

Е.В.Вирячева, Е.А.Колесникович

Оценка стоимости предприятия (бизнеса)

Учебное пособие

**Санкт-Петербург
2017**

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ
УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ

«САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
ПРОМЫШЛЕННЫХ ТЕХНОЛОГИЙ И ДИЗАЙНА»

ВЫСШАЯ ШКОЛА ТЕХНОЛОГИИ И ЭНЕРГЕТИКИ

Е.В.Вирячева, Е.А.Колесникович

Оценка стоимости предприятия (бизнеса)

Учебное пособие

**Санкт-Петербург
2017**

УДК 657.421.32 (075)
ББК 65.9(2)49
В 520

Вирячева Е.В., Колесникович Е.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учебное пособие/ ВШТЭ СПбГУПТД. - СПб., 2017.-56 с.

Учебное пособие разработано с целью учебно-методического обеспечения дисциплины «Оценка и управление стоимостью». Учебное пособие содержит основные концепции оценки предприятия (бизнеса), в том числе нормативно-правовую базу оценки, основные положения подходов и методов оценки стоимости предприятия (бизнеса).

Предназначается для студентов всех форм обучения по направлениям 38.03.01 «Экономика», 38.03.02 «Менеджмент», 38.04.02 «Менеджмент».

Рецензенты:

канд. экон. наук, доцент, зав.кафедрой экономики и организации производства ВШТЭ СПбГУПТД Фрейдкина Е.А.;

канд. экон. наук, доцент кафедры бухгалтерского учета и аудита СПбГЛТУ им. С.М. Кирова Терещенко С.В.

Рекомендовано к изданию Редакционно-издательским советом ВШТЭ СПбГУПТД в качестве учебного пособия.

Редактор и корректор Т.А. Смирнова
Техн. редактор Л.Я.Титова

Тем. план 2017 г., поз.29

Подп. к печати 08.06.2017. Формат 60 x 84/16. Бумага тип. №1.
Печать офсетная. 3,75 печ.л.; 3,75 уч.-изд.л. Тираж 100 экз. Заказ

Ризограф Высшей школы технологии и энергетики СПбГУПТД
198095, Санкт-Петербург, ул. Ивана Черных, 4.

©Высшая школа технологии и энергетики
СПбГУПТД, 2017

©Вирячева Е.В., Колесникович Е.А., 2017

Термины и определения

Оценка стоимости предприятия (бизнеса) - это процесс определения стоимости предприятия или стоимости его акций.

Основные виды стоимости предприятия:

1. Обоснованная рыночная стоимость (Fair Market Value) – цена, по которой совершается акт купли-продажи предприятия при условии, что обе стороны заинтересованы в сделке, действуют не по принуждению и располагают достаточной информацией об относящихся к сделке фактам. Обоснованная рыночная стоимость предполагает беспристрастную сделку без ссылки на конкретного продавца или покупателя.

2. Инвестиционная стоимость (Investment Value) - стоимость предприятия для конкретного или предполагаемого владельца. Следовательно, данный тип стоимости учитывает знания, возможности, ожидания уровня риска и размера прибыли конкретного или предполагаемого владельца, а также его «ноу-хау» и планы по управлению предприятием в будущем.

3. Стоимость действующего предприятия (Going Concern Value) - 1). Стоимость действующего (работающего) предприятия. 2). Стоимость нематериальных активов предприятия, которая зависит от таких факторов, как наличие квалифицированных работников, исправного оборудования, необходимых лицензий, систем и процедур.

4. Ликвидационная стоимость (Liquidation Value) - стоимость предприятия в случае, если его деятельность будет прекращена, а активы - проданы (ликвидированы). Ликвидационная стоимость предприятия обычно определяется с учетом типа ликвидации:

- **Обычная ликвидация (Orderly liquidation)**- продажа активов в течение достаточного периода времени для того, чтобы получить за каждый отдельный актив максимально возможную цену.

- *Принудительная ликвидация (Forced liquidation)* - продажа активов так быстро, как возможно, например, на аукционе. (Стоимость принудительной ликвидации иногда называют аукционной стоимостью).

5.Балансовая стоимость (Book Value) - бухгалтерский термин, который подразделяется на балансовую стоимость активов и предприятия.

- *Балансовая стоимость активов* - затраты, произведенные на покупку, доставку и установку конкретных активов (первоначальная или восстановительная стоимость) за вычетом амортизации.
- *Балансовая стоимость предприятия* - уставный (собственный, акционерный) капитал, т.е. превышение итога активной части баланса над вторым разделом пассивной части баланса (Расчеты и прочие пассивы). Балансовая стоимость предприятия является синонимом чистой балансовой стоимости.

6.Залоговая стоимость - это стоимость активов, которую кредитор надеется получить от продажи их на рынке в случае неплатежеспособности предприятия.

