей и угроз применяются методы и технологии, разработанные в области маркетинга и стратегического менеджмента и описанные в соответствующих учебниках. Цель проведения анализа рыночных условий — получить ответы на следующие вопросы:

- ◆ Каковы основные экономические показатели, характеризующие отрасль?
- ◆ Какие конкурентные силы действуют в отрасли и какова степень их влияния?
- ◆ Что вызывает изменения в структуре конкурентных сил отрасли и какое влияние эти факторы окажут в будущем?

**Основное внимание при анализе – движущим факторам ценности в отрасли**

## Анализ конкурентных позиций компании

**Важнейший инструмент анализа – концепция цепочки создания ценности**

- ◆ У каких компаний наиболее сильные /слабые конкурентные позиции?
- ◆ Каков следующий наиболее вероятный стратегический шаг конкурентов?
- ◆ Какие ключевые факторы определяют успех или неудачу в конкурентной борьбе?
- ◆ Насколько привлекательна отрасль с точки зрения перспектив получения экономической прибыли?

Основное внимание при анализе — *движущим факторам ценности в отрасли.*

**2. Анализ конкурентных позиций компании.** Оценка стратегической позиции компании включает в себя ответ на следующие вопросы.

- ◆ Насколько эффективна действующая стратегия? Ответ на этот вопрос включает в себя оценку действующей стратегии как с качественной стороны (завершенность, внутренняя согласованность, обоснованность, соответствие ситуации), так и с количественной (стратегические и финансовые результаты).
- ◆ В чем сила и слабость компании, какие у нее возможности и угрозы? Анализ этих аспектов при помощи SWOT-анализа дает общую картину положения компании.
- ◆ Конкурентоспособны ли цены и издержки компании? Важнейший инструмент анализа — концепция цепочки создания ценности. Стратегический анализ издержек включает в себя сравнение издержек фирмы с ее основными конкурентами по всей цепочке, начиная от покупки сырья до продажи и послепродажного обслуживания потребителей.
- ◆ *Насколько прочна конкурентная позиция компании?* Какое положение занимает компания по сравнению с конкурентами по основным ключевым факторам ценности (доля на рынке, рост числа потребителей, относится к "точкам роста" на данном рынке, преимущество в дифференциации, более низкие издержки, технологические и инновационные преимущества, уровень экономической прибыли выше, чем у конкурентов).
- ◆ С какими проблемами может столкнуться компания? Если стратегия компании не изменится, то с какими проблемами может столкнуться компания в ближайшем будущем и как это повлияет на способность к получению экономической прибыли.

**Завершается анализ стратегического потенциала** компании определением *ключевых предположений* для прогно-

зов доходов и денежного потока. Перечень ключевых допущений включает в себя:

- ◆ объем рынка и тенденции его изменения;
- ◆ изменение доли рынка компании в прогнозном периоде;
- ◆ динамика цен и объемов продукции;
- ◆ маржа прибыли;
- ◆ рентабельность инвестированного капитала;
- ◆ норма реинвестирования;
- ◆ норматив рабочего капитала и др.



### Конкретная ситуация 1

*Владелец контрольного пакета (85 % акций) ЗАО "Усупинский фармацевтический завод" рассматривает вопрос продажи своего пакета стратегическому инвестору — компании "Фармазон". Перед независимым оценщиком поставлена задача: сначала оценить справедливую рыночную ценность компании ("как есть"), а потом инвестиционную ценность для данного инвестора. (В настоящем учебном пособии будет рассмотрена только оценка справедливой рыночной ценности данного предприятия.)*

#### Краткая характеристика предприятия

*ЗАО "Усупинский фармацевтический завод" — производитель готовых лекарственных средств (ГЛС) в твердых формах — таблетках и капсулах. Завод выпускает препараты-дженерики (с истекшим сроком патентной защиты) нескольких фармакотерапевтических групп. Завод построен итальянскими специалистами в 1997 году в Ивановской области. В последующие годы завод был доукомплектован современным оборудованием западного производства. Функциональные подразделения находятся в Москве. Объем продаж составил в 2003 году 8450 тыс. долл., что соответствует рыночной доле в 0,21 %.*

#### Финансовый анализ результатов деятельности предприятия для целей оценки бизнеса

*После ознакомления с предприятием, сбора необходимой информации о компании и проведения процедур трансформации и нормализации финансовой отчетности оценщик приступил к финансовому анализу результатов деятельности и формированию ключевых допущений для прогнозов. Исходя из целей оценки, аналитик принимает решение оценивать компанию, используя прогноз свободного денежного потока в номинальном долларовом выражении.*

*В таблицах 1, 3 и 5 приведены данные нормализованной финансовой отчетности предприятия за последние пять лет. В таблицах 2, 4, 6, 7 — результаты анализа:*

- ◆ вертикальный анализ отчета о прибылях и баланса;
- ◆ анализ денежного потока и нормы реинвестирования;
- ◆ анализ ключевых финансовых коэффициентов.

Как видно из аналитических таблиц, ЗАО "Усупинфарм" является растущим предприятием – за пять лет объем продаж вырос в 2,6 раза. Растущий спрос на продукцию позволяет предприятию интенсивно развиваться – норма реинвестирования составляет около 80%, причем развитие происходит в основном за счет собственных средств – D/E составляет всего 0,1.

Как видно из вертикального анализа отчетов и анализа финансовых коэффициентов, предприятие развивается довольно устойчиво, пропорции между основными параметрами деятельности компании сохраняются на стабильном уровне. Показатель рентабельности инвестированного капитала рос в течение пяти лет и достиг уровня 25%, причем этот рост обеспечивался как за счет повышения маржи прибыли, так и за счет роста оборачиваемости инвестированного капитала.

♦ Анализ позволяет вывести некоторые устойчивые пропорции и соотношения, которые в дальнейшем будут использоваться при составлении прогноза доходов и денежного потока.

### Отчет о прибылях и убытках

Таблица 1

	1999	2000	2001	2002	2003
Чистые продажи	3200	3800	4500	5850	8450
Темп роста выручки		18,8%	18,4%	30,0%	44,4%
Себестоимость реализации	1820	2115	2503	3302	4763
Валовая прибыль	1380	1685	1997	2548	3687
Операционные расходы	865	1043	1263	1431	1773
ЕБИТДА	515	642	733	1118	1914
Износ	67	83	109	126	187
ЕБИТ	448	559	624	992	1727
Проценты уплаченные	32	38	45	48	46
ЕВТ	416	521	10	944	1680
Налоги	100	125	139	227	403
Чистый доход	316	396	440	718	1277
Нераспределенная прибыль – остаток на начало периода	550	866	1262	1702	2919
Минус: дивиденды	0	0	0	0	0
Нераспределенная прибыль – остаток на конец периода	866	1262	1702	2419	3697



## Отчет о прибылях и убытках (вертикальный анализ)

Таблица 2

	1999	2000	2001	2002	2003
Чистые продажи	100%	100%	100%	100%	100%
Себестоимость реализации	56,9%	55,7%	55,6%	56,4%	56,4%
Валовая прибыль	41,1%	44,3%	44,4%	43,6%	43,6%
Операционные расходы	27,0%	27,4%	28,1%	24,5%	21,0%
Операционные доходы	16,1%	16,9%	16,3%	19,1%	22,7%
Прочие доходы (расходы)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Прибыль от продажи земли	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ЕБИТДА	16,1%	16,9%	16,3%	19,1%	22,7%
Износ	2,1%	2,2%	2,4%	2,1%	2,2%
ЕБИТ	14,0%	14,7%	13,9%	17,0%	20,4%
Проценты уплаченные	1,0%	1,0%	1,0%	0,8%	0,5%
ЕВТ	13,0%	13,7%	12,9%	16,1%	19,9%
Налоги	3,1%	3,3%	3,1%	3,9%	4,8%
Чистый доход	9,9%	10,4%	9,8%	12,3%	15,1%

## Балансовый отчет

Таблица 3

	1999	2000	2001	2002	2003
<b>АКТИВЫ</b>					
Текущие активы:					
Денежные средства и эквиваленты	218	313	325	483	693
Дебиторская задолженность	391	433	463	613	794
Товарно-материальные запасы	579	648	706	884	1156
<b>Итого текущие активы</b>	<b>1187</b>	<b>1394</b>	<b>1495</b>	<b>1979</b>	<b>2643</b>
Недвижимость, машины и оборудование	1745	1950	2305	2705	3388
Прочие активы	93	67	130	80	128
<b>Итого активов</b>	<b>3025</b>	<b>3411</b>	<b>3929</b>	<b>4784</b>	<b>6159</b>
Обязательства					
Текущие обязательства:					
Кредиторская задолженность	397	402	476	617	710
Начисленные расходы	222	202	215	191	192
Текущая часть долгосрочных обязательств	86	88	85	84	85
<b>Итого текущие обязательства</b>	<b>705</b>	<b>692</b>	<b>776</b>	<b>892</b>	<b>987</b>
Долгосрочные заемные средства	384	388	382	403	405
<b>Итого обязательства</b>	<b>1089</b>	<b>1080</b>	<b>1158</b>	<b>1295</b>	<b>1392</b>
Собственный капитал	0	0	0	0	0
Обыкновенные акции	1070	1070	1070	1070	1070
Нераспределенная прибыль	866	1262	1702	2419	3697
<b>Итого собственный капитал</b>	<b>1936</b>	<b>2332</b>	<b>2772</b>	<b>3489</b>	<b>4767</b>
<b>Итого обязательств и собственный капитал</b>	<b>3025</b>	<b>3411</b>	<b>3929</b>	<b>4784</b>	<b>6159</b>

## Балансовый отчет (вертикальный анализ)

Таблица 4

	1999	2000	2001	2002	2003
<b>АКТИВЫ</b>					
Текущие активы:					
Денежные средства и эквиваленты	7,2%	9,2%	8,3%	10,1%	11,3%
Дебиторская задолженность	12,9%	12,7%	11,8%	12,8%	12,9%
Товарно-материальные запасы	19,1%	19,0%	18,0%	18,5%	18,8%
<b>Итого текущие активы</b>	<b>39,3%</b>	<b>40,9%</b>	<b>38,0%</b>	<b>41,4%</b>	<b>42,9%</b>
Недвижимость, машины и оборудование	57,7%	57,2%	58,7%	57,0%	55,0%
Прочие активы	3,1%	2,0%	3,3%	1,7%	2,1%
<b>Итого активов</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Обязательства					
Текущие обязательства:					
Кредиторская задолженность	13,1%	11,8%	12,1%	12,9%	11,5%
Начисленные расходы	7,4%	5,9%	5,5%	4,0%	3,1%
Текущая часть долгосрочных обязательств	2,8%	2,6%	2,2%	1,7%	1,4%
<b>Итого текущие обязательства</b>	<b>23,1%</b>	<b>20,3%</b>	<b>19,7%</b>	<b>18,6%</b>	<b>16,0%</b>
Долгосрочные заемные средства	12,7%	11,4%	9,7%	8,4%	6,6%
<b>Итого обязательства</b>	<b>36,0%</b>	<b>31,6%</b>	<b>29,5%</b>	<b>27,1%</b>	<b>22,6%</b>
Собственный капитал	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Обыкновенные акции	35,4%	31,4%	27,2%	22,4%	17,4%
Нераспределенная прибыль	28,6%	37,0%	43,3%	50,6%	60,0%
<b>Итого собственный капитал</b>	<b>64,0%</b>	<b>68,4%</b>	<b>70,5%</b>	<b>72,9%</b>	<b>77,4%</b>
<b>Итого обязательств и собственный капитал</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

## Отчет о движении наличности

Таблица 5

	2000	2001	2002	2003
<b>Денежные потоки от основной деятельности</b>				
Чистый доход	396	440	718	1277
<b>Некассовые расходы, доходы, убытки и приросты, включенные в доход</b>				
Износ и амортизация	83	109	126	187
Изменение дебиторской задолженности	- 42	- 30	- 149	- 181
Изменение товарно-материальных запасов	- 69	- 57	- 178	- 272
Изменение кредиторской задолженности	5	74	142	92
Изменение начисленных расходов	- 20	13	- 24	0
<b>Итого денежные потоки от основной деятельности</b>	<b>352</b>	<b>548</b>	<b>634</b>	<b>1104</b>
<b>Денежные потоки от инвестиционной деятельности</b>				
Покупка основных средств	- 289	- 464	- 546	- 850
Продажа основных средств	0	0	0	0
Изменение прочих активов	26	- 63	50	- 48
<b>Итого денежные потоки от инвестиционной деятельности</b>	<b>- 263</b>	<b>- 527</b>	<b>- 496</b>	<b>- 898</b>
<b>Денежные потоки от финансовой деятельности</b>				
Дивиденды	0	0	0	0
Изменение долгосрочных обязательств	6	- 9	19	5
<b>Итого денежные потоки от финансовой деятельности</b>	<b>6</b>	<b>- 9</b>	<b>19</b>	<b>5</b>
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>95</b>	<b>12</b>	<b>158</b>	<b>210</b>
<b>Остаток денежных средств на начало года</b>	<b>218</b>	<b>313</b>	<b>325</b>	<b>483</b>
<b>Остаток денежных средств на конец года</b>	<b>313</b>	<b>325</b>	<b>483</b>	<b>693</b>

## Финансовый анализ

### Свободный денежный поток

Таблица 6

	2000	2001	2002	2003
ЕВИТ	559	624	992	1727
ЕВИТ(1-Т)	425	474	754	1312
<b>Суммарные чистые инвестиции</b>				
Капитальные затраты	- 289	- 464	- 546	- 850
Продажа основных средств	0	0	0	0
Износ и амортизация	83	109	126	187
<b>Изменения в рабочем капитале</b>				
Изменение дебиторской задолженности	- 42	- 30	- 149	- 181
Изменение товарно-материальных запасов	- 69	- 57	- 178	- 272
Изменение кредиторской задолженности	5	74	142	92
Изменение начисленных расходов	- 20	13	- 24	0
<i>Итого изменения в рабочем капитале</i>	- 128	- 1	- 209	- 361
<b>Итого суммарные чистые инвестиции</b>	- 333	- 356	- 629	- 1024
<b>Итого свободный денежный поток (FCF)</b>	92	118	124	289
Норма реинвестирования (В)	0,78	0,75	0,83	0,78

### Финансовые показатели

Таблица 7

	1999	2000	2001	2002	2003
IC	2312	2741	3109	3896	5130
Маржа (NOPAT/S)	9,1%	11,2%	10,5%	12,9%	15,5%
S/IC	1,4	1,4	1,4	1,5	1,6
ROIC	12,6%	15,5%	15,3%	19,4%	25,6%
D/E	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
ЕВИТ/ Затраты на выплату процентов	14,0	14,7	13,9	20,8	37,3
WC	350	478	478	688	1048
WC/S	10,9%	12,6%	10,6%	11,8%	12,4%

## **Анализ рыночных условий и конкурентных позиций ЗАО "Усупинфарм"**

*После проведения финансового анализа оценщик собрал рыночную информацию по отрасли фармацевтическая промышленность и провел анализ рыночных условий и конкурентных позиций компании. Ниже приведены краткие результаты анализа.*

### **1. Объем рынка и его сегментов, платежеспособный спрос на продукцию и его перспективы**

*Объем российского фармацевтического рынка составил в 2002 году около 3 млрд. долл. в ценах производителей, в том числе 66 % по стоимости занимает импортная продукция, 34 % – отечественная. Объем рынка растет на 8–10 % в год, на ближайшие 3–4 года прогнозируется увеличение темпов роста до 10–12 % в год. Основную долю (до 65 %) рынка занимают препараты с истекшим сроком патентной защиты – неименованные (продающиеся под международным непатентованным названием – МНН) и брендовые (продающиеся под торговым названием) дженерики. Это связано с низкой покупательной способностью населения и неспособностью российских фармпроизводителей вкладывать значительные средства в разработку и продвижение новых инновационных препаратов-брендов (которые составляют основной сегмент на западном фармрынке).*

*Среднедушевой уровень потребления лекарств в России составляет около 20–25 долл. на человека в год, при этом уровень потребления ЛС в странах бывшего соцлагеря находится на уровне 60–80 долл./чел. в год, в развитых странах достигает 150 долл.*

*Постоянный рост уровня доходов населения (на 6,9 % в 2002 году) позволяет прогнозировать постепенную переориентацию населения на покупку более современных, дорогих и качественных препаратов.*

### **2. Уровень конкуренции на данном рынке, основные конкуренты**

*В связи с тем что большинство российских фармпроизводителей работают на пересекающихся позициях-дженериках, уровень конкуренции в отрасли очень высокий. ЗАО "Усупинфарм" конкурирует с производителями ГЛС в твердых формах, среди которых есть как старые советские предприятия, занимающие ведущее положение на рынке по производственным мощностям и широте ассортимента ("Акрихин", "Верофарм", "Отечественные лекарства", ICN и др.), так и новые предприятия, построенные с нуля или после глубокой модернизации ("Макиз-Фарма", ФО "Оболенское", "Сотекс", "Фармакон"), которые проводят агрессивную ценовую политику с целью закрепиться на рынке. В последнее время на российский фармрынок выходят средние западные производители, строящие современные заводы на территории России. На рынок также стремятся пробиться производители из стран СНГ (Украина), предлагающие новые дженерики по низким ценам.*

### **3. Конкурентная позиция компании ЗАО "Усупинфарм"**

*SWOT-анализ компании позволил выявить основные сильные и слабые стороны компании в конкурентной борьбе, возможности и угрозы стоящие перед компанией.*

<b>ВНУТРЕННИЕ ФАКТОРЫ</b>	<b>Сильные стороны</b>	<b>Слабые стороны</b>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- современное оборудование;</li> <li>- гибкая структура производства, компактность и автономность;</li> <li>- ориентация на высокое качество (стандарты GMP);</li> <li>- квалифицированные кадры</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- малая узнаваемость на рынке;</li> <li>- ограниченные финансовые ресурсы;</li> <li>- отсутствие инновационных препаратов</li> </ul>
<b>ВНЕШНИЕ ФАКТОРЫ</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- растущий рынок;</li> <li>- стратегическое партнерство с крупнейшим фармдистрибьютором;</li> <li>- совместные проекты с западными производителями;</li> <li>- административный ресурс</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- излишняя зарегулированность рынка;</li> <li>- рост конкуренции с высокотехнологичными западными компаниями;</li> <li>- ориентация только на внутренний рынок</li> </ul>
	<b>Возможности</b>	<b>Угрозы</b>

#### 4. Рыночная доля компании и перспективы ее изменения

Объем продаж предприятия за 2003 год составил около 8,5 млн. долл., что соответствует рыночной доле в 0,21.

Руководством компании приняты основные положения стратегии развития компании на ближайшие годы:

- ◆ в области маркетинга:
  - увеличение в портфеле доли брендовых дженериков, защищенных от ценовой конкуренции;
  - проведение активных мероприятий по продвижению препаратов;
  - проведение имиджевой рекламной кампании;
- ◆ в сфере инвестиций:
  - внедрение комплексной информационной системы ERP-стандарта;
  - расширение мощностей по блистированию и упаковке;
  - строительство новой линии по производству жидких форм.