Предположения оценки

1) Стоимость предприятия (бизнеса) равна текущей стоимости будущих доходов от владения им. Данное утверждение предполагает, что обычно рациональный покупатель инвестирует средства в предприятие только тогда, когда текущая стоимость ожидаемых доходов от владения им по крайней мере равна цене покупки. С другой стороны, как правило, рациональный продавец не продаст предприятие, если текущая стоимость ожидаемых доходов от владения им превышает цену продажи. Следовательно, в большинстве случаев сделка купли-продажи предприятия произойдет за цену, которая будет равна текущей стоимости ожидаемых доходов от владения.

2) Стоимость предприятия не всегда имеет одно значение. Процесс определения стоимости компании - это целый ряд субъективных мнений и оценок. Никто не может с абсолютной уверенностью предсказать размер тех доходов, которые будут получены владельцем предприятия в будущем. Мнение инве-

сторов о размере доходов и ставке дохода на капитал обычно оказываются различными, что приводит к различным показателям стоимости предприятия.

3) Стоимость предприятия определяется на конкретный момент времени - дату оценки. Обычно требуемые инвестором ставка дохода и сумма предполагаемых доходов оценивается на конкретный момент времени. Кроме того, оценка стоимости основывается исключительно на информации, собранной или спрогнозированной на тот же момент времени, который называется датой оценки.

Определение предмета оценки

1.Акционерный (собственный) капитал (Equity capital). Обычно проводится оценка предприятия на основе денежного потока для собственного капитала. Результатом такой оценки является стоимость акционерного капитала предприятия. Контрольная доля капитала дает большие права по сравнению с миноритарной, но возможность использовать эти права обычно зависит от законодательства, действующего на момент оценки, и устава оцениваемого предприятия.¹

2.Общий инвестированный капитал (Total invested capital). Иногда требуется оценить общий инвестированный капитал предприятия, который кроме акционерного капитала предприятия включает в себя и заемный капитал.

Правовые основы оценки бизнеса

На сегодняшний день в России деятельность оценщиков на федеральном уровне регламентируется соответствующим федеральным законом от

¹Контрольный пакет

Операционный контроль - право, принадлежащее владельцу пакета, выбирать большинство совета директоров.

Абсолютный контроль - неограниченная возможность использования всех прав, которые обычно ассоциируются владением предприятием, в том числе право его ликвидации.

Миноритарная (меньшая) доля владения- долевое участие в акционерном капитале предприятия, которое не дает право абсолютного и операционного контроля.

29.07.1998 г. № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации». В законе дано определение оценочной деятельности, под которой понимается профессиональная деятельность субъектов оценочной деятельности, направленная на установление в отношении объектов оценки рыночной или иной стоимости.

Законодательство, регулирующее оценочную деятельность в РФ, состоит из названного закона, иных федеральных законов и нормативных правовых актов РФ и её субъектов. Кроме того, приказами Минэкономразвития РФ от 20.07.2007 г. № 254, 255 и 256 утверждены федеральные стандарты оценки № 1, 2 и 3 соответственно.

Основные нормативные правовые акты, регулирующие оценку стоимости предприятия (бизнеса) в РФ на сегодняшний день, представлены в табл. 1.

Таблица 1

**Основные нормативные правовые акты,
регулирующие оценку стоимости предприятия (бизнеса) в РФ**

<i>Нормативно-правовой акт</i>	<i>Примечание</i>
<i>1</i>	<i>2</i>
Федеральный закон от 29.07.1998 г. № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»	Определяет объекты оценки, случаи обязательного проведения оценки, ос- новные нормы и правила ведения оце- ночной деятельности
Гражданский кодекс РФ	Служит основой для проведения экс- пертизы ресурсов и прав на них, преду- сматривает проведение оценки при вне- сении вклада в имущество хозяйствен- ного товарищества или общества
Федеральный закон от 26.10.2002 г. № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)»	Указывает на необходимость привлече- ния для определения стоимости пред- приятия и его активов независимых оценщиков, устанавливает положения, условия и ограничения оценки собствен- ности в ходе арбитражного процесса

Окончание таблицы 1

1	2
Федеральный закон от 29.11.2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах»	Определяет порядок оценки активов акционерного инвестиционного фонда и паевого инвестиционного фонда
Постановление Министерства тру- да и социального развития РФ от 27.11.1996 г. № 11 «Об утвержде- нии квалификационной характери- стики по должности "Оценщик (эксперт по оценке имущества)"»	Утверждает квалификационную харак- теристику должности «оценщик», долж- ностные обязанности оценщика, требо- вания к его знаниям и квалификации
Постановление Министерства тру- да и социального развития РФ от 24.12.1998 г. № 52 «Об утвержде- нии квалификационной характери- стики должности "Оценщик интел- лектуальной собственности"»	Утверждает квалификационную харак- теристику должности «оценщик интел- лектуальной собственности», определя- ет должностные обязанности оценщика, знания и требования к квалификации по категориям

Кроме законодательства, регулирующего оценочную деятельность, особое внимание у оценщиков вызывает законодательство, регулирующее право собственности и иные вещные права, отдельные виды обязательств и имущественные отношения относительно объектов оценки. Основой такого законодательства служит Гражданский кодекс РФ, другие законодательные и нормативные акты, в том числе по приватизации, банкротству, аренде, залогу, ипотеке и др.

Оценщики в своей деятельности должны руководствоваться стандартами оценки.

Стандарты оценки – правила оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности, разрабатываемые и утверждаемые в соответствии с законодательством (табл. 2).

Наряду со стандартами оценки, утверждёнными приказами Минэкономразвития РФ, российские оценщики учитывают международные и европейские

стандарты. Международные стандарты оценки (МСО) разрабатываются международным комитетом по стандартам оценки, а европейские стандарты оценки (ЕСО) – Европейской группой ассоциаций оценщиков.

Таблица 2

**Стандарты оценки, обязательные к применению
при осуществлении оценочной деятельности в РФ**

<i>Стандарт оценки</i>	<i>Примечание</i>
Федеральный стандарт оценки (ФСО № 1) «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки»	Разработан с учётом международных стандартов оценки и определяет общие понятия, подходы и требования к проведению оценки, применяемые при осуществлении оценочной деятельности
Федеральный стандарт оценки (ФСО № 2) «Цель оценки и виды стоимости»	Раскрывает цель оценки, предполагаемое использование результата оценки, а также определение рыночной стоимости и видов стоимости, отличных от рыночной
Федеральный стандарт оценки (ФСО № 3) «Требования к отчёту об оценке»	Устанавливает требования к составлению и содержанию отчёта об оценке, информации, используемой в отчёте, а также к описанию в отчёте об оценке применяемой методологии и расчётам

За последние годы оценка сложилась как профессия, которая базируется на стандартах профессиональной практики в условиях развивающегося законодательного регулирования оценочной деятельности [5].

Подходы и методы оценки стоимости бизнеса

Учитывая, что ожидания владельцев, риск, структура и размер будущей прибыли уникальны для каждой отдельной компании, нельзя с помощью какой-то

унифицированной формулы определить стоимость всех компаний в любой возникающей ситуации. Поэтому для оценки стоимости предприятий были разработаны различные подходы и методы, представленные в табл.3. Каждый из них имеет свои положительные и отрицательные качества.

Различают три подхода оценки предприятий (бизнеса):

- сравнительный подход;
- затратный подход;
- доходный подход.

Таблица 3

Подходы и методы оценки стоимости бизнеса

<i>Подход</i>	<i>Метод</i>
Сравнительный	• Цена/прибыль • Цена/дивиденды • Цена/валовый денежный поток • Цена/балансовая стоимость • Цена/валовый доход • Цена/чистая стоимость активов
Затратный	• Чистая стоимость активов • Ликвидационная стоимость
Доходный	• Капитализация прибыли • Капитализация чистого денежного потока • Капитализация валового денежного потока
	• Дисконтирование чистого денежного потока • Дисконтирование будущей прибыли
	• Метод избыточных прибылей • Дискреционный денежный поток

Сравнительный подход

Сравнительный подход предполагает, что стоимость предприятия может быть оценена путем проведения анализа недавних продаж сопоставимых компаний или ценных бумаг открытых акционерных обществ. Для того чтобы применить сравнительный подход, необходим тщательный поиск компаний аналогов как среди открытых, так и среди закрытых акционерных обществ, глубокий анализ и корректировка полученных данных. В России в настоящее время невозможен, так как фактов продажи предприятий или их акций недостаточно для того, чтобы можно было правильно оценить стоимость аналогичного предприятия.

Затратный подход

Затратный подход предполагает, что стоимость активов равна затратам на его замещение или восстановление за вычетом скидки на физический износ и устаревание. В оценке бизнеса данный подход применяется для оценки предприятий, стоимость которых ненамного превышает стоимость их материальных активов. Также затратный подход применяется для оценки отдельных составляющих предприятия.

Доходный подход

Доходный подход наибольшим образом отражает основное предположение оценки предприятия, которое, как отмечалось выше, гласит, что стоимость предприятия (бизнеса) равна текущей стоимости будущих доходов от владения им. Согласно доходному подходу, оцениваются будущие доходы предприятия и дисконтируются / капитализируются на момент оценки.

Доходный подход

Доходный подход включает в себя два метода оценки предприятия:

- метод капитализированных доходов;
- метод дисконтированных будущих доходов.

Каждый из этих двух методов имеет ряд разновидностей в зависимости от того, какой денежный поток будет капитализироваться или дисконтироваться (это может быть: прибыль, валовый денежный поток, чистый денежный поток и др.).

Прежде чем применить какой-либо из этих двух методов, оценщик должен удостовериться, что:

- можно составить прогноз будущих доходов (чистый денежный поток или чистый доход) с разумной степенью вероятности;
- будущая деятельность предприятия будет продолжаться с темпом роста, который можно предсказать.

Если деятельность предприятия столь непостоянна, что невозможно предсказать ее результаты, то для оценки бизнеса лучше использовать другие подходы, например, затратный подход.