#### Выводы оценщика

1. Анализ рыночных условий и конкурентных позиций компании, а также действий и стратегии руководства позволил оценщику сделать выводы, что при выходе на полную загрузку имеющихся производственных мощностей, а также с учетом планируемого расширения производственных мощностей и освоения новых форм выпуска препаратов (жидкие формы в ампулах и флаконах) компания способна обеспечить в течение 4–5 лет **рост объема продаж до 30 млн долл. в год, с ростом занимаемой на рынке доли до 0,8–1%.**

2. Анализ финансовых показателей позволил вывести некоторые устойчивые пропорции и соотношения, которые позволили определить следующие ключевые допущения для прогнозов:

- ◆ себестоимость продукции к выручке - 56 %;
- ◆ операционные расходы к выручке - 22 %;
- ◆ отношение рабочего капитала к выручке - 12 %;
- ◆ норма реинвестирования прибыли - 0,8.

## 2.1.4. Постатейный прогноз денежного потока

### Структура прогноза

Прежде чем приступать к составлению постатейного прогноза, необходимо определиться с его структурой. Структура прогноза — это очередность прогнозирования переменных и схема взаимосвязей между ними. Можно пойти самым простым путем и построить только прогноз денежного потока. Но это не лучший путь. Наилучшая структура складывается тогда, когда исходными пунктами прогноза служат отчет о прибылях и баланс, а уже из них выводятся свободный денежный поток и другие факторы ценности. Такой путь позволяет проследить основные пропорции развития компании: изменение соотношений основных статей затрат, структуры активов и пассивов компании.

### Выбор прогнозного периода

Наиболее приемлемый подход состоит в том, что горизонт планирования должен заканчиваться не раньше того момента, когда компания достигнет устойчивого положения. Наиболее общий принцип заключается в том, чтобы избрать такой прогнозный период, в течение которого ожидается получение рентабельности новых инвестиций, устойчиво превышающих стоимость капитала.

*При любых сомнениях лучше выбирать более, а не менее продолжительный период*

При любых сомнениях лучше выбрать более, а не менее продолжительный период. В среднем прогнозный период выбирается в пределах от 5 до 10 лет. Прогнозный период не должен ограничиваться внутренним периодом планирования в компании. Если компания принадлежит к циклической отрасли, очень важно, чтобы прогноз охватывал весь цикл. В противном случае допущения о терминальной ценности могут оказаться совершенно нереалистичными. Лучше всего выводить допущения о терминальной ценности из прогноза, усредняющего циклические эффекты.

### Финансовая модель

Для осуществления прогноза денежного потока формируется финансовая модель предприятия. Построить такую модель с использованием современных программных продуктов не представляет никакой сложности. Более того, такая модель в мельчайших деталях может отображать реальные финансовые операции предприятия и формировать прогнозы на различные периоды времени. Построив такую модель, без особых сложностей можно рассчитать ценность бизнеса. Если финансовый аналитик располагает необходимыми инструментами, то ему только потребуются корректные исходные данные. Именно в корректности исходных данных и кроется основная проблема и задача.



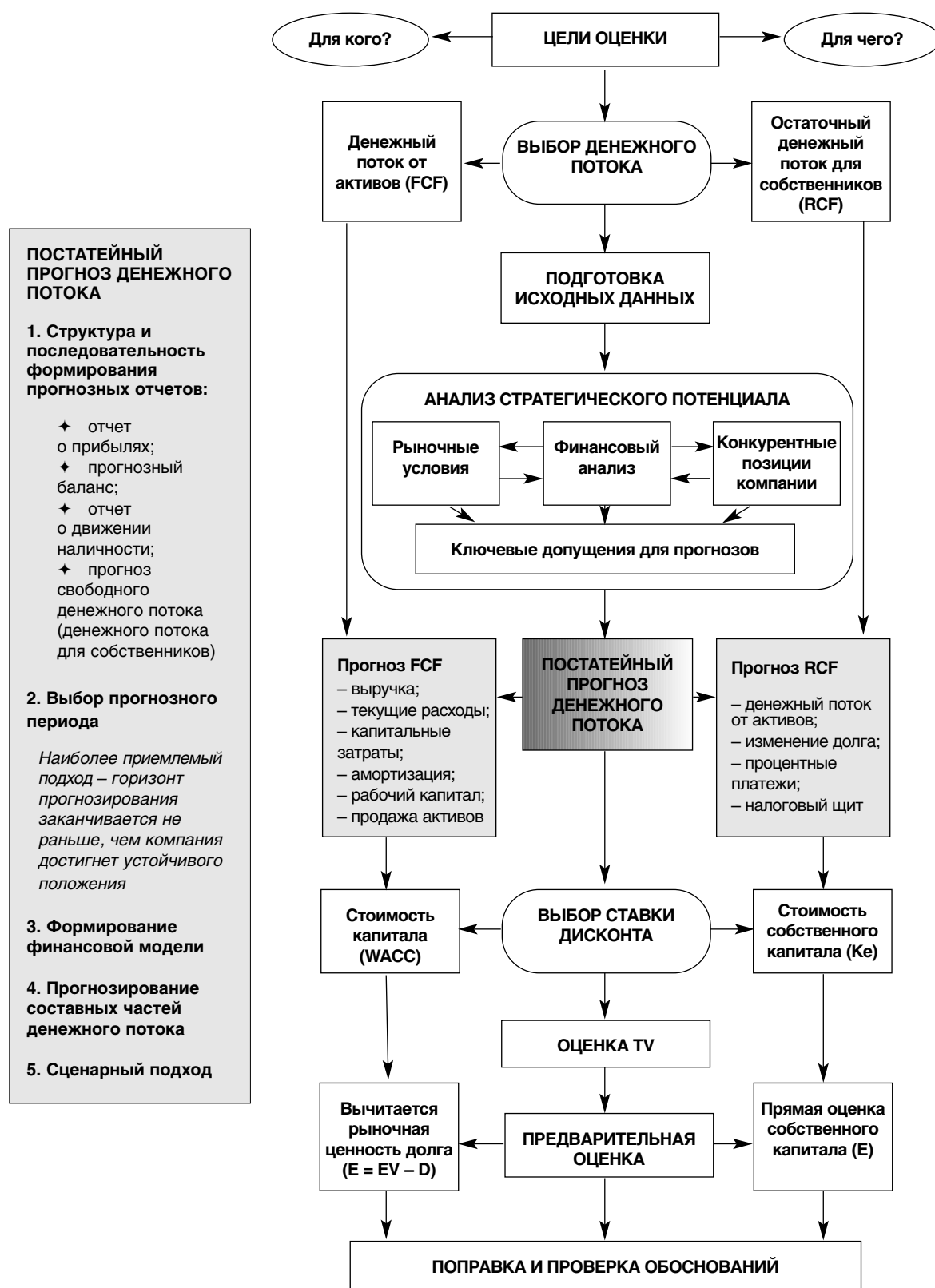


Рис. 8. Модель оценки бизнеса методом DCF

**Ключевым фактором, определяющим будущие денежные потоки, является прогнозируемая выручка**

**Ключевым фактором**, определяющим будущие денежные потоки, является *прогнозируемая выручка* (операционные доходы).

Постатейный прогноз денежного потока начинается с анализа и обоснования прогноза операционных доходов.

Большинство других переменных (расходы, рабочий капитал) выводятся из объема прогнозируемых операционных доходов.

**Анализ рабочего капитала** включает: определение суммы начального рабочего капитала и установление дополнительных величин, необходимых для финансирования будущего роста предприятия. Прогноз осуществляется на основе прогноза отдельных компонентов рабочего капитала в процентах от изменения объема продаж.

**Прогноз инвестиций** включает инвестиции, необходимые для замены существующих активов по мере их износа, а также покупки или строительства активов для увеличения производственных мощностей в будущем. Прогноз осуществляется на основе оценки остающегося срока службы активов и планов закупки нового оборудования для замены или расширения. Исходя из наличия активов, будущего их прироста и выбытия, определяется величина амортизационных отчислений на каждый год прогнозного периода.

**Сценарный подход.** Любой прогноз осуществляется в условиях неопределенности. Для того чтобы сузить рамки вероятных исходов будущей деятельности, часто оценщики прибегают к построению нескольких сценариев развития событий и соответственно строят несколько прогнозов денежного потока в соответствии с разными сценариями. Это позволяет получить ценность компании по нескольким сценариям и вычислить общее значение ценности как средневзвешенное ценностей по разным сценариям, для этого определяется вероятность осуществления каждого сценария. Такой подход позволяет повысить обоснованность оценки.

### 2.1.5. Выбор ставки дисконта

Ставка дисконта в экономическом смысле — это требуемая ставка доходности по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки.

В зависимости от выбранного для оценки бизнеса денежного потока в качестве ставки дисконта берется:

- ◆ средневзвешенная стоимость капитала компании (WACC), если выбран денежный поток от активов;
- ◆ стоимость собственного капитала ( $K_e$ ), если выбран остаточный денежный поток.

Средневзвешенная стоимость капитала компании (WACC) определяется по формуле:

$$WACC = k_d \times W_d \times (1 - T) + k_e \times W_e,$$

где  $k_d$  — стоимость заемного капитала (средняя);

$W_d$  — удельный вес долга в структуре капитала корпорации;

$T$  — ставка налога на прибыль;

$k_e$  — средняя стоимость собственного капитала корпорации;

$W_e$  — удельный вес собственного капитала в структуре капитала корпорации.

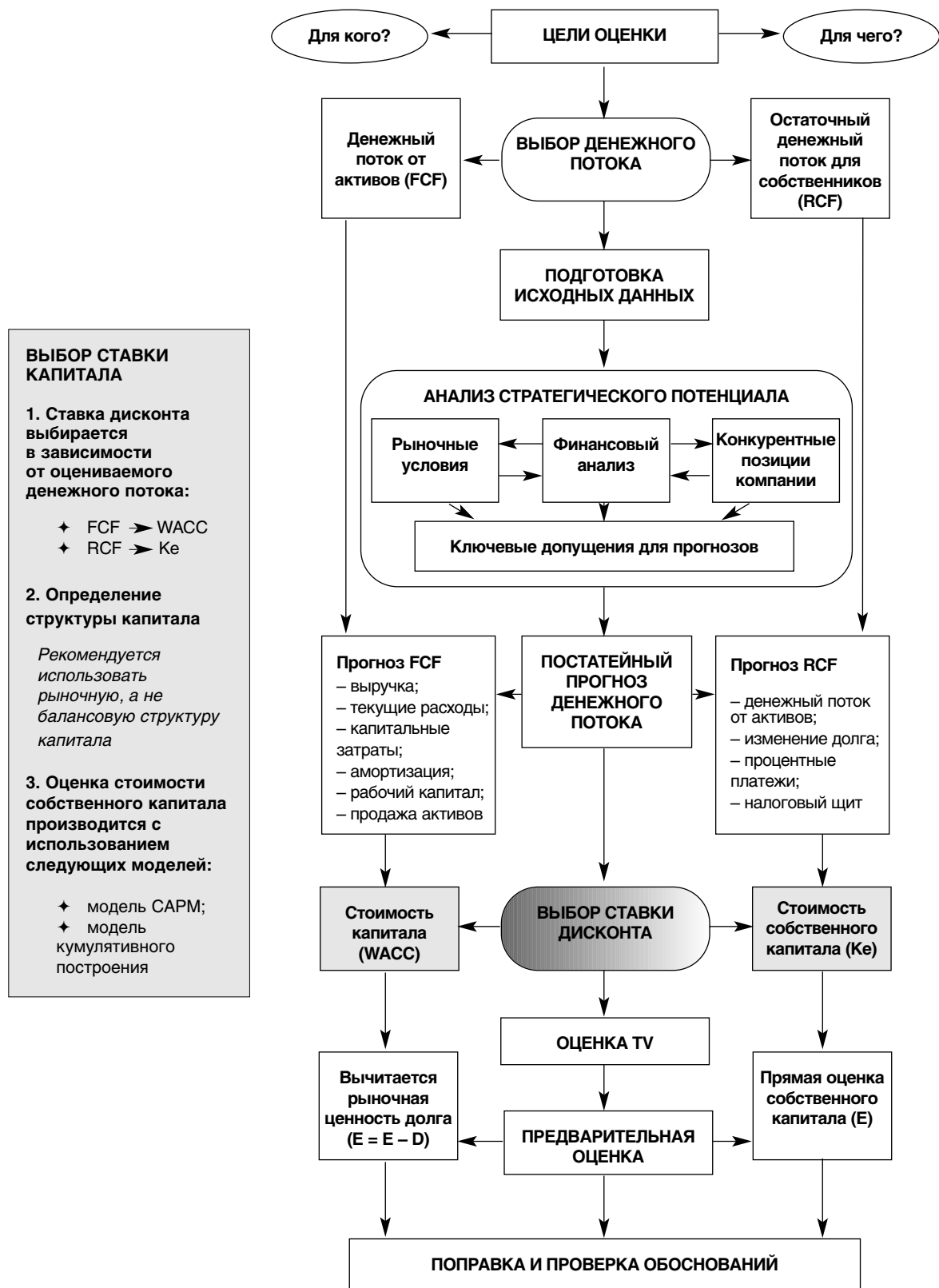
**Методологически правильно определять структуру капитала по рыночной, а не балансовой ценности источников капитала**

Один из вопросов состоит в том, какую структуру капитала брать для расчета: рыночную или балансовую. Методологически правильно определять структуру капитала по рыночной ценности всех источников капитала. Но при практическом применении этого подхода возникают сложности, в частности образуется некий заколдованный круг: рыночную ценность источников капитала еще следует рассчитать, а для ее расчета уже требуется знать рыночную ценность. Рекомендуют в этом случае двигаться методом последовательных итераций или использовать текущую рыночную оценку источников капитала. А как быть в случае, когда источники капитала не имеют рыночных котировок? Чтобы избежать подобных проблем, многие на практике, не мудрствуя лукаво, предпочитают брать для расчета сложившуюся балансовую структуру капитала, что в некоторых случаях бывает и оправданно. Но в целом это не самый лучший выход из положения. Решить названные проблемы можно, если предпринять следующие действия:

- ◆ при возможности провести анализ рыночной ценности источников капитала;
- ◆ исходить из целевой структуры капитала, то есть попытаться учесть планы по финансированию развития компании;
- ◆ проанализировать и взять в качестве ориентира структуру капитала сопоставимых компаний.

**Стоимость заемного капитала**

Стоимость заемного капитала — это, как правило, его процентная ставка на посленалоговой основе. Когда долгосрочный заемный капитал компании обходится приблизительно по текущей рыночной ставке



### ВЫБОР СТАВКИ КАПИТАЛА

1. Ставка дисконта выбирается в зависимости от оцениваемого денежного потока:

- ✦ FCF  $\Rightarrow$  WACC
- ✦ RCF  $\Rightarrow$  Ke

2. Определение структуры капитала

*Рекомендуется использовать рыночную, а не балансовую структуру капитала*

3. Оценка стоимости собственного капитала производится с использованием следующих моделей:

- ✦ модель CAPM;
- ✦ модель кумулятивного построения

Рис. 9. Модель оценки бизнеса методом DCF

процента, то балансовая и рыночная ценность этого долга одинаковые. Но если компания имеет долговые ценные бумаги с процентными ставками значительно выше или ниже уровня рыночных ставок, то необходимо вносить поправки на величину отклонения. Подобное происходит достаточно редко, особенно в закрытых компаниях.

### Стоимость собственного капитала

Оценка стоимости собственного капитала представляется гораздо более сложным делом, чем оценка стоимости заемного капитала. Наиболее часто стоимость собственного капитала компаний измеряют с использованием модели CAPM. Применяется также модель кумулятивного построения.

### Модель CAPM

Модель CAPM описывает взаимосвязь между риском и ожидаемой доходностью активов. В модели CAPM устанавливаются следующие ограничения: рынок является эффективным, активы ликвидные и делимые, отсутствуют налоги, транзакционные издержки и банкротства. Все инвесторы имеют одинаковые ожидания, действуют рационально, стремясь максимизировать свою полезность, имеют возможность брать в кредит и предоставлять средства под ставку без риска, рассматривается один временной период, доходность является только функцией риска, изменения цен активов не зависят от существовавших в прошлом уровней цен.

*Модель CAPM основана на предположении, что инвестору необходим дополнительный доход, превышающий доход от вложений с минимальным риском. Дополнительный доход является компенсацией инвестору за инвестиции в рискованные активы.*

CAPM служит для определения необходимой нормы дохода на основании трех компонентов: очищенной от риска нормы дохода, коэффициента бета и рыночной премии за риск. Уравнение CAPM выглядит следующим образом:

$$E(r) = R_f + \beta(R_m - R_f),$$

где  $R_f$  — очищенная от риска норма дохода;

$R_m$  — норма дохода по среднерыночному портфелю;

$\beta$  — коэффициент бета;

$E(r)$  — необходимая норма дохода на собственный капитал.

Таким образом, CAPM служит для определения необходимой нормы дохода для отдельной компании путем определения разницы между нормой дохода на

рынке в целом ( $R_m$ ) и очищенной от риска нормы доходов с поправкой на коэффициент бета и последующим прибавлением очищенной от риска нормы дохода ( $R_f$ ).

Очищенная от риска норма как правило основывается на величине дохода по долгосрочным правительственным облигациям развитых стран. Ориентация на данный источник дохода объясняется, во-первых, низкой степенью риска, связанной с ценными правительственными бумагами, во-вторых, высокой ликвидностью таких облигаций.

Рыночная премия является дополнительной величиной сверх очищенной от риска нормы дохода, служа компенсацией инвестору за риск инвестирования в акции компании. Обычно она измеряется величиной, на которую норма дохода по общему портфелю вложений на рынках акций компаний в течение длительного периода превышала норму дохода от свободных от риска инвестиций.

SAPM разделяет риск на две категории: систематический риск и несистематический риск. Систематический риск связан с колебаниями на рынках ценных бумаг, которые вызваны макроэкономическими и политическими причинами, такими как учетная ставка, инфляция, изменение в государственной экономической политике. Эти факторы оказывают влияние на все компании, так как они влияют на состояние экономики в целом и рынок, на котором действуют все компании. Систематический риск измеряется коэффициентом бета. Он показывает изменчивость цен на акции отдельной компании по сравнению с изменениями в котировке всех акций, обращающихся на данном рынке.

Для определения величины коэффициента бета применяются два метода:

- ◆ фундаментальный;
- ◆ статистический.

Определение *фундаментального бета* основано на исследовании, которое показывает тесную корреляцию между коэффициентом бета и показателями риска предприятия. Показатели риска включают финансовые риски, которые рассчитываются на основе финансовой отчетности компании и включают анализ тенденций и сравнительный анализ финансовых коэффициентов, отраслевые риски и влияние изменений общеэкономической ситуации на деятельность компании. В расчетную таблицу включаются анализируемые финансовые, отраслевые и общеэкономические факторы риска, рассматри-

ваемые при определении фундаментального коэффициента бета.