Характеристика стоимости предприятия, полученной методами капитализированных доходов и дисконтированных будущих доходов:

1. В зависимости от произведенных корректировок денежного потока (прибыли) и используемых коэффициента капитализации и ставки дисконта стоимость может представлять либо стоимость контрольного пакета, либо стоимость миноритарной доли. Поэтому полученная стоимость может потребовать следующих корректировок: **премия за контрольный пакет или скидка за миноритарную долю.**
2. Если ставка дисконта или коэффициент капитализации были найдены на основе данных по сопоставимым компаниям, акции которых обращаются на фондовых рынках, то полученная стоимость оцениваемого предприятия будет представлять собой стоимость предприятия как открытого. В этом случае может потребоваться применить **скидку на недостаточную ликвидность.**
3. Как правило, оба метода доходного подхода используются для определения стоимости собственного капитала акционеров предприятия, но иногда тре-

буется оценить рыночную стоимость общего инвестированного капитала как собственного, так и заемного. В этом случае капитализации или дисконтированию подлежит денежный поток (прибыль) для инвестированного капитала, а ставка дисконта определяется методом *Средневзвешенной стоимости капитала*.

Метод капитализированных доходов (Capitalized returns approach)

Метод капитализированных доходов считается наиболее подходящим для оценки стоимости предприятия, если текущая деятельность компании может служить показателем ее будущей деятельности (предполагая обычный темп роста).

Метод капитализации дохода используется когда:

- имеется достаточно надежных данных для составления прогноза размера доходов (чистой прибыли или чистого денежного потока);
- величина дохода - положительна и существенна;
- ожидается, что размер текущего дохода приблизительно будет равен доходу в будущем;
- ожидаемые темпы роста дохода умеренны и предсказуемы.

Показатель чистой прибыли обычно используется для оценки компаний, в активах которых преобладает быстроизнашивающееся оборудование. Для компаний, обладающих значительной недвижимостью, балансовая стоимость которой уменьшается, а фактическая остается почти неизменной, предпочитают использовать денежный поток.

Суть метода капитализации заключается в определении величины ежегодных доходов и соответствующей этим доходам ставки капитализации, на основе которых рассчитывается цена компании.

Согласно методу капитализированных доходов, для получения оценки стоимости предприятия прогноз дохода следующего года делится на коэффициент капитализации.

Формула:

$$\frac{\text{Чистая прибыль (Денежный поток)}}{\text{Коэффициент капитализации}} = \text{ОЦЕНКА СТОИМОСТИ}$$

Чистая прибыль (net income) - разница между доходами и расходами (включая налоги).

Денежный поток (cash flow) - сумма наличных денежных и эквивалентных им средств, остающихся в распоряжении владельцев собственного или инвестированного капитала.

Коэффициент капитализации (capitalization (Cap) Rate) - коэффициент, используемый для пересчета доходов предприятия в его стоимость.

Оценка стоимости предприятия методом капитализированных доходов предусматривает следующие этапы:

Этап 1. Получить у руководства оцениваемого предприятия (или подготовить) финансовые отчеты за период времени, который отражает характерную деятельность (на развитом рынке этот период составляет обычно более 5 лет).

Этап 2. Произвести корректировку финансовых отчетов (если в них обнаружены отклонения от правил ведения бухгалтерского учета или, если требуются какие-либо нормализационные корректировки). На этом этапе оценщик должен найти размер нормализованной прибыли до уплаты налогов.

Этап 3. Рассчитать сумму налога на прибыль для нормализованной прибыли до уплаты налогов, найденной на этапе 2. Таким образом, оценщик определяет величину откорректированной чистой прибыли.

Этап 4. Если для оценки стоимости предприятия применяется метод «Капитализация чистого денежного потока», то на данном этапе необходимо рассчи-

тать величину чистого денежного потока для собственного или общего инвестированного капитала, в зависимости от цели оценки.

Этап 5. Установить размер коэффициента капитализации для потока дохода, на основе которого будет определяться стоимость компании - чистая прибыль или чистый денежный поток.

Этап 6. Установить период деятельности, подлежащий капитализации. В большинстве случаев этим периодом является последний финансовый год или последние 12 месяцев, однако при некоторых обстоятельствах наиболее уместным периодом может оказаться прогноз деятельности на следующий год или средняя величина нескольких последних лет деятельности.

Этап 7. Определить стоимость оцениваемого предприятия, разделив чистую прибыль (или чистый денежный поток) на коэффициент капитализации, установленный на этапе 5.

Этап 8. Провести «Тест на здравомыслие», цель которого, определить насколько разумна полученная величина стоимости.

Этап 9. Определить стоимость оцениваемого предприятия с учетом корректировок на неоперационные (не используются в производстве, но находятся на балансе) активы, а также на избыток или дефицит активов.

Этап 10. Если требуется, провести дополнительные корректировки стоимости, установленной на этапе 9: скидка за недостаточную ликвидность, премия за контрольный пакет или скидка за миноритарную долю.

Коэффициент капитализации

Коэффициент капитализации обычно определяется как разница между ставкой дисконта (ставкой дохода на капитал) для оцениваемого предприятия и ожидаемым среднегодовым темпом прироста. Следовательно, коэффициент капитализации для предприятия обычно ниже его ставки дисконта. Коэффициент капитализации используется для прямого пересчета потока дохода (обычно

чистая прибыль или чистый денежный поток) за один период в качестве множителя или делителя в стоимость предприятия.

Предположим, что коэффициент капитализации для чистой прибыли предприятия равен 35% (делитель). Тот же самый коэффициент, выраженный как множитель, будет равен 2,86 (1/0,35).

Поскольку коэффициент капитализации определяется на основе ставки дисконта (ставки дохода на капитал), то во многих случаях оценщик в первую очередь должен установить величину ставки дисконта для оцениваемого предприятия. Ставка дисконта, как правило, определяется одним из следующих подходов: модель оценки капитальных активов (САРМ) или кумулятивный подход. Ставка дисконта, найденная любым из этих подходов, представляет собой ставку дисконта для чистого денежного потока. Отняв из нее ожидаемый среднегодовой темп прироста, мы **получим коэффициент капитализации для чистого денежного потока.**

Формула для нахождения коэффициента капитализации для чистого денежного потока:

$$R = r - g,$$

где R - коэффициент капитализации;

r - ставка дисконта;

g - ожидаемый среднегодовой темп роста.

Данная формула верна, если:

- бизнес оцениваемого предприятия имеет неограниченный срок жизни;
- ежегодный процент роста или снижения колеблется в пределах одной предсказуемой ставки трендовой линии (g).

Ожидаемый среднегодовой темп роста (g) должен учитывать:

1. Инфляционный рост цен.
2. Рост объема производства и продаж:
 - рост в среднем по отрасли;

- превышение роста на оцениваемом предприятии над ростом в среднем по отрасли.

Если требуется найти коэффициент капитализации для чистой прибыли, который, как правило, отличается от коэффициента капитализации для чистого денежного потока, рассмотренного выше, то необходимо сделать дальнейшие преобразования:

1. Разделить нормализованную чистую прибыль оцениваемого предприятия на величину его чистого денежного потока.
2. Умножить полученное значение на коэффициент капитализации для чистого денежного потока.

Пример:

Определение коэффициентов капитализации для чистого денежного потока и чистой прибыли

Известно, что:

Ставка дисконта для чистого денежного потока	- 35 %
Ожидаемый темп роста	- 5 %
Чистая прибыль	- 30 000
Чистый денежный поток	- 24 600

Тогда:

Коэффициент капитализации для чистого денежного потока - 30 % (35 % - 5 %)

Коэффициент капитализации для чистой прибыли - 37 % (30 000/24 600 x 30 %).

Метод дисконтированных будущих доходов

Метод дисконтированных будущих доходов считается наиболее приемлемым для оценки стоимости предприятия, если можно составить достаточно разумный прогноз его деятельности в будущем и если результаты будущей деятельности значительно отличаются от результатов настоящей или прошлой дея-

тельности вследствие факторов, отличных от обычного темпа роста (g). Примером предприятия, которое может быть оценено методом дисконтированных будущих доходов, является предприятие, выходящее по каким-либо причинам на стабильный уровень производства.

Метод дисконтированных будущих доходов используется, когда:

- ожидается, что будущие доходы (чистая прибыль или чистый денежный поток) будут существенно отличаться от доходов в настоящее время;
- можно достаточно точно оценить будущие доходы предприятия;
- прогнозируемые доходы являются положительными величинами для большинства прогнозных лет;
- ожидается, что доход предприятия в последний год прогнозного периода будет значительной положительной величиной.

Преимущества метода дисконтированных будущих доходов:

- единственный метод, который учитывает будущие ожидания относительно цен, затрат, инвестиций и т.д.;
- включает рыночный аспект, так как требуемая ставка дохода (дисконта) берется по данным рынка.

Недостатки метода дисконтированных будущих доходов:

- трудности составления прогнозов;
- абстрактность.

Метод дисконтированных будущих доходов включает в себя две разновидности:

1. Дисконтированный чистый денежный поток.
2. Дисконтированная будущая прибыль.

Формула метода дисконтированных будущих доходов:

$$\text{Оценка стоимости} = \frac{\text{Чистая прибыль (Денежный поток) в период } n}{(1 + \text{ставка дисконта})^n}$$

Оценка стоимости предприятия методом дисконтированных будущих доходов предусматривает следующие этапы:

Этап 1. Получить у руководства оцениваемого предприятия (или подготовить) финансовый прогноз для каждого интервала планирования (месяц, квартал, год) деятельности вплоть до и включая конечный год. (Конечный год - прогноз следующего полного года после того как результаты деятельности компании покажут стабильный темп роста).

Этап 2. Произвести корректировку финансовых прогнозов (если в них присутствуют отклонения от правил ведения бухгалтерского учета или, если требуются какие-либо нормализационные корректировки). Корректировки могут не потребоваться, если финансовые прогнозы на этапе 1 были составлены с их учетом.

Этап 3. Если требуется, рассчитать сумму налога на прибыль для нормализованной прогнозируемой прибыли до уплаты налогов, найденной на этапе 2. Таким образом, оценщик определяет величину прогнозируемой чистой прибыли. (Этап 3 может не потребоваться, если на этапе 2 не проводилось никаких корректировок, а налог на прибыль был учтен при составлении финансовых прогнозов на этапе 1).