*Статистическая бета* рассчитывается методом регрессионного анализа. Когда профессор У. Шарп разрабатывал теорию САРМ, он обратил внимание на то, что рыночный риск любой акции может быть оценен на основе анализа тенденции изменения ее характеристик по отношению к среднерыночным их значениям. Эта связь между фактической доходностью акции и среднерыночной доходностью описывается линейной зависимостью — уравнением регрессии

$$Y = a + pX + e$$

Шарп назвал линию регрессии характеристической линией акции. Таким образом, бета акции — это величина наклона ее характеристической линии. Коэффициенты альфа и бета в уравнении регрессии рассчитываются по статистическим формулам:

$$\beta = \frac{\sum(X - \bar{X})(Y - \bar{Y})}{\sum(X - \bar{X})^2}$$

где  $X$  — среднерыночная доходность за каждый отдельно взятый период времени;

$\bar{X}$  — среднее значение  $X$  за все периоды времени, в течение которых производились наблюдения;

$Y$  — это доходность акций компании в отдельном взятом периоде времени;

$\bar{Y}$  — среднее значение  $Y$  за все периоды времени.

Итак, мы рассмотрели два метода расчета коэффициента бета для случая, когда финансирование деятельности предприятия осуществляется только за счет собственного капитала путем выпуска обыкновенных акций. Если же финансирование осуществляется за счет как собственного капитала  $S$ , так и заемных средств  $D$ , то значение коэффициента бета корректируется по формуле Роберта Хамады:

$$\beta_L = \beta(1 + (1 - T)D/E),$$

где  $D/E$  — соотношение заемных и собственных источников финансирования;

$T$  — налог на прибыль;

$\beta$  — коэффициент бета, рассчитанный статистическим или фундаментальным методом;

$\beta_L$  — скорректированный коэффициент бета.

Тогда в модели САРМ используется значение уже скорректированного коэффициента бета, и коэффициент дисконтирования для денежного потока собственного капитала будет рассчитываться по формуле:

$$E(r) = R_f + \beta_L(R_m - R_f)$$

Так как САРМ предполагает, что инвесторы владеют хорошо диверсифицированным портфелем, то есть не принимает во внимание несистематический риск. Несистематический риск связан с финансовыми и хозяйственными особенностями, присущими только данной компании. Несистематический риск обычно учитывается путем сложения премии за риск для данной компании и ставки дисконта, определенной с помощью САРМ. Для этого вводятся дополнительные коэффициенты  $S_1$  и  $S_2$ , и формула выглядит как:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) + S_1 + S_2,$$

где  $K_e$  — стоимость собственного капитала;

$\beta$  — коэффициент систематического риска;

$R_f$  — безрисковая ставка;

$R_m$  — среднерыночная доходность (доходность рыночного портфеля);

$S_1$  — премия за риск инвестирования в малую компанию;

$S_2$  — премия за риск инвестирования в конкретную компанию.

Премия за риск в малую компанию определяется экспертным путем в пределах 0 — 5%.

Премия за риск инвестирования в конкретную компанию отражает оценку несистематического риска, характерного для данной компании, и находится в пределах 0 — 5%.

Применение модели САРМ в условиях российского рынка сопряжено с определенными трудностями, так как получение любого параметра модели представляет собой практическую проблему. Эти проблемы и трудности в основном снимаются, если рассматривать российский рынок как развивающуюся часть мирового рынка, развитие которого во многом зависит от притока иностранных инвестиций. В таком случае оценку стоимости капитала российских компаний можно производить путем корректировки данных глобального рынка.

Существует два метода такой корректировки.

Первый метод основан на добавлении к требуемому уровню доходности дифференцированной премии за страновой риск.

Второй — метод дифференцированной по странам и регионам рыночной премии  $\Delta R$ , предложенный профессором Лимитовским М.А.<sup>\*</sup>, представляется более обоснованным и приемлемым с практической точки зрения.

<sup>\*</sup> М.А. Лимитовский. *Инвестиции на развивающихся рынках / М.: ДеКА, 2003.*



Необходимые данные по систематическим рискам и рыночным премиям можно получить на сайте [www.finmanager.ru](http://www.finmanager.ru) в консультационном разделе кафедры корпоративных финансов.

### Метод кумулятивного построения

**Метод кумулятивного построения (build up)** имеет определенное сходство с CAPM (модель оценки капитальных активов). В обоих случаях за базу расчетов берется ставка дохода по безрисковым ценным бумагам, к которой прибавляется дополнительный доход, связанный с риском инвестирования в данный вид ценных бумаг. Затем вносятся поправки (в сторону увеличения или уменьшения) на действие количественных и качественных факторов риска, связанных со спецификой данной компании.

Расчет стоимости собственного капитала согласно кумулятивному подходу проводится в два этапа:

- ◆ определение соответствующей безрисковой ставки дохода;
- ◆ оценка величины соответствующей премии за риск инвестирования в данную компанию.

#### Расчет ставки дисконта по методу кумулятивного построения

Таблица 8

ФАКТОРЫ РИСКА	ПРЕДЕЛЫ	ПРИМЕЧАНИЕ
БЕЗРИСКОВАЯ СТАВКА	4,5%	
НАДБАВКА ЗА РИСК ВЛОЖЕНИЯ В АКЦИИ	7–18%	зависит от страны
НАДБАВКА/СКИДКА ЗА РИСК, ХАРАКТЕРНЫЙ ДЛЯ ОТРАСЛИ	0–5%	отличие отраслевого уровня риска от среднего
РАЗМЕР КОМПАНИИ	0–5%	зависит от размера активов
КЛЮЧЕВАЯ ФИГУРА	0–5%	качество управления – профессионализм менеджеров
ФИНАНСОВАЯ СТРУКТУРА	0–5%	зависит от финансового состояния предприятия
ТОВАРНАЯ / ТЕРРИТОРИАЛЬНАЯ ДИВЕРСИФИКАЦИЯ	0–5%	зависит от разнообразия выпускаемой продукции
ДИВЕРСИФИКАЦИЯ КЛИЕНТУРЫ	0–5%	зависит от размера и разнообразия клиентской базы

**Практическое применение модели CAPM и модели кумулятивного построения строится:**

*во-первых*, на использовании информации по глобальному и российскому рынкам, например: безрисковая ставка, премии за риск инвестирования в акции, *бета* по отраслям и компаниям-аналогам, страновой риск и др., которые публикуются на сайтах информационных агентств;

*во-вторых*, на анализе и экспертных оценках несистематического риска, характерного для данной компании.



Для целей оценки стоимости капитала российских компаний можно использовать ниже приведенные данные сайта ВШФМ АНХ при Правительстве РФ [www.finmanager.ru](http://www.finmanager.ru), где данные информационных агентств обработаны и систематизированы, что облегчает работу по их использованию.

### Безрисковый уровень доходности и рыночные премии по странам бывшего СССР (номинальная оценка в долларах США)

Таблица 9

Показатель	Ед. измер.	Значение
Безрисковая ставка доходности	% / год	4,50
Рыночная премия за риск инвестирования на развитом рынке капиталов	% / год	7,30
Рыночная премия за риск инвестирования в акции российских корпораций	% / год	13,30
то же для украинских компаний	% / год	18,55
то же для казахских компаний	% / год	9,55
то же для белорусских компаний	% / год	18,55
то же для литовских компаний	% / год	9,55
то же для латвийских компаний	% / год	9,18
то же для молдавских и туркменских компаний	% / год	18,55
то же для эстонских компаний	% / год	8,80

*Источник: рассчитано по результатам сопоставления дисперсии доходности национальных рыночных индексов ([www.reuters.com](http://www.reuters.com)). Для определения безрисковой ставки использована информация агентства Блумберг ([www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)), для расчета премии по развитому рынку капитала – информация об индексе S&P500 за 25 лет ([www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com))*

### Коэффициенты систематического риска по отраслям экономики по базе данных проф. А. Дамодарана (Stern School of Business, New York)

Таблица 10

Отрасль	Коэффициент $\beta$	Коэффициент $\beta_0$
Авиакомпании	1,55	1,07
Аэрокосмическая промышленность	0,80	0,57
Биотехнология	1,61	1,55
Банки	0,64	–
Гостиничный бизнес	0,88	0,53

Деревообработка	0,84	0,59
Добыча металлов	1,05	0,80
Железнодорожный транспорт	0,83	0,56
Жилищное строительство	0,83	0,55
Интернет	2,73	2,55
Машиностроение	0,80	0,57
Мебельная промышленность	0,94	0,85
Нефтяная и газовая промышленность	0,61	0,37
Обувная промышленность	0,94	0,87
Операции с недвижимостью	0,68	0,40
Производство продуктов питания	0,66	0,52
Промышленность стройматериалов	0,85	0,66
Реклама	1,28	1,03
Телекоммуникации: производство оборудования	2,88	2,57
Телекоммуникации: обслуживание населения	1,80	1,06
Торговля компьютерами	2,15	2,09
Торговля продуктами питания	0,71	0,58
Торговля одеждой	0,95	0,81
Угольная промышленность	1,12	0,76
Упаковка	0,84	0,55
Фармацевтическая промышленность	0,93	0,86
Химическая промышленность	0,80	0,61
Металлургия	0,85	0,77
Целлюлозно-бумажная промышленность	0,84	0,59
Энергетика	0,74	0,36

Источник: [www.stern.nyu.edu](http://www.stern.nyu.edu). Для расчета  $\beta_0$  использованы значения D/E по рыночной оценке

### Коэффициенты систематического риска по секторам экономики по данным REUTERS Investor

Таблица 11

Сектор	Отрасли, входящие в сектор	Коэффициент $\beta$
Сырье и материалы (Basic materials)	Химическая, горная, деревообрабатывающая, целлюлозно-бумажная промышленность, металлургия	0,83
Тяжелая промышленность (Capital goods)	Аэрокосмическая, оборонная промышленность, тяжелое машиностроение, строительство промышленных объектов и производство стройматериалов	0,69
Производство товаров циклического спроса (Consumer cyclical)	Автомобилестроение, текстильная, мебельная промышленность, производство одежды, аудио- и видеоаппаратуры, ювелирное дело	1,03
Производство товаров нециклического спроса (Consumer non cyclical)	Пищевая, рыбная, табачная потребительского промышленности, производство алкогольных и безалкогольных напитков, сопутствующих товаров	0,23
Энергетическое сырье (Energy)	Угольная, нефтяная и газовая промышленность	0,55
Финансовые институты (Financial)	Банки, страховые и инвестиционные компании	0,81
Здравоохранение (Healthcare)	Фармацевтическая промышленность, биотехнология, медицина:	

Услуги (Services)	обслуживание населения и производство аппаратуры Реклама, масс-медиа, городское хозяйство, общественное питание, казино, школы, торговля	0,49 1,01
Высокие технологии (Technologies)	Телекоммуникации, компьютерная индустрия, программирование, производство научно-технической аппаратуры	2,02
Транспорт (Transportation)	Авто-, авиа-, железнодорожный и водный транспорт	0,66
Коммунальное хозяйство и энергетика (Utilities)	Электро-, газо- и водоснабжение	0,23

Источник: [www.investor.reuters.com](http://www.investor.reuters.com)

Учесть эффект размера компании, неликвидность и неконтрольный характер можно в методе DCF, увеличив стоимость собственного капитала (приблизительно) на премию, равную  $1/4$  соответствующей скидки из таблицы 20.

**Рыночная структура капитала, характерная для различных отраслей экономики и видов деятельности (Stern School of Business, New York)**

Таблица 12

Отрасль	Рыночное соотношение D/E	Удельный вес собственного капитала We	Удельный вес заемного капитала Wd
Авиакомпании	0,474	63,58%	36,42%
Аэрокосмическая промышленность	0,474	67,82%	32,14%
Биотехнология	0,039	96,22%	3,78%
Гостиничный бизнес	0,778	56,24%	43,76%
Деревообработка	0,804	55,42%	44,58%
Добыча металлов	0,344	74,42%	25,58%
Железнодорожный транспорт	0,705	58,65%	41,35%
Жилищное строительство	0,669	59,91%	40,09%
Интернет	0,775	93,05%	6,95%
Машиностроение	0,498	66,77%	33,23%
Мебельная промышленность	0,160	86,20%	13,80%
Нефтяная и газовая промышленность	1,026	49,35%	60,65%
Обувная промышленность	0,110	90,12%	9,88%
Операции с недвижимостью	0,697	58,92%	41,08%
Производство продуктов питания	0,372	72,86%	27,14%
Промышленность стройматериалов	0,472	67,93%	32,07%
Реклама	0,276	78,71%	21,59%
Телекоммуникации: производство оборудования	0,128	88,63%	11,37%
Телекоммуникации: обслуживание населения	0,776	56,30%	43,70%
Торговля компьютерами	0,034	96,75%	3,25%
Торговля продуктами питания	0,296	77,15%	22,85%
Торговля одеждой	0,236	80,88%	19,12%
Угольная промышленность	0,489	67,15%	32,85%
Упаковка	0,861	53,73%	46,27%
Фармацевтическая промышленность	0,115	89,68%	10,32%
Химическая промышленность	0,260	79,36%	20,64%
Металлургия	0,183	84,56%	15,44%
Целлюлозно-бумажная промышленность	0,804	55,42%	44,58%
Энергетика	1,380	41,93%	58,07%

Источник: [www.stern.nyu.edu](http://www.stern.nyu.edu)

**Премии к рыночной стоимости заемного капитала за долевым характер вложений по видам рынков капитала (метод bond yield plus equity risk premium)**

Таблица 13

Развивающиеся рынки с политическим риском (Восточная Европа, Южная Америка)	8,5%
Развивающиеся рынки (Мексика, азиатские рынки, исключая Японию)	7,5%
Развитые фондовые рынки (Япония, US, UK)	5,5%
Развитые рынки с ограниченным распространением фондовых рынков (Западная Европа, исключая Германию и Швейцарию)	4,5–5,5%
Развитые рынки с ограниченным распространением фондовых рынков и стабильной экономикой (Германия, Швейцария)	3,5–4%

*Источник: материалы EFMD по подготовке к экзаменам ACIIA (Certified international investment analyst), 2002*

### 2.1.6. Оценка терминальной ценности

**Терминальная ценность составляет в общей ценности компании в большинстве случаев большую часть**

Определение терминальной ценности имеет принципиальное значение для оценки бизнеса. Ведь не секрет, что терминальная ценность составляет в общей ценности в большинстве случаев основную часть. Поэтому ключевое значение имеет, во-первых, значение денежного потока в первом году постпрогнозного периода и, во-вторых, основные предположения о деятельности фирмы в постпрогнозный период.

Постпрогнозный период начинается тогда, когда фирма закончила рост и вышла на стабильный уровень, перешла в стадию зрелости и в дальнейшем ее доходы, денежный поток будут стабильными.

Терминальная ценность — ценность ожидаемого денежного потока компании за рамками определенного прогнозного периода, определяется **методом капитализации** денежного потока или прибыли. Стоит отметить, что все методы оценки терминальной ценности опираются на следующие ключевые предпосылки:

- ◆ компания получает постоянную норму прибыли, поддерживает постоянную оборачиваемость капитала, а следовательно, обеспечивает постоянную рентабельность существующих инвестиций;
- ◆ компания растет постоянными темпами и ежегодно инвестирует в бизнес одинаковую долю своего валового денежного потока;
- ◆ рентабельность новых инвестиций компании постоянна.

Основываясь на вышеприведенных допущениях, общая формула оценки терминальной ценности компании на конец прогнозного периода выглядит следующим образом:

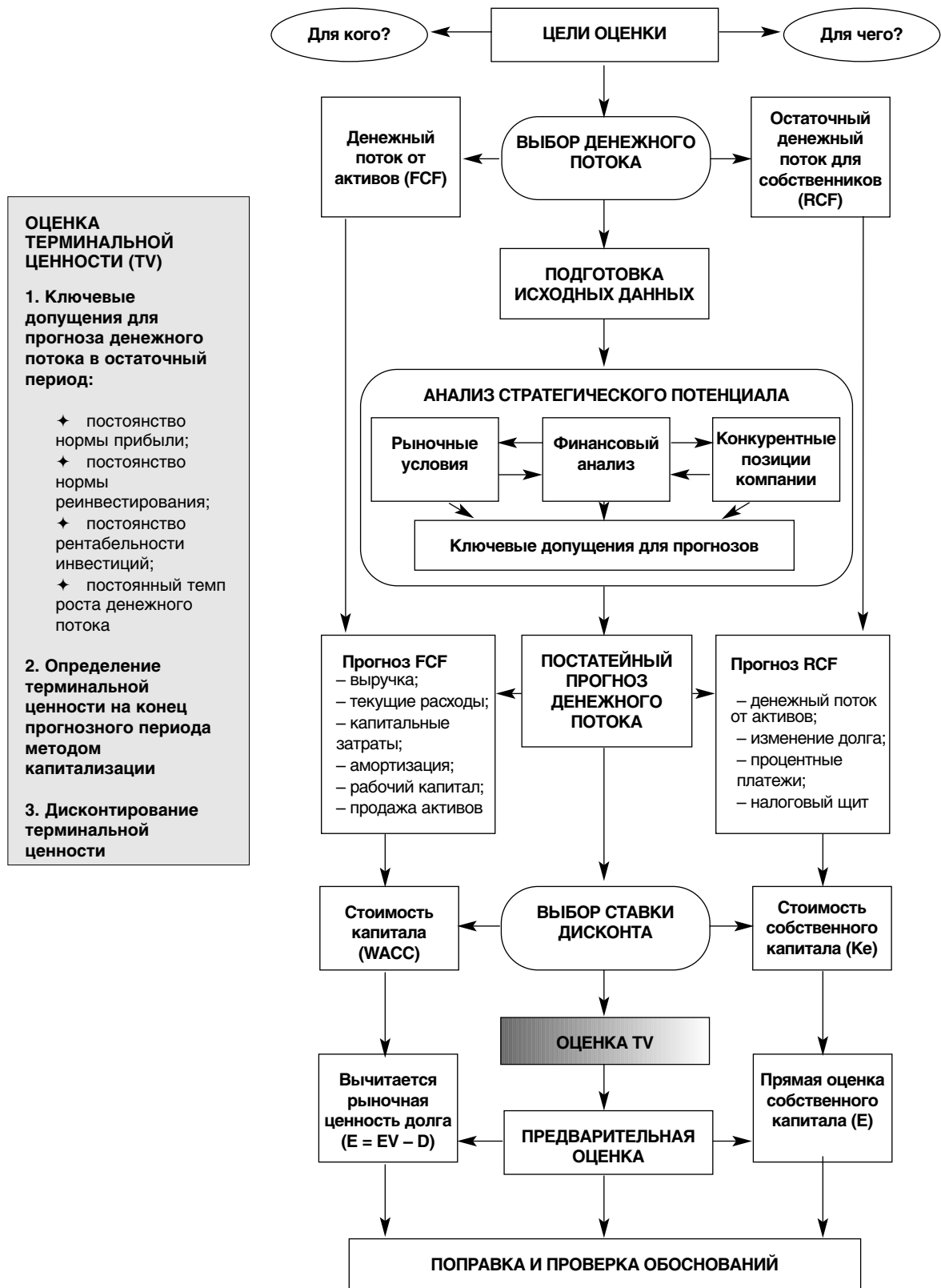


Рис. 10. Модель оценки бизнеса методом DCF

$$TV_n = CF_{(n+1)} / (r - g),$$

где  $TV_n$  – остаточная ценность на конец прогнозного периода;  
 $CF_{n+1}$  – свободный денежный поток в  $(n + 1)$  году,  
 где  $n$  – количество лет прогнозного периода;  
 $r$  – ставка дисконта;  
 $g$  – темп роста  $CF$  в остаточный период.