Этап 4. Если для оценки стоимости предприятия применяется метод «Дисконтирование чистого денежного потока», то на данном этапе необходимо на основе прогнозируемой чистой прибыли, полученной на этапе 3, рассчитать величину чистого денежного потока для собственного или общего инвестированного капитала, в зависимости от цели оценки.

Этап 5. Установить размер ставки дисконта и коэффициента капитализации для соответствующего потока дохода, на основе которого будет определяться стоимость предприятия - чистая прибыль или чистый денежный поток для собственного или общего инвестированного капиталов.

Этап 6. Рассчитать фактор дисконтирования для каждого интервала планирования.

Этап 7. Найти стоимость предприятия в остаточной период, разделив финансовый прогноз конечного года, подготовленного на этапе 1 на соответствующий коэффициент капитализации, рассчитанный на основе ставки дисконта на этапе 5.

Этап 8. Определить стоимость оцениваемого предприятия, умножив прогнозируемую величину чистой прибыли (этап 1 или 3) или чистого денежного потока (этап 4) каждого интервала планирования (включая прогноз конечного года) на соответствующий фактор дисконтирования.

Этап 9. Провести «Тест на здравомыслие», цель которого определить, насколько разумна полученная величина стоимости.

Этап 10. Определить стоимость оцениваемого предприятия с учетом корректировок на неоперационные активы, а также на избыток или дефицит активов.

Этап 11. Если требуется, провести дополнительные корректировки стоимости, установленной на этапе 10: скидка за недостаточную ликвидность, премия за контрольный пакет или скидка за миноритарную долю.

Ставка дохода на инвестиции (ставка дисконта)

В оценках доходным подходом определяющее значение имеет понятие и содержание ставки дисконтирования (**r**). Эта ставка определяется на уровне ставки дохода на капитал, сложившейся на данном рынке инвестиций, или требуемой инвестором.

Ставка дисконты должна соответствовать денежному потоку, прогноз которого составляется для инвестиционного проекта. Так, бездолговому денежному потоку соответствует **ставка дохода на собственный капитал**, а денежному потоку с учетом задолженности - **средневзвешенная стоимость капитала**.

Кроме того, если денежные потоки рассчитываются на реальной основе, ставка дисконты также должна рассчитываться без учета инфляции.

Наиболее часто при оценке бизнеса и инвестиционных проектов используется ставка дохода на собственный капитал, которую можно определить одним из следующих методов:

- кумулятивный метод (build-up approach);
- модель оценки капитальных активов (capital assets pricing model).

Кумулятивный метод

При кумулятивном методе за базу расчетов берется безрисковая ставка дохода, к которой прибавляется дополнительный доход, связанный с риском инвестирования в конкретный инвестиционный проект или в акции конкретного предприятия. Затем вносятся поправки (в сторону увеличения или уменьшения) на действие количественных и качественных факторов риска, связанных со спецификой проекта или компании.

Расчет ставки дохода для собственного капитала согласно кумулятивному методу проводится в два этапа:

1. Определение соответствующей безрисковой ставки дохода.
2. Оценка величины соответствующей премии за риск инвестирования в данный проект и компанию.

1. Безрисковая ставка дохода

В странах Западной Европы и в США безрисковая ставка дохода определяется, как правило, исходя из ставки доходов по долгосрочным правительственным облигациям. Этот выбор обусловлен тем, что долгосрочные правительственные облигации характеризуются очень низким риском, связанным с неплатежеспособностью, и высокой степенью ликвидностью. Кроме того, при определении ставки дохода по этому виду ценных бумаг учитывается долговременное воздействие инфляции. Долгосрочные (а не краткосрочные) облигации используются для того, чтобы обеспечить возможность сопоставления с инвестициями в собственный капитал предприятия (инвестиционного проекта), **обычно осуществляемыми инвесторами на схожий период времени. Если необхо-**

можно определить реальную ставку дохода, то из показателя безрисковой ставки дохода необходимо вычесть темп инфляции. Поскольку в России еще не развит рынок государственных ценных бумаг, то не представляется возможным брать в качестве безрисковой ставки дохода доход по ним. Наиболее приближенным по факторам риска к доходу по долгосрочным государственным облигациям в России считается ставка по долгосрочному валютному депозиту наиболее надежных банков.

Если проект финансируется иностранным инвестором, то целесообразно за безрисковую ставку дохода принять среднее или медианное значение безрисковой ставки для европейских стран.

2. Премия за риск

Самым распространенным методом оценки величины премии за риск инвестирования в проект и компанию и единственным возможным для применения в условиях России является метод, согласно которому выявляются все присутствующие у проекта факторы риска, и в зависимости от степени риска каждому фактору присваивается значение от 0 до 5 процентов. В отдельных случаях оценщик может решить присвоить какому-то из факторов более высокое значение.

В таблице 4 приводятся наиболее часто встречающиеся факторы риска и пояснения к ним:

Таблица 4

Факторы риска инвестирования в бизнесе

<i>Вид риска</i>	<i>Вероятный интервал, %</i>	<i>Пояснения</i>
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>
Ключевая фигура	0 - 5	Чем больше успех деятельности компании или успех реализации проекта зависит от какого-либо лица, тем выше значение фактора риска.