Если для оценки бизнес выбран свободный денежный поток, то формула оценки терминальной ценности компании на конец прогнозного периода представляет собой следующее выражение:

$$TV_n = FCF_{(n+1)} / (WACC - g),$$

где  $TV_n$  – терминальная ценность компании на конец прогнозного периода;  
 $FCF_{(n+1)}$  – нормальный свободный денежный поток в первый год после завершения прогнозного периода;  
 $WACC$  – средневзвешенная стоимость капитала;  
 $g$  – ожидаемые темпы роста свободного денежного потока в бессрочной перспективе.

Соответственно при оценке по остаточному денежному потоку формула приобретает вид:

$$TV_n = RCF_{(n+1)} / (K_e - g),$$

где  $TV_n$  – терминальная ценность компании на конец прогнозного периода;  
 $RCF_{(n+1)}$  – остаточный денежный поток в первый год после завершения прогнозного периода;  
 $K_e$  – стоимость собственного капитала компании;  
 $g$  – ожидаемые темпы роста остаточного денежного потока в бессрочной перспективе.

### 2.1.7. Оценка компании и заключительные поправки

#### Предварительная оценка

Предварительная оценка ценности компании складывается из суммы дисконтированных денежных потоков прогнозного периода и дисконтированной ценности компании в постпрогнозный период:

$$V = \sum_{t=1}^n CF_t / (1+r)^t + TV_n / (1+r)^n$$

Как уже говорилось, риски, связанные с неопределенностью получения прогнозируемых денежных потоков, существенно влияют на обоснованность оценок. Чтобы включить эти риски в денежные потоки, рекомендуется разра-

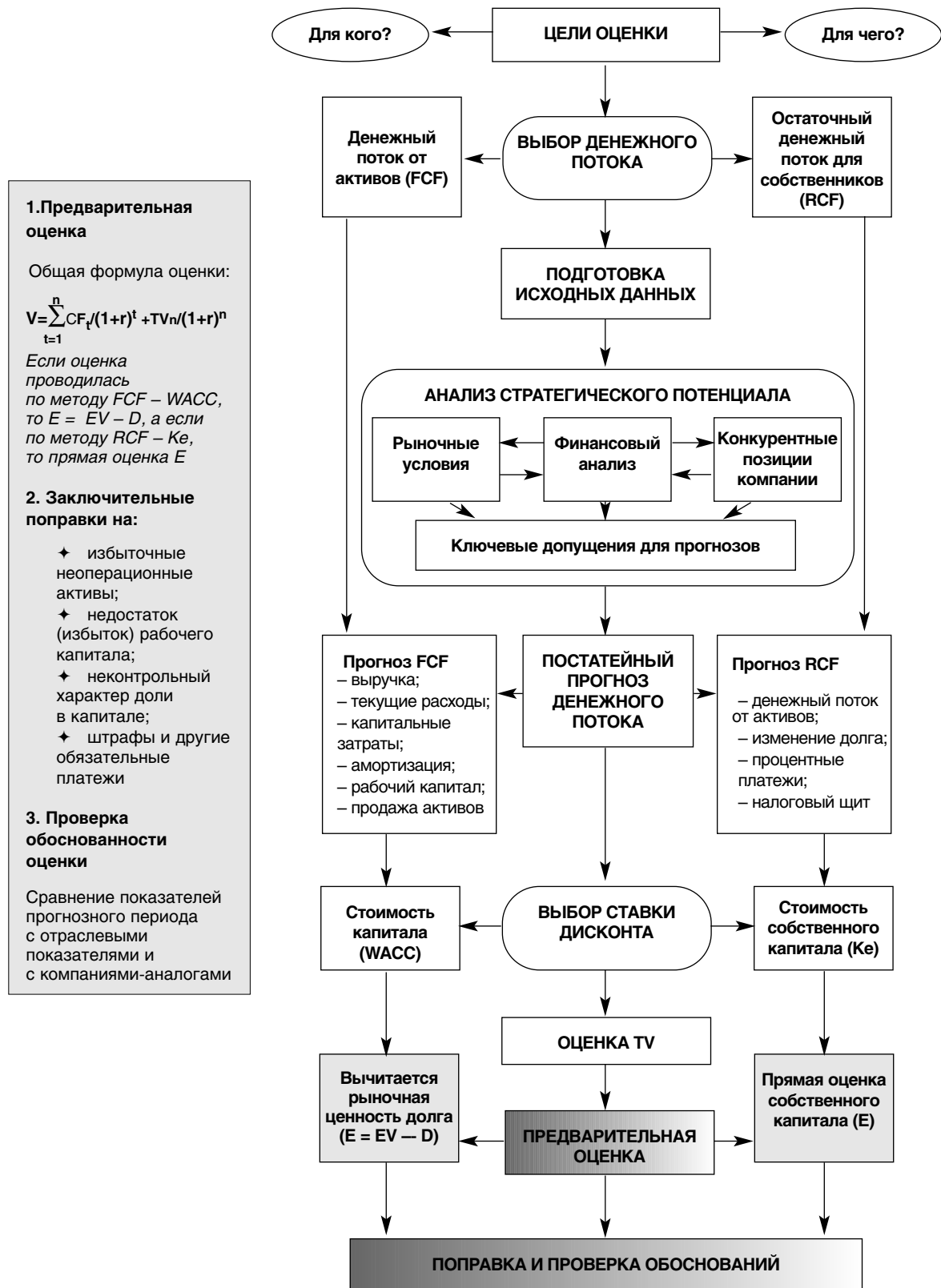


Рис. 11. Модель оценки бизнеса методом DCF



ботать несколько сценариев развития макроэкономической ситуации в стране с привязкой ее параметров к основным составляющим денежного потока компании. Результаты оценки дисконтированного потока FCF взвешиваются по каждому сценарию, и рассчитывается взвешенная по вероятности ценность компании.

### **Заключительная поправка и проверка**

После определения предварительной величины ценности предприятия необходимо внести итоговые поправки.

**Первая поправка** основывается на том, что при расчете ценности учитываются активы предприятия, которые участвуют в производстве, получении прибыли, то есть в формировании денежного потока. Но у любого предприятия в каждый конкретный момент времени могут быть активы, не занятые непосредственно в производстве. Здесь их ценность не учитывается в денежном потоке, но это не значит, что они не имеют ценности. В настоящее время у многих российских предприятий есть в наличии такие нефункционирующие активы (в основном недвижимость, машины и оборудование), поскольку вследствие затяжного спада производства уровень утилизации производственных мощностей крайне низок. Многие такие активы имеют определенную ценность, которая может быть реализована, например, при продаже. Поэтому необходимо определить рыночную ценность таких активов и суммировать ее с ценностью, полученной при дисконтировании денежного потока.

**Вторая поправка** — это учет фактической величины рабочего капитала. В модель дисконтированного денежного потока включается требуемая величина рабочего капитала, привязанная к прогнозируемому уровню реализации (обычно она определяется по отраслевым нормам). Фактическая величина рабочего капитала, которой располагает предприятие, может не совпадать с требуемой. Соответственно необходима коррекция: избыток рабочего капитала должен быть прибавлен, а дефицит — вычтен из величины предварительной ценности.

**Третья поправка.** В результате оценки предприятия методом DCF получается ценность контрольного ликвидного пакета акций. Если в качестве объекта оценки выбран не контрольный пакет, то надо сделать скидку на неконтрольный характер покупки. Уровень этих скидок разный, но можно применять среднестатистические данные: 20 — 25%.

**Четвертая поправка.** Если на компанию органами контроля наложены штрафы или платежи, которые компания будет платить и в будущем (например, плата за нарушение экологии), то дисконтированную ценность этих штрафов нужно оценить и вычесть из ценности.



## Продолжение конкретной ситуации 1

### 1. Прогноз доходов и денежного потока компании ЗАО "Усупинфарм"

На основе анализа финансовых показателей и оценки стратегического положения оценщиком сформированы ключевые предположения для прогнозов доходов и свободного денежного потока (см. таблицу 14).

Как видно из таблицы 15, согласно прогнозу выручка от продаж достигнет к пятому году 30 млн долл. Причем наибольший прирост выручки прогнозируется в первые три года – в результате введения в строй новых производственных мощностей.

Себестоимость продукции и операционные расходы взяты процентом к выручке.

Износ в каждом году прогнозного периода состоит из двух частей - износа существующих на дату оценки активов и износа вновь вводимых активов (см. таблицу 15.1).

Как видно из таблицы 15, свободный денежный поток компании достигнет к пятому году 4,5 млн долл.

### 2. Выбор ставки дисконта

При оценке компании ЗАО "УФЗ" используется свободный денежный поток, поэтому в качестве ставки дисконта используется средневзвешенная стоимость капитала WACC.

Соотношение рыночной ценности собственного и заемного капитала компаний ( $D/E$ ) в отрасли сложилось на уровне 0,11. Для оценки компании этот уровень принимается в качестве целевого.

Рассчитаем для компании коэффициент  $\beta$  с учетом финансового рычага. Для этого воспользуемся вышеприведенными данными с сайта ВШФМ АНХ при Правительстве РФ.

Безрисковая ставка (номинальная оценка в долларах США), $R_f$	4,5% годовых
Рыночная премия за риск инвестирования в собственный капитал российских компаний, $\Delta R$	13,3% годовых
Безрычаговый коэффициент $\beta_0$ для фармацевтической отрасли	0,86
Финансовый рычаг, $D/E$	0,11
Ставка налога на прибыль предприятия, $T$	24%

По формуле Хамады коэффициент  $\beta$  с учетом финансового рычага рассчитывается следующим образом:

$$\beta = \beta_0 \times (1 + D / E (1 - T))$$

$$\beta = 0,86 \times (1 + 0,11(1 - 0,24)) = 0,93$$

Стоимость собственного капитала предприятия равна

$$E(r) = R_f + \beta \times \Delta R + S1 + S2$$

### Ключевые допущения для прогнозов

Таблица 14

	1 год	2 года	3 года	4 года	5 лет
Темп роста выручки	53%	54%	25%	12%	7%
Себестоимость (в % к выручке)	56%	56%	56%	56%	56%
Операционные расходы (в % к выручке)	22%	22%	22%	22%	22%
Капитальные затраты	650	1700	1050	500	450
Норма амортизации для новых активов	10%	10%	10%	10%	10%
Износ существующих активов	200	180	160	120	100
Норматив рабочего капитала (в % к выручке)	12%	12%	12%	12%	12%
Темп роста в постпрогнозный период	6%				
WACC	20,5%				
Налог	24%				

### Прогноз свободного денежного потока

Таблица 15

	1 год	2 года	3 года	4 года	5 лет
<b>Прогноз доходов и расходов</b>					
Чистые продажи	12 924	19 882	24 853	27 835	29 824
Себестоимость реализации	7237	11 134	13 918	15 588	16 701
Валовая прибыль	5686	8748	10 935	12 248	13 122
Операционные расходы	2843	4374	5468	6124	6561
ЕБИТДА	2843	4374	5468	6124	6561
Износ	265	415	500	510	535
ЕБИТ	2578	3959	4968	5614	6026
НОРАТ	1959	3009	3775	4266	4580
<b>Прогноз свободного денежного потока (FCF)</b>					
НОРАТ	1959	3009	3775	4266	4580
Износ	265	415	500	510	535
Капитальные затраты	- 650	- 1700	- 1050	- 500	- 450
Изменения в рабочем капитале	- 537	- 835	- 596	- 358	- 239
<b>FCF</b>	<b>1038</b>	<b>889</b>	<b>2629</b>	<b>3919</b>	<b>4426</b>

## График начисления износа

Таблица 15.1

		1 год	2 года	3 года	4 года	5 лет
Капитальные затраты		650	1700	1050	500	450
Износ существующих активов		200	180	160	120	100
Добавление износа	1 год	65	65	65	65	65
	2 года		170	170	170	170
	3 года			105	105	105
	4 года				50	50
	5 лет					45
Итого		265	415	500	510	535

## Оценка справедливой рыночной ценности компании

Таблица 16

	1 год	2 года	3 года	4 года	5 лет
FCF	1038	889	2629	3919	4426
Темп роста в постпрогнозный период	6%				
WACC	20,5%				
Коэффициент приведенной ценности	0,830	0,689	0,572	0,475	0,394
Приведенная ценность денежных потоков	861	613	1504	1861	1745
Терминальная ценность					32 447
Приведенная терминальная ценность	12 793				
Ценность инвестированного капитала	19 3773				
Ценность собственного капитала	17439				
Поправки	0				

Учитывая премию за малый размер компании в размере 3% и премию за риск, характерный для данной компании в размере 2%, мы получаем стоимость собственного капитала предприятия:

$$E(r) = 4,5\% + 0,93 \times 13,3\% + 3\% + 2\% = 21,89\%$$

Расчет средневзвешенной стоимости капитала компании:

Стоимость капитала	Значение
Собственного	21,89%
Заемного	10%
Ставка налога на прибыль	24%

$$WACC = 0,1 \times 10\% \times (1-0,24) + 0,9 \times 21,89\% = 20,5\%$$

### 3. Оценка терминальной ценности компании

На постпрогнозный период принимается допущение, что компания будет иметь стабильный темп роста на уровне 3% в год. Свободный денежный поток последнего года прогнозного периода принимается за базу для расчета терминальной ценности на конец пятого года:

$$TV_n = FCF_{(n+1)} / (WACC - g)$$

И составит (см. таблицу 16):

$$TV_n = 4426 \times (1 + 0,06) / (0,205 - 0,06) = 32\,447$$

Приведенная терминальная ценность определяется умножением  $TV_n$  на коэффициент приведенной ценности последнего года прогнозного периода:

$$PTV = TV_n / (1 + WACC)^n = 32\,447 \times 0,394 = 12\,793$$

### 4. Оценка компании и заключительные поправки

Ценность инвестированного капитала компании определена по формуле:

$$EV \sum_{t=1}^n = FCF_t / (1 + WACC)^t + TV_n / (1 + WACC)^n$$

и составила 19 377 тыс. долл., а рыночная ценность собственного капитала (за вычетом ценности долга) – 17 439 тыс. долл.

У компании нет избыточных активов и негостатка рабочего капитала. Объектом оценки является 85-процентный пакет акций, поэтому скидка на неконтрольный характер собственности не требуется.

Итоговая оценка рыночной ценности оцениваемой доли в капитале компании ЗАО "Усупинфарм" составила 14 823 тыс. долл.

## 2.2. Другие методы доходного подхода

### 2.2.1. Метод дисконтирования дивидендов

Оценка ценности предприятия методом дисконтирования дивидендов основана на том, что если оценить рыночную ценность одной акции, а затем умножить ее на количество акций, находящихся в обращении, то можно получить величину рыночной ценности компании. Очевидно, что в этом случае оценка предприятия сводится к оценке рыночной ценности обыкновенных акций.

В инвестиционном анализе для оценки обыкновенных акций применяются двух- и трехэтапные математические модели. Оценка ценности обыкновенных акций по двухэтапной модели представлена формулой:

$$P = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{D_{t+1}}{(r-g)(1+r)^t},$$

где  $T$  – ожидаемое число лет непостоянного роста;

$D_t$  – ожидаемый дивиденд в годы  $t$  фазы непостоянного роста (прогнозного периода);

$D_{t+1}$  – первый ожидаемый дивиденд фазы постоянного роста (остаточного периода);

$g$  – ожидаемый темп прироста, когда компания достигает стабильности;

$r$  – требуемая доходность акции.

Ценность предприятия будет определяться произведением

$$V = P \times N,$$

где  $N$  – количество акций, находящихся в обращении.

Полученная ценность определяет ценность миноритарного пакета. Для получения ценности контрольного пакета необходимо внести поправку в виде премии за контроль.

Алгоритм расчета ценности предприятия методом дисконтирования дивидендов состоит из шести этапов:

- ◆ разделение потока дивидендов на две части (для двухэтапной модели);
- ◆ поступления дивидендов в фазе непостоянного роста и поступления дивидендов в фазе постоянного роста;
- ◆ определение требуемой доходности акций;
- ◆ расчет приведенной ценности дивидендных выплат в фазе непостоянного роста;

- ◆ расчет ожидаемой ценности акции к началу фазы постоянного роста, а затем приведенной ее ценности к моменту оценки;
- ◆ расчет рыночной ценности одной акции;
- ◆ расчет ценности предприятия и, в случае необходимости, внесение поправки за контроль.

Преимуществами метода дисконтирования дивидендов является то, что учитывается временная ценность денег и время возникновения денежных потоков, а оценка ценности предприятия осуществляется на основе будущих дивидендных выплат. Недостатками метода являются сложности прогнозирования будущих дивидендов и трудоемкость проведения вычислительных операций.

### 2.2.2. 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:

$$k = r - g,$$

где  $k$  — ставка капитализации;

$r$  — ставка дисконта;

$g$  — темп роста.

При оценке ценности компании методом капитализации доходов исходят из того же принципа, что и при дисконтировании денежных потоков — ценность определяется будущими доходами. Только при этом делается предположение о стабильности этих доходов в обозримом будущем. Следовательно, такой подход позволяет давать адекватную оценку только в ограниченном количестве случаев, а именно: ситуация на рынке стабильна, компания находится в стадии зрелости и можно с уверенностью утверждать, что

доходы ее будут стабильны. При разработке и оценке сценариев развития компании как один из вариантов может рассматриваться сценарий стабильности доходов компании. Кроме этого, метод капитализации можно применять как очень удобный и быстрый способ более грубой, предварительной оценки ценности. Таким образом, метод капитализации вписывается в общую последовательность анализа и оценки ценности компании.

Капитализация означает превращение дохода за определенный, взятый за базу, период в ценность при помощи коэффициента капитализации или мультипликатора капитализации. Иногда, объясняя суть названных показателей, говорят, что они представляют собой соответственно делитель и множитель, с помощью которых доход превращают в ценность. С точки зрения арифметики это правильно, но данные показатели имеют под собой экономическую природу. Оба они отражают требуемую инвесторами доходность на вложенный капитал. А мультипликатор капитализации можно представить как требуемый инвестором срок окупаемости его вложений.

### 2.2.3. Метод капитализации денежного потока

Капитализация означает превращение потока дохода в показатель ценности путем деления определенного некоторым образом потока на некий фактор, называемый коэффициентом капитализации. Применительно к денежному потоку коэффициент капитализации представляет делитель, используемый для перевода определенного денежного потока в расчетную ценность.

В том случае, если обоснованным является допущение о том, что в будущем денежный поток компании будет расти устойчивыми темпами на протяжении неограниченного временного периода, оценщик может использовать метод капитализации денежного потока.

Пусть оцениваемое предприятие генерирует денежные потоки, ценность которых равна:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Если исходить из допущения о том, что денежный поток оцениваемой компании будет расти неизменными



темпами на протяжении неограниченного периода, то приведенная формула преобразуется в формулу Гордона:

$$V = \frac{CF_0(1+g)}{r-g} = \frac{CF_1}{r-g} = \frac{CF_1}{C},$$

где  $CF_0$  – базовый уровень денежного потока, с которого начинается устойчивый рост денежного потока;  
 $g$  – ежегодный прирост денежного потока;  
 $r$  – ставка дисконта;  
 $C$  – коэффициент капитализации.

Коэффициент капитализации может быть рассчитан на основе ставки дисконта вычитанием из ставки дисконта ожидаемых среднегодовых темпов роста денежного потока.

Если предположить, что денежный поток меняться не будет ( $g = 0$ ), то мы имеем случай нулевого роста. Коэффициент капитализации в этом случае равен ставке дисконта, а формула Гордона упрощается до вида:

$$V = CF_0 / r$$

Небольшое экспериментирование с формулой Гордона показывает, что она чрезвычайно чувствительна к изменениям в предполагаемых темпах прироста денежного потока, причем чувствительность усиливается по мере того, как темпы прироста приближаются к ставке дисконта. Данная формула наиболее применима к компаниям с относительно умеренными предсказуемыми темпами роста.

Алгоритм определения ценности предприятия методом капитализации денежного потока следующий:

- ◆ расчет денежных потоков в базовый период;
- ◆ определение ожидаемых ежегодных приростов денежного потока;
- ◆ определение коэффициента капитализации;
- ◆ расчет ценности действующего коммерческого предприятия;
- ◆ внесение в случае необходимости поправки.

Метод капитализации денежного потока применяется в случаях, когда:

- ◆ имеется достаточно надежных данных, чтобы разумно можно оценить денежный поток;

- ◆ ожидается, что текущие денежные потоки приблизительно будут равны будущим;
- ◆ денежные потоки достаточно значительные и положительной величины;
- ◆ ожидаемые темпы роста умеренны и предсказуемы.

Преимуществами метода капитализации денежного потока являются простота расчетов, вынесение оценочного заключения на основе будущих денежных потоков и то, что расчеты учитывают поведение рынка, поскольку коэффициент капитализации и ставка дисконта определяются на основе рыночных данных. Недостатком является высокая чувствительность метода к изменениям прироста денежного потока, причем чувствительность усиливается по мере того, как темпы прироста приближаются к ставке дисконта. Ценность компании, полученная методом капитализации денежного потока, определяет ценность контрольного пакета.

#### 2.2.4. Метод капитализации дивидендов

Метод капитализации дивидендов может быть получен из метода дисконтирования дивидендов, если предположить, что дивиденды будут расти от периода к периоду в одной пропорции, то есть с одинаковым темпом роста (модель постоянного роста).

Предполагается, что дивиденды на одну акцию, выплаченные за прошедший год ( $D_0$ ) вырастут в данной пропорции  $g$  так, что в следующем году ожидаются выплаты в размере  $D_0 \times (1 + g)$ . Через год после следующего ожидается, что дивиденды вырастут в той же самой пропорции  $g$ , то есть  $D_2 = D_1 \times (1 + g)$ . Так как  $D_i = D_0 \times (1 + g)^i$ , то это эквивалентно следующему:  $D_2 = D_0 \times (1 + g)^2$ , или в общем виде:

$$D_t = D_0 \times (1 + g)^t.$$

Тогда оценка ценности обыкновенных акций в случае постоянного роста определяется формулой:

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{P_0(1+g)^t}{(1+r)^t}$$

Проведя соответствующие преобразования, данную формулу можно привести к модели Гордона для дивидендных выплат:

$$P = \frac{D_0(1+g)}{r-g} = \frac{D_1}{r-g}$$

Для случая нулевого роста дивидендов ( $g = 0$ ) формула принимает вид:

$$P = D_1/R$$

Ценность предприятия будет определяться произведением

$$V = P \times N,$$

где  $N$  – количество обыкновенных акций, находящихся в обращении. Полученная ценность определяет ценность миноритарного пакета.

Алгоритм определения ценности предприятия методом капитализации дивидендов состоит из четырех этапов расчета:

- ◆ определение дивидендов в нулевой базовый период;
- ◆ оценка ожидаемого ежегодного прироста дивидендов;
- ◆ определение коэффициента капитализации;
- ◆ расчет ценности коммерческого предприятия и, в случае необходимости, внесение поправки за контроль.

Преимуществами метода капитализации дивидендов является то, что оценка ценности производится на основе будущих дивидендных выплат, расчеты упрощены и учитывают поведение рынка, так как коэффициент капитализации определяется на основе рыночных данных. Недостатками являются сложности в прогнозировании дивидендов и высокая чувствительность метода к изменениям прироста дивиденда.

### Контрольные вопросы и задания

1. В чем суть доходного подхода в оценке бизнеса?
2. Почему метод дисконтирования денежных потоков считается ключевым в оценке бизнеса?
3. Чем отличаются свободный денежный поток и денежный поток для собственников?
4. Что такое нормализация отчетности?
5. Для чего необходим финансовый анализ при проведении оценки бизнеса методом DCF?
6. Какие основные показатели применяются для финансового анализа при оценке бизнеса методом DCF?

7. Какова рекомендуемая структура и последовательность формирования прогнозных отчетов?

8. Что выбирают в качестве ставки дисконта при оценке с использованием свободного денежного потока?

9. Какие модели применяются для оценки стоимости собственного капитала компании?

10. В чем сходство и в чем различие модели CAPM и модели кумулятивного построения?

11. При оценке стоимости капитала какую рекомендуют использовать структуру капитала – рыночную или по балансу и почему?

12. В чем главное отличие методов капитализации и методов дисконтирования?

13. Как связаны между собой ставка дисконта и ставка капитализации?

14. Рассчитайте приведенную терминальную ценность компании, если свободный денежный поток в пятом (последнем) году прогнозного периода составил 25 млн долл., темп роста денежного потока в постпрогнозный период составит 3%, WACC равняется 15%.

## ГЛАВА 3.

# РЫНОЧНЫЙ ПОДХОД В ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

Сравнительный подход предполагает, что ценность бизнеса определяется тем, по какой цене он может быть продан при наличии достаточно сформированного финансового рынка. Используют в случае:

- ◆ когда имеется достаточное количество сопоставимых компаний или сделок для определения оценочного мультипликатора;
- ◆ имеется достаточно данных по сопоставимым компаниям или сделкам для проведения соответствующего финансового анализа и внесения поправок.

Теоретической основой сравнительного подхода, доказывающей возможность его применения, являются следующие базовые положения.

### Во-первых

Во-первых, используются в качестве ориентира реально сформированные рынком цены на аналогичные предприятия (акции). При наличии развитого финансового рынка фактическая цена купли-продажи предприятия в целом или одной акции наиболее интегрально учитывает многочисленные факторы, влияющие на величину ценности собственного капитала предприятия.

К таким факторам можно отнести соотношение спроса и предложения на данный вид бизнеса, уровень риска, перспективы развития отрасли, конкретные особенности предприятия и т. д. Это в конечном счете облегчает работу оценщика, доверяющего рынку.

### Во-вторых

Во-вторых, сравнительный подход базируется на принципе альтернативных инвестиций. Инвестор, вкладывая деньги в акции, покупает прежде всего будущий доход. Производственные, технологические и другие особенности конкретного бизнеса интересуют инвестора только с позиции перспектив получения дохода. Стремление получить максимальный доход на размещение инвестиций при адекватном рис-

ке и свободном размещении капитала обеспечивает выравнивание рыночных цен.

### **В-третьих**

В-третьих, цена предприятия отражает его производственные и финансовые возможности, положение на рынке, перспективы развития. Следовательно, в аналогичных предприятиях должно совпадать соотношение между ценой и важнейшими финансовыми параметрами, такими как прибыль, дивидендные выплаты, объем реализации, балансовая ценность собственного капитала. Отличительной чертой этих финансовых параметров является их определяющая роль в формировании дохода, получаемого инвестором.

**Сравнительный подход** включает в себя:

- ◆ метод рынка капиталов;
- ◆ метод сделок;
- ◆ метод отраслевых коэффициентов.

**Метод рынка капитала** основан на сравнении с ценами акций сопоставимых компаний, котирующихся на фондовых рынках.

**Метод сделок** основан на сравнении с ценами продаж контрольных пакетов акций сопоставимых компаний.

**Метод отраслевых коэффициентов** основан на применении отраслевых коэффициентов ценности, выведенных опытно-статистически.



Рис. 12. Методы сравнительного подхода

### **3.1. Метод рынка капитала**

**Метод рынка капитала** основан на рыночных ценах акций аналогичных компаний, акции которых котируются на фондовом рынке. Инвестор, действуя по

принципу замещения, может инвестировать либо в эти компании, либо в оцениваемую компанию. Поэтому данные о компаниях, чьи акции находятся в свободной продаже, при использовании соответствующих корректировок должны служить ориентиром для определения цены оцениваемой компании.

Процесс оценки методом рынка капитала включает в себя следующие основные этапы:

1. *Отбор компаний-аналогов.*
2. *Сравнительный анализ и определение оценочного мультипликатора.*
3. *Применение мультипликатора для оценки бизнеса.*
4. *Заключительные поправки.*

### 3.1.1. Отбор компаний-аналогов

#### Рыночная информация

**Основные принципы отбора предприятий-аналогов.** Рыночный подход к оценке акций основан на использовании двух типов информации:

- ◆ рыночная (ценовая) информация;
- ◆ финансовая информация.

Рыночная информация представляет собой данные о фактических ценах купли-продажи акций, аналогичных акциям оцениваемой компании. Качество и доступность информации зависят от уровня развития фондового рынка. Формирование отечественного фондового рынка не завершено, однако целый ряд агентств, например "Финмаркет", "Росбизнесконсалтинг", АК&М публикуют ежедневные бюллетени о состоянии финансовых рынков, предложениях на покупку-продажу ценных бумаг, исследованиях активности рынков акций крупнейших предприятий. Наряду с информацией по российскому рынку при оценке используются данные по зарубежным компаниям-аналогам, где выбор значительно больше. При этом необходимо учесть поправки на страновой риск.

#### Финансовая информация

Финансовая информация обычно представлена бухгалтерской и финансовой отчетностью, а также дополнительными сведениями, позволяющими определить сходство компаний и провести необходимые корректировки, обеспечивающие необходимую сопоставимость. Финансовая информация должна быть представлена отчетностью за последний отчетный год и

предшествующий период (обычно за пять лет). Финансовая информация должна быть собрана не только по оцениваемой компании, но и по аналогам. Рыночный подход оценки предприятия использует все традиционные приемы и методы финансового анализа. Оценщик рассчитывает одинаковые коэффициенты, анализирует балансы, отчеты о прибылях и убытках, дополнительную информацию. Финансовый анализ является важнейшим приемом определения сопоставимости аналогичных компаний с оцениваемой. Как показывает практика, тщательный анализ информации может дать отрицательный результат, когда оценщик приходит к заключению об отсутствии необходимого сходства и невозможности применения данного метода, хотя время и деньги потрачены.

Финансовая информация может быть получена оценщиком как по публикациям в периодической печати, так и на основании письменного запроса либо непосредственно на предприятии в ходе собеседования. Состав этой информации зависит от конкретного объекта оценки, стратегии и методологии оценщика, а также стадии отбора аналогов.

### **Процесс отбора сопоставимых компаний**

Осуществляется в три этапа.

*На первом этапе* определяется так называемый круг "подозреваемых". В него входит максимально возможное число предприятий, сходных с оцениваемым. Поиск таких компаний начинается с определения основных конкурентов, просмотра списка слившихся и приобретенных компаний за последний год. Возможно использование электронных баз, однако такая информация нуждается в дополнительных сведениях, так как она не бывает достаточно полной. Критерии сопоставимости достаточно условны и обычно ограничиваются сходством отрасли, производимой продукции, ее ассортимента и объемов производства.

*На втором этапе* составляется список "кандидатов". Поскольку аналитику требуется дополнительная информация сверх официальной отчетности, он должен собрать ее непосредственно на предприятиях. Поэтому первоначальный список может сократиться из-за отказа некоторых фирм в предоставлении необходимых сведений, а также из-за плохого качества, недостоверности предоставляемой информации. Критерии оценки должны соответствовать важнейшим характеристикам фирм.



Если аналог отвечает всем критериям, то он может использоваться на последующих этапах оценки. Принятие решения о сопоставимости лежит на оценщике.

*На третьем этапе* составляется окончательный список аналогов, позволяющий аналитику определить ценность оцениваемой фирмы. Включение предприятий в этот список основано на тщательном анализе дополнительно полученной информации. На этом этапе аналитик ужесточает критерии сопоставимости и оценивает такие факторы, как уровень диверсификации производства, положение на рынке, характер конкуренции и т. д.

### **Размер**

Размер является важнейшим критерием, оцениваемым аналитиком при составлении окончательного списка аналогов. Необходимо принимать во внимание, что более крупная компания не будет автоматически иметь большую прибыль только за счет своего размера, поэтому оценщик должен в первую очередь учитывать факторы, обеспечивающие величину прибыли: географическую диверсификацию, ценовые различия по сходным товарам и др.

### **Перспективы роста**

Перспективы роста. Необходимо определить фазу экономического развития предприятия, поскольку она определяет распределение чистой прибыли на дивидендные выплаты и затраты, связанные с развитием предприятия. Оценивая перспективы роста компании, аналитик рассматривает степень влияния трех основных факторов: общего уровня инфляции, перспектив роста отрасли в целом и индивидуальных возможностей развития конкретной фирмы в рамках отрасли. Эксперт должен также внимательно изучить конкретные преимущества и недостатки оцениваемой компании по сравнению с аналогами.

### **Финансовый риск**

Оценка финансового риска осуществляется следующими способами:

- ◆ сравнивается структура капитала (соотношение собственных и заемных средств);
- ◆ оценивается ликвидность (возможность оплачивать текущие обязательства текущими активами);
- ◆ анализируется кредитоспособность фирмы, другими словами, способность фирмы привлекать заемные средства на выгодных условиях.

## Качество менеджмента

Качество менеджмента. Оценка этого фактора наиболее сложна, так как анализ проводится на основе косвенных данных, таких как качество отчетной документации, возрастной состав, уровень образования, опыт, оплата труда управленческого персонала, а также имидж компании на рынке.

Оценщик редко находит компании абсолютно идентичные оцениваемой, поэтому на основе анализа критериев он может сделать один из следующих выводов:

- ◆ компания сопоставима с оцениваемой по ряду характеристик и может быть использована для расчета мультипликатора;
- ◆ компания недостаточно сопоставима с оцениваемой и не может быть использована в процессе оценки.

### 3.1.2. Сравнительный анализ компаний

Следует особо отметить, что в зависимости от целей и функций оценки анализ финансового положения предприятия может проводиться с различной степенью детализации, но при этом, как правило, носит характер экспресс-анализа и ограничивается данными бухгалтерской отчетности, то есть решает задачи внешнего анализа. Финансовый анализ предприятия проводится в два этапа: анализ финансовых отчетов и анализ финансовых коэффициентов. Информационным источником финансового анализа служат данные бухгалтерского анализа и отчета о финансовых результатах.

В зависимости от принятых методов бухгалтерского учета различаются величина прибыли и ценность отдельных активов, а это, в свою очередь, отражается на величине отдельных статей балансового отчета. Поэтому при сравнительном анализе балансовых отчетов предприятий-аналогов и оцениваемого предприятия рекомендуется учитывать различия в применяемых методах бухгалтерского учета и вносить в случае необходимости поправки в соответствующие статьи балансового отчета.

Определение доходности предприятия является важным элементом в оценке предприятия, поэтому главная цель анализа отчета о финансовых результатах и заключается в оценке информации о прибыли.

Помня о взаимосвязи отчета о прибылях и бухгалтерского баланса, в случае необходимости проводится также соответствующая корректировка показателей прибыли.

Все необходимые поправки следует вносить именно на первом этапе финансового анализа — сравнительном анализе финансовых отчетов, так как они могут существенно повлиять на величину финансовых коэффициентов, рассчитываемых на втором этапе анализа. Скорректированная финансовая отчетность представляет собой более надежную базу для расчета и сравнения показателей оцениваемого предприятия с предприятием-аналогом или со среднеотраслевыми значениями и, следовательно, позволяет получить более точную характеристику финансового положения предприятия и добиться более точных результатов оценки.

Если анализ финансового отчета помогает выявить сильные и слабые стороны предприятия в абсолютном выражении, то анализ финансовых коэффициентов устанавливает относительные показатели финансовой устойчивости и рентабельности, сопоставляя их со среднеотраслевыми показателями и абсолютными стандартами.

Существуют некоторые, порой значительные, расхождения в системе финансовых коэффициентов и разночтения в их терминологии и определении. Поэтому при сопоставлении аналитических коэффициентов оцениваемого предприятия и предприятий-аналогов между собой, а также со среднеотраслевыми показателями необходимо проверить, обеспечено ли единообразие в их расчете.

### 3.1.3. Применение оценочных мультипликаторов

Ценовой мультипликатор — это коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой предприятия или акции и финансовой базой.

#### Виды оценочных мультипликаторов

- ◆ P/E — наиболее популярный мультипликатор, но имеет недостаток — сильно зависит от методов бухучета и налоговой политики;
- ◆ P/EVT — исключает влияние налоговой политики;
- ◆ P/EVIT — исключает влияние заемного финансирования и практики налогообложения процента за кредит;

- ◆ EV/EBITDA — исключает влияние методов начисления износа и амортизации;
- ◆ P/B — показывает соотношение рыночной цены и балансовой ценности акции;
- ◆ P/S — показывает отношение рыночной цены к объему продаж;
- ◆ P/физический объем показывает отношение рыночной цены с натуральным показателем, например: на тонну нефти, на одного абонента и т. д.

Мультипликаторы отражают соотношение финансовых показателей на данный момент состояния фондового рынка, а также могут рассчитываться и анализироваться за несколько периодов, например за последние три года. В этом случае рассчитываются либо среднеарифметические, либо средневзвешенные величины этих мультипликаторов.

Мультипликаторы цена/прибыль и цена/денежный поток определяются в тех случаях, когда:

- ◆ имеются надежные данные о прибылях или денежных потоках как для оцениваемой, так и для сопоставимых компаний;
- ◆ ожидается, что текущие прибыли или денежные потоки оцениваемой компании будут примерно равны соответствующим величинам в будущем;
- ◆ прибыли или денежные потоки оцениваемой и сопоставимых компаний достаточно значительные величины, то есть неотрицательные или небольшие положительные.