Окончание таблицы 4

<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>
		Таким лицом может быть как руководитель компании, так и любой другой служащий или рабочий, если его вклад в развитие предприятия является очень значительным, и с его уходом проект окажется под угрозой срыва.
Диверсификация товаров и рынков	0 - 5	Чем больше у компании видов выпускаемой продукции, тем ниже фактор риска. Если продукция компании или какой-либо из товаров является монопольным, то риск резко снижается.
Диверсификация клиентуры	0 - 5	Чем больше сеть клиентов и вариантов распространения товара, тем ниже фактор риска. Если на какого-либо клиента приходится больше 50% всей реализации, считается, что у компании высокий риск.
Недостаток капиталовложений, определенных по смете	0 - 5	Исходя из практики, капиталовложений, определенных сметой, всегда оказывается недостаточно. Чем крупнее сумма капиталовложений, тем больше фактор риска.
Выход на рынок	0 - 5	Чем больше степень новизны продукта и неопределеннее спрос на него, тем больше фактор риска.
Размер компании	0 - 5	Чем меньше компания, тем выше фактор риска
Финансовая структура	0 - 5	Чем больше коэффициент задолженности у компании и/или проекта по сравнению с собственным капиталом, тем больше фактор риска.

Модель оценки капитальных активов (САРМ)

САРМ основана на представлении, что инвестор стремится к получению дополнительных доходов (по сравнению с гарантированными доходами). Дополнительный доход представляет собой вознаграждение, которое инвестор получает за то, что вкладывает средства в активы с более высоким уровнем риска.

С помощью САРМ делается попытка измерить дополнительный ожидаемый доход для активов на основе трех компонентов: безрисковой ставки дохода (risk-free rate), коэффициент бета и рыночной премии за риск (market premium).

Формула САРМ выглядит следующим образом:

$$r_e = r_f + B (r_m - r_f),$$

где r_e - ожидаемая инвестором ставка дохода на собственный капитал;

r_f - безрисковая ставка дохода;

B - коэффициент бета;

r_m - ставка дохода в среднем по рынку;

$(r_m - r_f)$ - рыночная премия.

Таким образом, с помощью САРМ можно измерить требуемый доход для некоторой отдельно взятой компании. Ставка дохода для инвестиционного проекта отличается от ставки дохода для компании, на которой происходит реализация проекта, на дополнительный фактор риска, связанный с выводом новой продукции на рынок. Если проект не связан с созданием нового вида продукции, данный фактор риска отсутствует и ставка дохода для инвестиционного проекта может принята на уровне ставки дохода для предприятия в целом. Кроме того, если финансирование проекта осуществляется иностранным инвестором, то в ставку дохода необходимо заложить так называемый страновой риск, учитывающий общую нестабильность ситуации в стране, нестабильность законодательства и т.д. Два года назад западные специалисты оценивали риск инвестиций в России (только страновой риск) на уровне 28 – 30%.

Мера риска - коэффициент бета

Согласно модели САРМ риск разделяется на две категории:

- систематический,
- несистематический.

Систематический риск - это риск, связанный с изменением конъюнктуры на рынке ценных бумаг в целом под влиянием макроэкономических и политических факторов (роста или снижения ставки процента, инфляции, изменений в политике правительства и т.д.), поскольку эти факторы оказывают влияние на экономическую (рыночную) среду, в которой функционируют все без исключения предприятия, их действие сказывается в той или иной степени на всех компаниях, а значит, и инвестиционных проектов.

Мерой *системного риска* в САРМ служит коэффициент бета. С помощью бета может быть измерена амплитуда колебаний (неустойчивости) цен на акции какой-либо отдельно взятой компании по сравнению с изменениями на фондовом рынке в целом для всех зарегистрированных компаний, которые, собственно, и образуют рынок.

Таким образом, инвестиции в инвестиционный проект или предприятие, для которой *коэффициент бета превышает 1, сопряжены с риском выше среднего уровня*. Соответственно, *бета величиной меньше 1, отражает* меньшую изменчивость котировок акций компании, и, следовательно, *риск меньший, чем в среднем на рынке*.

В странах Западной Европы и в США коэффициент бета определяется на основе данных по бета, определенному для схожих компаний. Данные о бете можно получить из базы данных, где содержится информация о большинстве компаний открытого типа, в том числе и о размере бета для них. Определение коэффициента бета в России представляет определенную трудность из-за отсутствия соответствующей информации. Возможно определение коэффициента бета с помощью экспертного метода, недостаток которого состоит в высокой степени субъективности специалиста, производящего исследование. Именно по этой причине модель САРМ пока не получила широкого распространения в России.

Несистематический риск связывается с присущими только данному предприятию характеристиками финансовой и организационно-хозяйственной деятельности. В несистематическом риске могут быть выделены две составляющие:

- а) предпринимательский риск, т.е. неопределенность, связанная с тем, сможет ли инвестиционный проект или предприятие достичь ожидаемого уровня дохода в результате действия таких факторов, как доходы и затраты инвестиционного проекта/предприятия, конкуренция, качество управления и т.д.;
- б) финансовый риск, который связан с финансовой структурой инвестиционного проекта/компании, например, с уровнем ее ликвидности и величиной задолженности.