Мультипликатор цена/балансовая ценность определяется в тех случаях, когда:

- ◆ имеется информация о ценности чистых активов сопоставимых компаний;
- ◆ ценность чистых активов оцениваемой и сопоставимых компаний являются достаточно значительными положительными величинами.

Как правило, для оценки ценности предприятия выбираются несколько различных мультипликаторов. В процессе оценки методом рынка капитала осуществляют усреднение значений сначала по компаниям-аналогам, а затем и по самим мультипликаторам.

## Правила применения мультипликаторов

В практике оценки при использовании мультипликаторов применяются следующие правила:

- ◆ мультипликаторы по сопоставимым предприятиям должны иметь минимальный разброс величин;
- ◆ выбранные мультипликаторы следует применять к соответствующим финансовым данным по оцениваемой компании таким образом, чтобы это соответствовало способу вычисления соответствующего мультипликатора для сопоставления компаний. Например, мультипликатор цена/чистая прибыль (P/E), 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 со средним значением прибыли, то и для оцениваемого предприятия необходимо рассчитать этот мультипликатор исходя из среднего показателя прибыли;
- ◆ компании-аналоги могут выбираться как на национальном фондовом рынке, так и на международных рынках. Если компании-аналоги принадлежат зарубежным государствам, то полученные мультипликаторы, прежде чем применять их к оцениваемой компании, следует скорректировать на страновой риск. В случае национальных компаний-аналогов полученные мультипликаторы не корректируются.

## Выявление ключевых факторов ценности в отрасли

Главное внимание при сравнительном анализе следует уделить изучению конкурентных факторов, влияющих на риск и ценность в данной отрасли. Оценивая диапазон выбранных мультипликаторов, следует проанализировать результаты деятельности каждой из компаний-аналогов, их сильные и слабые стороны. Из этого анализа выявить, какие характеристики и показатели рынок вознаграждает ростом ценности, а какие факторы способствуют ее снижению. Далее следует сравнить оцениваемую компанию с каждой из компаний-аналогов в ракурсе воздействия этих факторов.

### 3.1.4. Формирование итоговой величины ценности

Процесс формирования итоговой величины ценности состоит из трех основных этапов:

- ◆ выбора величины мультипликатора;
- ◆ взвешивания промежуточных результатов;
- ◆ внесения итоговых корректировок.

Выбор величины мультипликатора является наиболее сложным этапом, требующим особенно тщательного обоснования. Поскольку одинаковых компаний не существует, диапазон величины одного и того же мультипликатора по компаниям-аналогам бывает достаточно широк. Аналитик отсекает экстремальные величины и рассчитывает среднее значение мультипликатора по группе аналогов.

Затем проводит финансовый анализ, причем для выбора величины конкретного мультипликатора использует финансовые коэффициенты и показатели, наиболее тесно связанные с данным мультипликатором. По величине финансового коэффициента определяет положение (ранг) оцениваемой компании в общем списке. Полученные результаты накладываются на ряд мультипликаторов, и достаточно точно определяется величина, которая может быть использована для расчета ценности оцениваемой компании.

Величина мультипликатора для оцениваемой компании может быть определена либо методом трендовой прямой, либо анализом соотношения трех величин:

- ◆ средневзвешенной величины мультипликатора;
- ◆ средневзвешенной величины финансового коэффициента;
- ◆ фактической величины финансового коэффициента оцениваемой компании.

Рыночный подход позволяет аналитику получить максимальное число всех возможных вариантов мультипликаторов, следовательно, в процессе расчета будет получено столько же вариантов ценности. Если аналитик в качестве итоговой величины предложит простую среднюю всех полученных величин, то это будет означать, что он одинаково доверяет всем мультипликаторам. Наиболее правильным приемом определения итоговой величины является метод взвешивания. Оценщик в зависимости от конкретных условий, целей и объекта оценки, степени доверия к той или иной информации придает каждому мультипликатору свой вес. На основе взвешивания получается итоговая величина ценности, которая может быть взята за основу для проведения последующих корректировок.

## **Заключительные поправки**

Итоговая величина ценности, полученная в результате применения мультипликаторов, должна быть откорректи-

рована в зависимости от конкретных обстоятельств. Наиболее типичными являются следующие поправки.

1. Полученная ценность предприятия методом рынка капитала представляет собой ценность неконтрольного пакета открытой компании, акции которой продаются на открытом фондовом рынке и поэтому представляют собой уровень ценности предприятия с высокой степенью ликвидности. Чтобы получить ценность контрольного пакета в компании, акции которой не продаются на открытом фондовом рынке и финансовая информация по которой широко не представлена, необходимо добавить премию за контроль и вычесть скидку за недостаточную ликвидность.

2. К ценности действующего предприятия, определенной методом рынка капитала, необходимо добавить ценность нефункционирующих активов, то есть неиспользованных объектов недвижимости, в том числе социального назначения, которые могут быть проданы, а также бездействующих мощностей.

3. К рассчитанной ценности следует добавить избыток рабочего капитала или вычесть их недостаток.

4. Следует вычесть величину поправки, которая учитывает обязательства, связанные с охраной окружающей среды, если эти обязательства у предприятия имеются.

Метод рынка капитала используется в тех случаях, когда:

- ◆ имеется достаточное количество сопоставимых компаний для определения оценочного мультипликатора;
- ◆ имеется достаточно данных по сопоставимым компаниям для проведения оценщиком соответствующего анализа и внесения корректировок.

**Важнейшим преимуществом метода рынка капитала является возможность глубокого анализа движущих факторов ценности в отрасли**

Преимуществами метода рынка капиталов является то, что метод главным образом базируется на рыночных данных и отражает реальную сегодняшнюю практику покупателей и продавцов. Важнейшим преимуществом метода рынка капитала является возможность глубокого анализа движущих факторов ценности в отрасли. Недостатками метода являются трудности получения данных по сопоставимым компаниям, необходимость проведения целого ряда поправок и то, что метод основан на прошлых событиях и не принимает в расчет будущие ожидания.



При проведении оценки российских компаний методом рынка капитала можно воспользоваться приведенными ниже данными сайта ВШФМ АНХ при Правительстве РФ ([www.finmanager.ru](http://www.finmanager.ru)).

## Подход с позиции метода рыночных сопоставлений

### Основные мультипликаторы ценности по отраслям на развитом рынке капитала

Таблица 17

Отрасль	EV/EBITDA	P/E	P/S	P/B
Авиакомпании	6,66	60,40	0,75	4,07
Аэрокосмическая промышленность	7,56	25,76	0,73	2,39
Биотехнология	34,96	40,23	9,75	4,87
Гостиничный бизнес	6,23	17,69	10,55	4,64
Деревообработка	6,09	36,41	0,68	1,70
Добыча металлов	7,29	28,78	1,46	2,21
Железнодорожный транспорт	5,83	21,79	1,31	1,38
Жилищное строительство	7,95	19,96	0,79	2,11
Интернет	28,17	96,17	4,82	6,10
Машиностроение	7,87	24,54	0,84	2,53
Мебельная промышленность	6,50	32,21	0,85	2,27
Нефтяная и газовая промышленность	4,88	38,31	0,75	1,94
Обувная промышленность	8,05	19,20	0,99	2,93
Операции с недвижимостью	14,74	16,62	4,82	1,04
Производство продуктов питания	7,03	33,84	1,00	3,34
Промышленность стройматериалов	5,39	29,79	0,52	2,95
Реклама	10,05	32,90	1,70	2,60
Телекоммуникации: производство оборудования	36,90	68,64	1,88	3,37
Телекоммуникации: обслуживание населения	3,47	27,46	1,09	1,44
Торговля компьютерами	12,47	52,60	3,82	4,75
Торговля продуктами питания	7,53	16,74	0,43	3,64
Торговля одеждой	9,88	24,46	0,74	4,02
Угольная промышленность	4,60	41,40	0,73	1,99
Упаковка	5,58	19,25	0,61	2,35
Фармацевтическая промышленность	10,33	20,60	0,60	4,17
Химическая промышленность	5,97	21,60	1,26	3,19
Металлургия	7,99	31,31	1,15	2,39
Целлюлозно-бумажная промышленность	6,09	36,41	0,68	1,70
Энергетика	5,79	14,37	1,69	1,51

Источник: рассчитано по данным Multex Investor ([www.marketguide.com/mgi](http://www.marketguide.com/mgi))  
и Stern School of Business, New York ([www.stern.nyu.edu](http://www.stern.nyu.edu))



**Основные мультипликаторы ценности по секторам  
экономики на развитом рынке капитала**

Таблица 18

Сектор	Отрасли, входящие в сектор	P/E	P/S	P/B
Сырье и материалы (Basic materials)	Химическая, горная, деревообрабатывающая, целлюлозно-бумажная промышленность, металлургия	34,96	1,89	3,42
Тяжелая промышленность (Capital goods)	Аэрокосмическая, оборонная промышленность, тяжелое машиностроение, строительство промышленных объектов и производство стройматериалов	24,03	1,14	3,28
Производство товаров циклического спроса (Consumer cyclical)	Автомобилестроение, текстильная, мебельная промышленность, производство одежды, аудио- и видеоаппаратуры, ювелирное дело	18,65	1,14	3,23
Производство товаров потребительского нециклического спроса (Consumer non cyclical)	Пищевая, рыбная, табачная промышленность, производство алкогольных и безалкогольных напитков, сопутствующих товаров	21,41	2,66	7,31
Энергетическое сырье (Energy)	Угольная, нефтяная и газовая промышленность	15,82	1,48	2,57
Финансовые институты (Financial)	Банки, страховые и инвестиционные компании	17,27	3,66	2,51
Здравоохранение (Healthcare)	Фармацевтическая промышленность, биотехнология, медицина: обслуживание населения и производство аппаратуры	35,37	5,98	5,77
Услуги (Services)	Реклама, масс-медиа, городское хозяйство, общественное питание, казино, школы, торговля	26,54	2,77	3,83
Высокие технологии (Technologies)	Телекоммуникации, компьютерная индустрия, программирование, производство научнотехнической аппаратуры	37,12	5,62	5,24
Транспорт (Transportation)	Авто-, авиа-, железнодорожный и водный транспорт	24,78	1,74	3,83
Коммунальное хозяйство и энергетика (Utilities)	Электро-, газо- и водоснабжение	18,02	1,20	1,80

Источник: [www.investor.reuters.com](http://www.investor.reuters.com)

### Коэффициенты корректировки мультипликаторов по странам бывшего СССР за страновой риск

Таблица 19

Страна	Коэффициент корректировки
США	1,000
Россия	0,663
Украина	0,512
Казахстан	0,839
Белоруссия	0,512
Литва	0,839
Латвия	0,862
Молдова и Туркменистан	0,477
Эстония	0,887

Источник: рассчитано на основе межстрановых сравнений по кредитному рейтингу ([www.moody.com](http://www.moody.com))

### Надбавки и скидки к ценности собственного капитала компании

Таблица 20

Источник информации	Средняя	Медиана
Премия за контроль		
Pratt S., Reily R.F., Schweighs R.P. (1996) по статистике глобального рынка	39,90%	36,30%
Лимитовский М.А., Грязнов В.Г. (2002) - по статистике сделок на рынке РФ	—	28,00%
Скидка за неконтрольный характер Pratt S., Reily R.F., Schweighs R.P. (1996) по статистике глобального рынка	28,50%	26,60%
Лимитовский М.А., Грязнов В.Г. (2002) - по статистике сделок рынка РФ	—	21,90%
Дисконт за неликвидность (данные глобального рынка)		
Gelman Study (1970)	33,00%	—
Trout (1972)	33,45%	—
Moroney (1973)	35,60%	—
Maher (1973)	35,43%	33,00%
Standard Research Consultant Study (1982)	—	—
Williamette Management Consultant Study (1984)	35,00%	45,00%
Silber (1988)	33,75%	—
FMV Oppinions, Inc (1992)	23,00%	—
R.W. Barid & Co (1993)	47,00%	—
Coeplin, Sarin, Shapiro (1998) (рынок США)	20,40%	46,00%
Скидки за малый размер компании		
Pereiro L (2002)	16,00%	18,10%

Учесть эффект размера компании, неликвидность и неконтрольный характер можно в методе DCF, увеличив ценность собственного капитала (приблизительно) на премию, равную  $1/4$  соответствующей скидки из таблицы 20.



## Продолжение конкретной ситуации 1

Для проведения оценки компании ЗАО "Усупинфарм" методом рынка капитала была собрана информация по зарубежным фармацевтическим компаниям. В результате проведенного анализа были отобраны компании, сопоставимые с ЗАО "Усупинфарм" по основным своим характеристикам: сегмент рынка, уровень диверсификации. Для оценки были выбраны мультипликаторы P/E и P/S. Значения нормализованных показателей чистой прибыли и выручки для оценки компании приняты на уровне 2003 года, соответственно:

- ◆ NP – 1277;
- ◆ S – 8450.

Корреляционный анализ основных финансовых показателей компаний-аналогов и их мультипликаторов показал, что в наибольшей степени оказывают влияние на увеличение/уменьшение мультипликаторов те финансовые показатели, которые отражены в таблице 21. Поэтому именно эти показатели были выбраны для сопоставительного анализа и определения оценочного мультипликатора для ЗАО "Усупинфарм".

### Сравнение основных показателей сопоставимых компаний

Таблица 21

Наименование компании-аналога	Основные показатели и мультипликаторы						
	Current Ratio	D/E	Interest Coverage	Inventory Turnover	Asset Turnover	P/E	P/S
Alpharma	2,07	0,78	1,63	2,8	0,54	66	2,89
Endo Pharmaceuticals	2,43	0,00	–	2,9	0,98	18,6	4,60
Forest Laboratories	5,20	0,00	–	1,2	0,87	27,9	7,10
K-V Pharmaceuticals	5,90	0,00	–	2,1	0,68	30,4	5,30
Mylan Laboratories	5,60	0,01	–	2,6	0,79	20,2	4,05
Rigel Pharmaceuticals	6,50	0,10	8,80	–	0,26	–	4,00
Watson Pharma	2,20	0,36	11,40	1,6	0,47	25,6	2,43
Среднее	4,30	0,18	7,20	2,2	0,66	31,4	4,30
Медиана							
ЗАО "Усупинфарм"	2,70	0,10	37,30	3,6	1,20		

Сравнение финансовых показателей оцениваемой компании с компаниями-аналогами (см. таблицу 21) показывает, что ЗАО "Усупинфарм" занимает хорошие позиции по ключевым факторам ценности.

Оценка компании с использованием мультипликатора P/E отражена в таблице 22 и состоит из следующих шагов:

- ◆ позиционирование показателей оцениваемой компании и компаний-аналогов;
- ◆ построение шкалы мультипликатора P/E (от минимального значения 18,6 до максимального 31,4 с равномерным шагом шкалы);
- ◆ определение предварительного значения мультипликатора для оцениваемой компании – 28,5;
- ◆ применение поправочного коэффициента на страновой риск (см. таблицу 19)  $28,5 \times 0,663 = 18,9$ ;
- ◆ расчет предварительной стоимости собственного капитала (P/E  $\times$  нормализованная чистая прибыль)  $18,9 \times 1277 = 24\ 135$ ;
- ◆ применение поправки на контроль (PC – 20 %) и скидки на неликвидность (LOMD – 15 %) позволяет получить заключительную оценку компании методом рынка капитала с применением мультипликатора P/E:  $24\ 135 \times 1,2 \times 0,85 = 24\ 618$  млн долл.

Оценка с использованием мультипликатора P/S отражена в таблице 23 и аналогична оценке с использованием мультипликатора P/E. Отличие состоит в том, что шкала строится на базе мультипликатора P/S.

В результате получены две оценки компании при использовании двух мультипликаторов P/E и P/S: соответственно 24 618 млн долл и 33 614 млн долл. Так как речь идет об оценке 85-процентного пакета акций, то ценность этого пакета будет соответственно 20 925 млн долл. и 28 571 млн долл.

Итоговое заключение по оценке складывается из оценок по всем использованным методам, в первую очередь по методу DCF, стоимость компании по которому составила 14 823 млн долл.

Так как при оценке с использованием мультипликатора P/E определенное искажающее влияние могла оказать разница в системе начисления налогов и амортизации, этой оценке придается наименьшее значение. Итоговая оценка может располагаться в диапазоне от 14 до 16 млн долл., так как завышение оценки по методу рынка капитала связано с различием в размерах оцениваемой и сопоставимых компаний.

## Оценка компании с использованием мультипликатора P/E

Таблица 22

Наименование показателя	Оценка значений коэффициентов				
	Низкий	Ниже среднего	Средний	Выше среднего	Высокий
Шкала значений мультипликатора	18	21,5	25	28,5	32
Current Ratio Inventory Turnover Asset Turnover D/E Interest Coverage		+			+
Количество наблюдений	0	1	1	0	3
Взвешенный итог	18x0	21,5x1	25x1	28,5x0	32x3
Оценочный мультипликатор	28,5				
Мультипликатор, скорректированный на страновой риск	18,9				
Нормализованная чистая прибыль компании в 2003 году (см. таблицу 1)	1277				
Надбавка за контроль	1,2				
Скидка на недостаточную ликвидность	0,85				
		<b>Итого оценка собственного капитала</b>			<b>24 618</b>

## Оценка с использованием мультипликатора P/S

Таблица 23

Наименование показателя	Оценка значений коэффициентов				
	Низкий	Ниже среднего	Средний	Выше среднего	Высокий
Шкала значений мультипликатора	2,4	3,5	4,7	5,9	7,1
Current Ratio Inventory Turnover Asset Turnover D/E Interest Coverage		+			+
Количество наблюдений	0	1	1	0	3
Взвешенный итог	2,4x0	3,5x1	4,7x1	5,9x0	7,1x3
Оценочный мультипликатор	5,9				
Мультипликатор, скорректированный на страновой риск	3,9				
Нормализованная чистая прибыль компании в 2003 году (см. таблицу 1)	8450				
Надбавка за контроль	1,2				
Скидка на недостаточную ликвидность	0,85				
		<b>Итого оценка собственного капитала</b>			<b>33 614</b>

### 3.2. Метод сделок

Метод сделок или метод продаж — один из трех основных методов оценки предприятия из совокупности методов оценки сравнительного рыночного подхода. Этот метод является частным вариантом метода рынка капитала и основан на анализе цен, приобретения контрольных пакетов акций сопоставимых предприятий или анализе цен приобретения предприятий целиком.

Выбор сопоставимых предприятий осуществляется, как и в методе рынка капитала, исходя из сходных предприятий по отрасли, продукции, диверсификации продукции, жизненному циклу, географии, размеров, стратегии деятельности и финансовым характеристикам.

Финансовый анализ и сопоставление показателей осуществляется так же, как и в методе рынка капитала. Финансовый анализ необходим для определения сопоставимого предприятия и приемлемого оценочного мультипликатора. Выбор и вычисление оценочных мультипликаторов из-за недостатка данных о сделках (продажах) ограничивается. Обычно используются мультипликаторы цена/чистая прибыль, цена/прибыль до налогообложения или цена/балансовая стоимость.

Главное отличие метода сделок от метода рынка капитала заключается в том, что первый определяет уровень ценности контрольного пакета акций, позволяющего полностью управлять предприятием, тогда как второй определяет ценность предприятия на уровне неконтрольного пакета.

Как и в методе рынка капитала, при использовании данного метода необходимо вносить следующие поправки к ценности предприятия, полученной с помощью мультипликатора:

- ◆ поправку на неоперационные активы, то есть на ценность активов, непосредственно не участвующих в производственном процессе;
- ◆ поправку на избыток или недостаток собственных оборотных средств;
- ◆ коррекция мультипликаторов на страновой риск (в случае необходимости).

### 3.3. Метод отраслевых коэффициентов

Метод отраслевой оценки или метод отраслевых формул используется для ориентировочных оценок ценности предприятий. Сущность данного метода заключается в том, что на большом статистическом материале конкретных сделок по продажам малых предприятий определенных отраслей, а также предприятий сферы услуг оценщики методом проб и ошибок установили некоторые формулы оценки этих предприятий. Опыт западных оценочных фирм свидетельствует:

- ◆ рекламные агентства и аудиторские фирмы продаются соответственно за 0,7 и 0,5 от годовой выручки;
- ◆ салон красоты за 0,25–0,7 от суммы годовой выручки плюс ценность оборудования и запасов;
- ◆ рестораны и туристические агентства соответственно за 0,25–0,5 и 0,04–0,1 от валовой выручки;
- ◆ заправочные станции за 1,2–2,0 от месячной выручки;
- ◆ страховые агентства за 1,0–2,0 от годовых сборов;
- ◆ предприятия розничной торговли за 0,75–1,5 от суммы чистой прибыли плюс оборудование и запасы.

К формулам следует подходить с максимальной гибкостью, в каждом конкретном случае приспособляя рыночные данные к особенностям оцениваемого предприятия. В тех случаях, когда нет стандартной формулы, оценщик может разработать свою формулу. Другим решением будет анализ данных о продажах по аналогичным, но не идентичным предприятиям и разработка соответствующих методов. Таким образом, формульный подход, как мы видим, применим к большинству малых индивидуальных или семейных предприятий и находит широкое применение в практике оценочной деятельности.

.....

### Контрольные вопросы и задания

1. Какой принцип оценки бизнеса реализуется в рыночном подходе?
2. При каких условиях целесообразно применять оценку по рыночному подходу?
3. Чем отличаются метод рынка капитала и метод сделок?
4. Назовите основные критерии отбора компаний аналогов.
5. Каково назначение оценочных мультипликаторов при оценке бизнеса по методам рыночных сопоставлений?
6. Для каких целей проводится сравнительный финансовый анализ компаний-аналогов?
7. При каких условиях нецелесообразно применять мультипликатор  $P/E$ ?
8. Какому из основных определений ценности соответствует оценка бизнеса по методу рынка капитала?
9. Какие заключительные поправки необходимо учесть при оценке контрольного пакета закрытой компании по методу рынка капитала?
10. Оцените 100-процентный пакет акций компании ЗАО "Дора", нормализованная чистая прибыль которой составляет 2000 тыс. долл., количество акций – 3 тыс. штук. Аналогом является компания ОАО "Лора", рыночная цена акций которой составляет 20 долл.,  $EPS$  – 4 долл. Примените в оценке надбавку за контроль – 30 %, скидку на недостаточную ликвидность – 15 %.



## ГЛАВА 4.

## ПОДХОД ПО АКТИВАМ

Данный подход предполагает ценность компании как сумму ценности ее чистых активов (за вычетом ценности обязательств).

Методы по активам исходят из предпосылок либо действующего предприятия, либо *ликвидации*.

Предпосылка о действующем бизнесе базируется на том, что бизнес продолжает функционировать и активы оцениваются по их "рабочей" ценности. В этом случае применяется **метод чистой ценности активов (NAV)**.

Когда речь идет об оценке в условиях организационной ликвидации, то применяется **метод ликвидационной ценности (LV)**.

**Метод NAV** — активы и обязательства компании корректируются до их рыночной ценности. При этом компания рассматривается как действующая.

**Метод LV** — чистая выручка от реализации активов компании с учетом погашения обязательств дисконтируется к дате оценки. Предполагается, что ценность бизнеса реализуется в результате плановой или вынужденной ликвидации активов.

### 4.1. Метод ценности чистых активов

Общая формула оценки компании методом чистых активов имеет следующий вид:

$$NAV = \sum_{i=1} VA_i - D + G,$$

где NAV — ценность чистых активов компании;  
VA<sub>i</sub> — рыночная ценность i-го актива;  
D — рыночная ценность обязательств;  
G — гудвилл.

Как видно из формулы, сначала активы компании, отраженные в балансе, корректируются до их рыночной оценки, затем вычитается рыночная ценность обязательств и добавляется ценность гудвилла.

### 4.1.1. Особенности оценки различных видов активов

#### Оценка зданий и сооружений

Для оценки зданий и сооружений предприятия используются различные методы оценки, объединенные в три подхода:

- ◆ затратный;
- ◆ доходный;
- ◆ рыночный.

**Методы затратного подхода** оценки зданий и сооружений сводятся к следующему.

Сначала определяются затраты на строительство зданий и сооружений. После этого из них вычитается износ зданий и сооружений с учетом их физического, функционального, технологического и экономического старения.

*Физическое устаревание* — это потеря ценности собственности, вызванная полным изнашиванием, разрушением, увеличением ценности обслуживания устаревшего оборудования, прочими физическими факторами, вызывающими сокращение жизни и полезности объекта.

*Функциональное устаревание* — это потеря ценности собственности, связанная с невозможностью выполнять ею те функции, для которых она предназначалась. Функциональное устаревание является результатом внутренних свойств собственности и связано с такими факторами, как конструкционные недостатки, избыточные операционные издержки.

*Технологическое устаревание* является формой функционального. Это потеря ценности, вызванная изменениями в технологии, в результате которых объект становится менее продуктивным, более дорогим в эксплуатации.

*Экономическое устаревание* — это потеря ценности актива, вызванная внешними факторами, например измерением, понизившими спрос на продукцию, или возросшей конкуренцией.

Оценка зданий и сооружений методами затратного подхода реализуется в пять этапов:

- 1) определяется рыночная ценность земельного участка, на котором находятся здание и сооружение, с учетом текущего его использования;

- 2) рассчитывается восстановительная стоимость или стоимость замещения строения;
- 3) рассчитываются все виды износа строений: физический, функциональный, технологический и внешний;
- 4) вычитается величина общего износа строений из затрат на воспроизводство или замещение объекта;
- 5) определяется стоимость объекта недвижимости путем суммирования рыночной стоимости земли при существующем использовании и стоимости строения.

**Методы доходного подхода** основаны на капитализации или дисконтировании прибыли, которая будет получена в случае сдачи недвижимости в аренду. Результат по данному подходу включает в стоимость здания и стоимость земельного участка.

**Определение рыночной стоимости** объекта недвижимости методом рыночных сравнений базируется на выборе сопоставимых объектов, уже проданных в данном районе. Из этих данных выводится средняя цена за квадратный метр и умножением ее на площадь оцениваемого объекта определяется рыночная стоимость.

## **Оценка машин и оборудования**

Понятие "оценка" применительно к машинам и оборудованию имеет свои особенности, поскольку оценщик не только рассчитывает их стоимость, но и определяет качественные и количественные характеристики этих объектов. Знание последних необходимо для точного, достоверного расчета их стоимости. В нашем случае оценка машин и оборудования осуществляется как часть оценки стоимости всего предприятия, однако существуют функции оценки машин и оборудования, когда определение стоимости активной части основных фондов — самостоятельная задача.

Для оценки машин и оборудования используются также три подхода к оценке:

- ◆ затратный;
- ◆ рыночный
- ◆ и в меньшей степени доходный.

Базовой стоимостью в **затратном подходе** является полная восстановительная стоимость объекта, из которой

вычитаются все три вида износа: физический, функциональный и внешний. Для расчета полной ценности воспроизводства используют прямой и косвенный методы.

*Прямой затратный метод* включает детальную методику расчета калькуляции, основанную на определении состава и количества материала, затрачиваемого на производство оборудования. Затем рассчитываются трудозатраты, а также другие расходы, связанные с производством оборудования. Эти статьи затрат пересчитываются по текущей ценности и суммируются. Полученная сумма представляет собой базовую ценность актива и его комплектующих, к которой необходимо прибавить затраты на транспортировку, установку и подключение. Другим способом определения ценности техники, относящимся к прямому затратному методу, является получение информации фирмы-изготовителя о затратах на изготовление данного или аналогичного оборудования.

*Косвенный затратный метод* к оценке машин и оборудования предполагает использование методики мультипликаторных данных по мощности и индексной методики.

Индексная методика основана на колебаниях цены во времени. Основная формула при этом выглядит следующим образом.

Восстановительная ценность объекта равна первоначальной ценности, умноженной на индекс изменения цен.

Индексы можно определить из коэффициентов переоценки основных фондов, утверждаемых Правительством РФ.

Методика мультипликатора ценность/мощность основывается на имеющихся характеристиках машин-аналогов. Известно, что изменение мощности единицы оборудования определенных групп техники как правило сопровождается изменением ценности в следующем соотношении:

Ценность А / Ценность В = (Мощность А / Мощность В)<sup>n</sup>, где n – экспонента, нормальный интервал 0,4 – 1, оптимальная величина 0,6. Методика позволяет по ценности и мощности машины-аналога оценить ценность машины.

**Рыночный подход** оценки машин и оборудования включает два основных метода – *прямого сравнительного анализа продаж и статистического моделирования ценности техники*.

*Метод прямого сравнительного анализа продаж* применяется, когда имеется возможность подобрать аналог оцениваемой машины. Цена объекта-аналога, по которому недавно произведена продажа, анализируется и корректируется в соответствии с различиями, которые имеются между объектом-аналогом и оцениваемым объектом.

*Метод статистического моделирования* заключается в том, что оцениваемый объект рассматривается как представитель некоторой совокупности однородных объектов, для которых цены известны. Для данной совокупности объектов с использованием теории статистики и экономико-математического моделирования разрабатывается математическая модель зависимости цены от одного или нескольких известных параметров. По этой математической модели рассчитывается ценность оцениваемой техники, определяется как бы среднестатистическая из данной совокупности однородных объектов.

**Доходный подход оценки ценности машин и оборудования** включает в себя два метода: дисконтирование денежных потоков и капитализация денежного потока. Данные методы реализуются аналогично тому, как они используются при оценке недвижимости. Определяются денежные потоки, которые генерируются при сдаче машины или оборудования в аренду, рассчитываются ставки дисконта или капитализации и путем дисконтирования или капитализации денежных потоков определяется их ценность.

#### **Оценка производственных запасов**

К запасам предприятия относятся: сырье, материалы, малоценные и быстроизнашивающиеся предметы, затраты в незавершенном производстве, готовая продукция и товары для перепродажи, товары отгруженные и расходы будущих периодов. Эти оборотные активы являются предметом оценки. Они учитываются в балансе с использованием одного из трех методов: либо по средней себестоимости, либо по себестоимости первых по времени закупок (метод ФИФО), либо по себестоимости последних по времени закупок (метод ЛИФО). Выбор метода организации учета на предприятии осуществляется руководством предприятия исходя из его специфики. Однако во всех трех вариантах выбора метода учета необходимо делать поправки к балансовой ценности, исходя из рыночных цен на эти активы. К рыночным ценам необходимо добавить

фактические затраты по транспортировке и складированию запасов, если они не были учтены при постановке на баланс.

Затраты в незавершенном производстве оцениваются по фактической себестоимости производства, товары отгруженные — по рыночной ценности.

### **Оценка дебиторской задолженности**

Оценка дебиторской задолженности начинается с ее анализа. Составляется список дебиторов, определяется срок возврата долга, анализируются возможности возврата долга в сроки, предусмотренные соответствующими договорами. Если делается вывод о невозможности возврата долга в срок, то осуществляются следующие меры: напоминание дебиторам о возврате долга, предъявление соответствующих исков в арбитражный суд, списывание долга с баланса как безнадежного. В последнем случае он не подлежит оценке. Не подлежит оценке также долг учредителей по их взносам в уставный капитал. Во всех других случаях дебиторская задолженность оценивается по текущей ценности. Период дисконтирования в данном случае определяется исходя из сроков возврата долга, предусмотренных по соответствующим договорам. Ставка дисконтирования при этом учитывает риск, связанный с возвратом долгов (например, ставка дисконтирования берется повышенная, если выясняется, что степень надежности векселей, выданных другим предприятиям, понижается).

### **Оценка финансовых вложений**

Инвестиции могут производиться в краткосрочные и долгосрочные ценные бумаги, недвижимость, уставные капиталы других предприятий. Оценка инвестиций осуществляется исходя из их рыночной ценности на дату оценки. При этом необходимо помнить, что ценность собственных акций предприятия, выкупленных у акционеров, вычитается из общих инвестиций.

Оценка денежных средств на валютном счете осуществляется по курсу на дату оценки.

## **4.1.2. Оценка нематериальных активов**

Под нематериальными активами понимаются активы, не имеющие физического содержания, но обладающие способностью приносить доходы. Всю совокупность нематериальных активов принято разделять на три группы.

**1-я группа.** Неотделимые от предприятия (наличие обученного персонала, системы и методы управления предприятием, наличие клиентуры, достижения в области рекламы и продвижения своей продукции, преимущества территориального расположения, репутация предприятия).

**2-я группа.** Неотделимые от индивидуума (личная репутация работников или владельцев предприятия, личные профессиональные качества индивидуумов, общая квалифицированность и качества персонала и владельцев).

**3-я группа.** Отделимые от предприятия и от индивидуума (фирменные знаки, торговые знаки, секретные методы и технологии (ноу-хау), технические библиотеки, авторские права, секретные формулы, лицензии, патенты, франшизы).

Оценка нематериальных активов проводится в два этапа.

*На первом этапе* выделяются и оцениваются нематериальные активы первой группы. Эти активы оцениваются на индивидуальной основе и имеют определенный срок службы.

Для оценки нематериальных активов первой группы применяются методы, основанные на трех подходах:

- ◆ доходном;
- ◆ рыночном;
- ◆ затратном.

**Доходный подход** в оценке нематериальных активов основывается на оценке приведенных дополнительных денежных потоков или прибылей, которые позволяют генерировать наличие нематериального актива.

**Рыночный подход** основан на сравнительном анализе продаж подобных нематериальных активов на открытом рынке.

**Затратный подход** применяется редко, а именно в том случае, когда в отношении нематериального актива нет сформировавшегося рынка.

### 4.1.3. Оценка гудвилла

На втором этапе оценивается вся совокупность нематериальных активов первой и второй групп, которые, как правило, имеют неопределенный период службы и оцениваются в совокупности. Ценность всей этой совокупности нематериальных активов носит название гудвилл\*.

---

\* Гудвилл (Goodwill) в буквальном переводе это "актив доброй воли". В бухгалтерском учете гудвилл — это разница между ценой покупки компании и рыночной ценностью ее активов.

Оценка гудвила производится по **методу аномальных доходов**.

Метод аномальных доходов исходит из предпосылки, что ценность гудвила определяется разницей между доходностью на вложенный капитал компании и средней доходностью для данной отрасли. Если выявлено стабильное превышение доходности на капитал компании над среднеотраслевым уровнем и есть веские основания считать, что такая ситуация будет воспроизводиться в будущем, то величина среднегодового превышения прибыли компании капитализируется с использованием соответствующего коэффициента капитализации. Рассмотрим алгоритм оценки гудвила методом аномальных доходов на примере.



## Конкретная ситуация 2

### Оценка гудвила методом аномальных доходов

*Данные:*

*10 % дебиторской задолженности не будет собрано, 5 % товарных запасов устарело и может быть продано только за 10 % номинальной ценности.*

*Согласно заключению оценщика недвижимости, земля и здания стоят 2500.*

*Согласно заключению оценщика оборудования, оборудование стоит 1600.*

*Согласно проведенной оценке бизнеса, ценность инвестиции в компанию АБС равна 450.*

*Средний доход на собственный капитал по отрасли составляет 14 %.*

*Нормализованная чистая прибыль компании – 600.*

*Коэффициент капитализации – 30 %.*

*Как видно из таблицы 24, переоцененная ценность чистых активов компании составила 3060. Для оценки величины гудвила сначала определим нормализованную рентабельность собственного капитала компании:*

$$ROE_{\text{комл.}} = NP / E_g = 600 / 2575 = 23,3\%$$

*Далее находим разницу между рентабельностью собственного капитала компании и среднеотраслевой рентабельностью:*

$$\Delta ROE = ROE_{\text{комл.}} - ROE_{\text{отр}} = 23,3\% - 14\% = 9,3\%$$

*Аномальная прибыль компании составит:*

$$\Delta NP = \Delta ROE \times E_g = 9,3\% \times 2575 = 239,5$$



Делаем допущение, что компания и в дальнейшем будет зарабатывать аномальную прибыль, поэтому величина гудвилла определяется методом капитализации:

$$G = \Delta NP / K = 239,5 / 0,3 = 798,3$$

Ценность чистых активов с учетом гудвилла составит 3858,3.

Таблица 24

Прошлый балансовый отчет	Балансовая ценность	Поправки	Уточненная ценность	Гудвилл	Обоснованная рыночная ценность
Денежные средства	375		375		375
Дебиторская задолженность	200	- 20	180		180
<u>Товарные запасы</u>	<u>1000</u>	- 45	955		955
Земля и здания	1575		1500		1500
Всего, текущие активы	1900	+ 600	2500		2500
<u>Оборудование</u>	<u>1800</u>	- 200	1600		1600
Всего, основные средства	3700		4100		4100
Инвестиции в компанию АБС	300		450		450
Гудвилл				798	798
<u>Всего, активы</u>	<u>5575</u>		6060		6858
Всего, обязательства	3000		3000		3000
<u>Ценность собственного капитала</u>	<u>2575</u>		3060		3858
Всего, обязательства и собственный капитал			6060		6858

Метод накопления активов целесообразно применять в случаях, когда:

- ◆ компания обладает значительными материальными активами;
- ◆ есть возможность выявить и оценить нематериальные активы, если они имеются;
- ◆ ожидается, что компания будет по-прежнему действующим предприятием (иначе следует применить ликвидационную ценность);
- ◆ у компании отсутствуют ретроспективные данные о прибылях или нет возможности надежно оценить ее прибыли или денежные потоки;
- ◆ компания — это новое или вновь возникшее предприятие;
- ◆ значительную часть активов компании составляют финансовые активы (например, денежные средства, дебиторская задолженность, ликвидные ценные бумаги и т. д.).

Преимуществами метода накопления активов является то, что он особенно пригоден для некоторых видов компаний (например, холдинговых, инвестиционных и других компаний), а также то, что основывается на существующих реально активах. Недостатками является статичность метода, недостаточный учет перспектив бизнеса. Данным методом производится оценка контрольного пакета акций.

## **4.2. Ликвидационная ценность**

Оценка ликвидационной ценности предприятия осуществляется в следующих случаях:

- ◆ компания находится в состоянии банкротства или есть серьезные сомнения относительно ее способности оставаться действующим предприятием;
- ◆ ценность компании при ликвидации может быть выше, чем при продолжении деятельности.

Ликвидационная ценность представляет собой ценность, которую собственник предприятия может получить при ликвидации предприятия и отдельной продаже его активов.

Общая формула оценки компании методом ликвидационной ценности выглядит следующим образом:

$$LV = PV \left( \sum_{i=1} AV_i \right) - D - CL,$$

где  $LV$  – ликвидационная ценность компании;  
 $AV_i$  – ценность  $i$ -го актива;  
 $D$  – рыночная ценность обязательств;  
 $CL$  – затраты на ликвидацию компании.

Существует так называемая упорядоченная ликвидация, когда распродажа активов осуществляется в течение разумного периода с тем, чтобы можно было получить высокие цены продажи активов. Для наименее ликвидной недвижимости предприятия этот период составляет около двух лет. Он включает время подготовки активов к продаже, время доведения информации о продаже до потенциальных покупателей, время на обдумывание решения о покупке, аккумуляции финансовых средств на покупку, собственно продажу и покупку, перевозку и пр. Упорядоченной ликвидации активов соответствует понятие упорядоченной ликвидационной ценности предприятия.

В отличие от упорядоченной ликвидации предприятия существует принудительная ликвидация, которая означает: активы распродаются настолько быстро, насколько это возможно, часто одновременно и на одном аукционе. Принудительной ликвидации соответствует принудительная ликвидационная ценность предприятия.

Расчет ликвидационной ценности включает несколько основных этапов.

1. Берется последний балансовый отчет.
2. Разрабатывается календарный график ликвидации активов, так как продажа различных видов активов предприятия (недвижимого имущества, машин и оборудования, товарно-материальных запасов) требует различных временных периодов.
3. Определяется валовая выручка от ликвидации активов.
4. Оценочная ценность активов уменьшается на величину прямых затрат (комиссионные, налоги, сборы). С учетом календарного графика ликвидации активов скорректированные ценности оцениваемых активов дисконтируются на дату оценки по ставке дисконта, учитывающей связанный с этой продажей риск.
5. Ликвидационная ценность активов уменьшается на расходы, связанные с владением активами до их продажи, включая затраты на сохранение запасов го-

товой продукции и незавершенного производства, сохранение оборудования и машин, объектов недвижимости, а также управленческие расходы по поддержанию работы предприятия вплоть до завершения его ликвидации. Срок дисконтирования соответствующих затрат определяется по календарному графику продажи активов предприятия.

**6.** Прибавляется (или вычитается) операционная прибыль (убытки) ликвидационного периода.

**7.** Вычитаются имущественные права на выходные пособия и выплаты работникам предприятия, требования кредиторов по обязательствам, обеспеченным залогом имущества ликвидируемого предприятия, задолженность по обязательным платежам в бюджет и во внебюджетные фонды, расчеты с другими кредиторами.

Таким образом, ликвидационная ценность предприятия рассчитывается путем вычитания из скорректированной ценности всех активов баланса суммы текущих затрат, связанных с ликвидацией предприятия, а также величины всех обязательств.

Метод ликвидационной ценности применяется в случаях, когда:

- ◆ предприятие находится в состоянии банкротства или есть серьезные сомнения относительно его способности продолжать оставаться действующим предприятием;
- ◆ оценивается доля собственности, составляющая либо контрольный пакет, либо такую долю, которая способна вызвать продажу активов предприятия;
- ◆ текущие и прогнозируемые денежные потоки предприятия от производственной деятельности невелики по сравнению с ценностью ее чистых активов (рентабельность низкая или предприятие убыточное);
- ◆ ценность предприятия при ликвидации может быть выше, чем при продолжении его деятельности;
- ◆ принятие решения о ликвидации предприятия.



### Конкретная ситуация 3

#### Оценка предприятия методом накопления активов (NAV) и ликвидационной ценности (LV)

*Исходные данные.*

1. Результаты оценки активов.

<i>Здания и сооружения:</i>	
– ценность	23 500 000 руб.
– комиссионные при реализации	10%
– дисконтирующий фактор для 18 месяцев под 2% в месяц	0,7001
<i>Машины и оборудование:</i>	
– ценность	3 300 000 руб.
– скидка с продажи	40%
– комиссионные при реализации	20%
– дисконтирующий фактор для 9 месяцев под 2% в месяц	<u>0,8367</u>

2. Товарно-материальные запасы	распродажа с 30-процентной скидкой
3. Дебиторская задолженность	15% безнадежных долгов

4. Остальные активы оценены по балансовой ценности

5. Расходы по ликвидации.

<i>Затраты на содержание активов:</i>	
– расходы за месяц	35 000 руб.
– приведенная ценность аннуитета для 18 месяцев под 2% ежемесячно	15,116

<i>Выходные пособия и выплаты:</i>	
– продолжительность выплат	3 месяца
– месячная заработная плата	1200 руб.
– численность	1500 чел.
– приведенная ценность аннуитета для 3 месяцев под 2% ежемесячно	2,911

<i>Расходы на управление</i>	
– расходы за месяц	24 300 руб.
– приведенная ценность аннуитета для 24 месяцев под 2% ежемесячно	9,0608

Как видно из таблицы 25, переоцененная ценность активов составила 46 645 998 рублей, ценность чистых активов за вычетом обязательств – 38 869 727 рублей.

## Балансовый отчет

Таблица 25

	На конец года	Оценочная ценность чистых активов	Ликвида- ционная ценность
<b>А К Т И В</b>			
<b>I. ОСНОВНЫЕ СРЕДСТВА И ПРОЧИЕ ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>			
Нематериальные активы	113 917	113 917	113 917
Основные средства:	19 556 541	26 800 000	16 132 448
Долгоср. финанс. вложения	10 900	10 900	10 900
<i>Итого по разделу I</i>	19 681 358	26 924 817	16 355 565
<b>II. ЗАПАСЫ И ЗАТРАТЫ</b>			
Запасы сырья и материалов	10 808 315	10 808 315	7 565 821
Прочие производственные запасы	4 324 628	4 324 628	4 324 628
<i>Итого по разделу II</i>	15 132 943	15 132 943	11 890 449
<b>III. ДЕНЕЖНЫЕ СРЕДСТВА, РАСЧЕТЫ И ПРОЧИЕ АКТИВЫ</b>			
Дебиторская задолженность за работы и услуги	3 017 471	2 564 850	2 564 850
Прочая дебиторская задолженность	236 291	236 291	236 291
Краткоср. финанс. вложения	20 000	20 000	20 000
Денежные средства:	1 762 243	1 762 243	1 762 243
Прочие оборотные активы	4854	4854	4854
<i>Итого по разделу III</i>	5 040 859	4 588 238	4 588 238
<b>БАЛАНС</b>	<b>39 855 160</b>	<b>46 645 998</b>	<b>32 834 052</b>
<b>П А С С И В</b>			
<b>I. ИСТОЧНИКИ СОБСТВЕННЫХ СРЕДСТВ</b>			
Уставный капитал	84 000		
Акционерный капитал	14 559 696		
Нераспределенная прибыль	17 435 193		
<i>Итого по разделу II</i>	32 162 889	38 869 727	25 057 781
<b>II. РАСЧЕТЫ И ПРОЧИЕ ПАССИВЫ</b>			
Краткосрочные кредиты банков	1 140 738	1 140 738	1 140 738
Кредиторская задолженность: за товары, работы и услуги	620 625	620 625	620 625
Прочая кредиторская задолженность	5 988 949	5 988 949	5 988 949
<i>Итого по разделу III</i>	7 776 271	7 776 271	7 776 271
<b>БАЛАНС</b>	<b>39 855 160</b>	<b>46 645 998</b>	<b>32 834 052</b>

Оценка ликвидационной ценности состоит из двух частей:

1-я часть — оценка приведенной ценности выручки от реализации активов, которая составила 32 834 052 рубля, а за вычетом обязательств — 25 057 781.

2-я часть — оценка затрат на ликвидацию компании:

- ◆ затраты на содержание активов в период ликвидации:  
35 000 x 15,116 = 529 060 руб.
- ◆ затраты на выходное пособие:  
1200 x 1500 x 2,911 = 5 239 800 руб.
- ◆ затраты на управление в период ликвидации компании:  
24 300 x 19,0608 = 463 117 руб.
- ◆ общие затраты на ликвидацию компании составили 6 231 977 руб.

**Таким образом, ликвидационная ценность компании составила 25 057 871 – 6 231 977 = 18 825 804 руб.**

.....

### Контрольные вопросы и задания

1. На каких базовых предпосылках строится подход по активам в оценке бизнеса?
2. В чем отличие оценки по методам NAV и LV?
3. Какие существуют методы оценки зданий и сооружений?
4. Как производится оценка материальных запасов и дебиторской задолженности?
5. Назовите и охарактеризуйте основные группы нематериальных активов.
6. Что такое гудвилл?
7. По какому методу оценивается гудвилл? Опишите этот метод.
8. В каких случаях целесообразно применять для оценки методы NAV и LV?
9. Оцените гудвилл компании, у которой нормализованная чистая прибыль составляет 2 млн долларов, собственный капитал — 8 млн долларов. Среднеотраслевой уровень рентабельности на собственный капитал составляет 20%. Для оценки гудвилла используйте ставку капитализации, равную 15%.

## ГЛАВА 5.

# ПРИМЕНЕНИЕ ПОПРАВОК И СКИДОК ПРИ ОПРЕДЕЛЕНИИ ЦЕННОСТИ ПАКЕТОВ АКЦИЙ

С целью определения итоговой величины ценности в процессе оценки предприятия в зависимости от цели оценки, метода оценки и приобретаемого пакета акций учитываются:

- ◆ премия за приобретение контрольного пакета;
- ◆ скидка за неконтрольный характер (миноритарный пакет);
- ◆ скидка за недостаточную ликвидность ценных бумаг.

### 5.1. Корректировка ценности через внесение премий и скидок

*Премия за контроль.* Имеющие стоимостные выражения преимущества, связанные с владением контрольным пакетом акций, определены как возможностью осуществления полномочного управления предприятием, так и финансовыми преимуществами от управления денежными средствами компании и определением дивидендной политики. Основные преимущества владения контрольным пакетом приведены ниже:

- ◆ выборы совета директоров и назначение менеджеров;
- ◆ определение вознаграждения менеджеров и их привилегий;
- ◆ определение политики предприятия, изменение стратегии развития бизнеса;
- ◆ принятие решений о ликвидации, распродаже имущества предприятия;
- ◆ принятие решений о поглощениях или слияниях с другими компаниями;
- ◆ изменение уставных документов;
- ◆ принятие решения об эмиссии;



- ◆ принятие решения о продаже или приобретении собственных акций компании;
- ◆ распределение прибыли по итогам деятельности.

*Скидка за неконтрольный характер* — величина, на которую пропорционально уменьшается доля пакета акций в общей ценности предприятия с учетом неконтрольного характера оцениваемого пакета.

*Скидка за недостаточную ликвидность.* Ликвидность — это способность ценной бумаги быстро быть проданной и превращенной в денежные средства без существенных потерь для держателей. Исходя из этого скидка на недостаточную ликвидность определяется как величина или доля в процентах, на которую уменьшается ценность собственного капитала, чтобы отразить недостаточную ликвидность бизнеса. Высокая ликвидность увеличивает ценность ценной бумаги, а низкая снижает по сравнению с ценностью аналогичных, но легко реализуемых бумаг.

Базовой величиной, из которой вычитается скидка на недостаточную ликвидность, является ценность высоколиквидного сопоставимого пакета акций.

Существует несколько опубликованных исследований, в которых проведен анализ цен, уплаченных при приобретении контрольных пакетов акций, обращавшихся на фондовых биржах. В большинстве случаев цена, уплаченная по такой сделке, включает премию над рыночной ценой тех же акций, которые обращались на рынке как часть меньшей доли.

В мировой практике приняты следующие допущения, что средний уровень премий за контрольный пакет акций колеблется от 30 до 45%, но в последние шесть лет этот показатель был близок к 30%. Скидка с ценности бизнеса предприятий при оценке пакета акций менее 50% составляет около 23%.

Понятие "скидка за недостаточную ликвидность" определяется как абсолютная или процентная величина, вычитаемая из ценности доли собственного капитала компании, которая отражает недостаточную ликвидность ее ценных бумаг. Таким образом, понятие ликвидности связано с тем, насколько легко и быстро владелец может продать свою долю и обратить ее в денежные средства. Дан-

ную скидку не нужно путать со скидкой на неконтрольный пакет, которая отражает отсутствие влияния владельца меньшей доли на деятельность предприятия при принятии важнейших решений.

Доля в капитале компании закрытого типа продается не так просто, как акции, свободно обращающиеся на рынке. Следовательно, эта доля недостаточно ликвидная.

Величина скидки зависит от многих факторов, присущих каждой конкретной оценке. Факторы, которые увеличивают размер скидки, включают низкие дивиденды или их отсутствие, неблагоприятные перспективы продажи компании, невысокий шанс к предложению акций на фондовой бирже или отсутствие такового. Факторы, которые уменьшают размер скидки, включают отсутствие проблем по выставлению акций на фондовую биржу, возможности продать акции другому акционеру или третьему лицу.

Исследования показывают, что средние показатели за последние восемь лет находились в интервале от 26 до 60%, подтверждая предположение о существовании скидки за недостаточную ликвидность. Большинство исследований показывают значения скидки в интервале от 30 до 50% для миноритарных пакетов акций, а для контрольных пакетов — в диапазоне 10–15%.

Выбор величины скидки для конкретного случая требует профессионального суждения оценщика, который должен принять во внимание все факты и обстоятельства, присущие конкретному оцениваемому предприятию, включая вышеупомянутые факторы, которые могут увеличить или снизить величину скидки.

## **5.2. Итоговое заключение по оценке**

В результате использования трех основных подходов оценки ценности предприятия (доходного, рыночного и по активам) и применения необходимых премий и скидок мы получаем несколько величин рыночной ценности предприятия. Определение итоговой величины ценности осуществляется одним из двух базовых методов: математическим взвешиванием и субъективным (экспертным) взвешиванием. Для этого, исходя из цели оценки и располагаемой инфор-

магии, каждому из использованных методов придают определенный вес и рассчитывается итоговая величина рыночной ценности предприятия.

При выборе удельного веса каждого оценочного метода учитываются следующие факторы:

- ◆ характер бизнеса и его активов;
- ◆ цель оценки и используемое определение ценности;
- ◆ количество и качество данных, подкрепляющих каждый метод.

В итоге с целью окончательного определения обоснованной рыночной ценности компании оценщик вправе прибегнуть к математическому взвешиванию результатов оценки по каждому из использованных подходов. При этом с учетом конкретных целей оценки и при учете всех условий, сопровождавших работу по проведению оценки, оценщик присваивает вес в процентах каждой ценности, полученной тем или иным методом, причем в совокупности проценты должны быть равны 100. Например:

Таблица 26

МЕТОД	Рыночная ценность (USD)	Вес в 5%	Средневзвешенная ценность (USD)
Метод DCF	2 150 000	50	1 075 000
Метод чистых активов	2 800 000	30	840 000
Метод рынка капитала	3 400 000	20	680 000
Отчетная ценность		100	2 595 000

Оценочное заключение базируется на анализе преимуществ и недостатков каждого метода, а также на анализе количества и качества данных в обоснование каждого из примененных методов.

.....

### Контрольные вопросы и задания

- 1. Какие набавки и скидки могут применяться при оценке компании методом DCF?*
- 2. Какой среднестатистический уровень набавок и скидок за контроль сложился на рынке? Следует ли применять эти данные при оценке российских компаний?*
- 3. Как отличаются набавки и скидки за контроль при оценке методом рынка капитала и методом сделок?*
- 4. В каких случаях при оценке необходимо применять скидки на неликвидность?*
- 5. Как влияет величина оцениваемой доли в капитале предприятия на величину скидок за неликвидность?*

## Литература

1. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. **Ценность компании: оценка и управление.** / Пер. с англ. М.: ЗАО "ОЛИМП-БИЗНЕС", 1999. 578 с. (серия "Мастерство").
2. Фишмен Дж., Пратт Ш., Гриффит К. **Руководство по оценке стоимости бизнеса** / М.: ЗАО "КВИНТО КОНСАЛТИНГ", 2000.
3. Лимитовский М.А. **Инвестиции на развивающихся рынках** / М.: ДеКА, 2003.
4. Фрэнк Ч. Эванс, Дэвид М. Бишоп. **Оценка компаний при слияниях и поглощениях** / Пер. с англ. Л.И. Лопатникова, под ред. проф. В.М. Рутгайзера / М.: Альпина Паблишер, 2004.
5. Кеннет Феррис, Барбара Пешеро Пети. **Оценка компаний. Как избежать ошибок при приобретении?** / М.: Издательский дом "Вильямс", 2003.
6. Марк К. Скотт. **Факторы стоимости. Руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости.** / М.: ЗАО "ОЛИМП-БИЗНЕС", 2000.
7. Киран Уолш. **Ключевые показатели менеджмента. Как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании** / М.: ДЕЛО, 2001.
8. Питер Дойль. **Маркетинг, ориентированный на стоимость** / СПб: Питер, 2001.
9. Роберт Дж. Экклз, Роберт Х. Герц, Э. Мери Киган, Дейвид М.Х. Филлипс. **Революция в корпоративной отчетности. Как разговаривать с рынком капитала на языке стоимости, а не прибыли** / М.: ЗАО "ОЛИМП-БИЗНЕС", 2002.
10. Мими Джеймс и Тимоти Коллер. **Формирующиеся рынки: особенности оценки компаний.** Вестник МакКинси /The McKinsey Quarterly, 2000, № 4, р. 7–11.
11. Шипов В. **Некоторые особенности оценки ценности отечественных предприятий в условиях переходной экономики** / Рынок ценных бумаг № 18, 2000.
12. Валдайцев С.В. **Оценка бизнеса и управление стоимостью компании** / М.: ЮНИТИ, 2001. Гл. 1–5.
13. **Оценка бизнеса** / Под ред. д. э. н. профессора Грязновой А.Г., д. э. н. профессора Федотовой М.А. / М.: Финансы и статистика, 1999.
14. В.З. Черняк. **Оценка бизнеса** / М.: Финансы и статистика, 1996.

**15. Есипов В., Маховикова Г., Терехова В. Оценка бизнеса /** СПб: Питер, 2001.

**16. Гленн М., Десмонд, Ричард-Келли. Руководство по оценке бизнеса /** Российское общество оценщиков, 1996.

**17. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов /** М.: ЗАО "ОЛИМП-БИЗНЕС", 1997.

**18. Ченг Ф., Ли Джозеф, Финнерти И. Финансы корпораций: теория, методы и практика /** М.: ИНФРА-М, 2000. С. 578–612.

**19. Юджим, Бриггем, Луис Гапенски. Финансовый менеджмент /** Экономическая школа. Санкт-Петербургский университет экономики и финансов. Высшая школа экономики. СПб, 1997.