Несистемный риск обычно определяется путем сложения премии за риск для данной компании/инвестиционного проекта и ставки дисконта, рассчитанной с помощью CAPM. Величина премии за риск для конкретного проекта или компании определяется на основании финансового анализа предприятия, на котором будет реализовываться проект.

Рыночная премия

Рыночная премия представляет собой дополнительный доход (превышение над безрисковой ставкой дохода), который инвестор получает в качестве компенсации за дополнительный риск, связанный с капиталовложениями в инвестиционный проект или акции компании.

Поправки к CAPM

1. *Премия для небольших компаний (S1)*: при расчете уровня рыночного дохода и коэффициента бета используются данные, полученные при изучении риска инвестирования в крупные компании, акции которых котируются на фондовых биржах и доступны широкой публике. Однако, чаще приходится оценивать инвестиционные проекты на небольших компаниях. Как показали проведенные исследования, существует премия для малых компаний, учитывающая большую степень риска вложения капитала в маленькие компании, чем в крупные.

2. *Премия за риск, характерный для отдельной компании (S2)*: в некоторых случаях при оценке компании обнаруживается, что для нее характерен определенный инвестиционный риск, связанный с характером ее деятельности (например, сезонный характер продаж), что служит основанием для назначения дополнительной премии за риск.
3. *Страновой риск (C)*: как показывают проведенные исследования, в интернациональных компаниях сложилась практика учета фактора странового риска при расчетах требуемой ставки дохода. Как правило, данный фактор риска учитывается только для инвесторов, не являющихся резидентами страны, где происходит вложение капитала.
4. *Риск внедрения новой продукции на рынок (S3)*: для инвестиционного проекта характерен дополнительный риск, связанный с внедрением нового вида продукции на рынок. Однако, данный риск может быть равен 0 (нулю), если характер инвестиционного проекта не связан с разработкой и производством новой продукции. Примером проекта, для которого риск внедрения новой продукции на рынок равен нулю - проект, направленный на снижение себестоимости производимой ранее продукции.

Тогда уравнение CAPM с учетом поправок будет выглядеть так:

$$r_e = r_f + B (r_m - r_f) + S1 + S2 + S3 + C.$$

Средневзвешенная стоимость капитала (WACC)

До настоящего момента мы рассматривали ставку дохода для бездолгового денежного потока (денежный поток для собственного капитала), но иногда при оценке предприятия или инвестиционных проектов встречается денежный поток с учетом задолженности (денежного потока для общего инвестированного капитала). В этом случае определяется средневзвешенная стоимость капитала, которая учитывается как доход на собственный капитал, так и доход по заемным средствам.

Уравнение WACC выглядит следующим образом:

$$WACC = (r_e \times P_e) + \{[r_d (1 - t)] \times P_d\},$$

где r_e - ставка дохода на собственный капитал, определенная с помощью модели CAPM или кумулятивным подходом

P_e - процент собственного капитала в общей структуре капитала компании;

r_d - ставка дохода по заемным средствам;

P_d - процент заемного капитала в общей структуре капитала компании;

t - ставка налога на прибыль.

Пример:

Исходные данные, %

• Ставка дохода на собственный капитал	15
• Процент собственного капитала	60
• Ставка дохода по заемным средствам	35
• Процент заемного капитала	40
• Ставка налога на прибыль	34

Тогда значение WACC равно:

$$WACC = (0,15 \times 0,60) + \{0,35 \times (1 - 0,34) \times 0,40\} = 0,09 + 0,092 = 0,182 \text{ или } 18,2 \, \%.$$

Соотношение реальной и номинальной ставки дохода

Специалисты считают, что инфляцию в расчетах имеет смысл учитывать, только если ее процент составляет больше 8% в год.

Если денежный поток составлен на реальной основе, то и ставка дохода должна быть очищена от влияния инфляции. И наоборот, для денежного потока на номинальной основе ставка дохода должна учитывать влияния инфляционного роста.

Нижеприведенная формула показывает, какая зависимость существует между реальной и номинальной ставкой дохода:

$$r_n = r_r + i + r_r \times I,$$

где r_n - номинальная ставка дохода (с учетом инфляции);

r_r - реальная ставка дохода (без учета инфляции);

i - уровень инфляции,

тогда:

$$r_r = (r_n - i)/(1 + i).$$

Денежный поток

Денежный поток (cashflow) - это новый показатель по сравнению с балансовой прибылью, к которой в России все уже давно привыкли, но именно он отражает действительную сумму денег, находящуюся в распоряжении владельцев. В США наряду с балансовым отчетом и отчетом о финансовых результатах необходимой формой отчетности также является отчет о движении денежных средств.

От точности составления прогнозов денежных потоков зависит степень надежности оценки. Денежные потоки - это фундамент оценки по доходу, они лежат в основе всех методов дисконтирования. Вот почему составление прогнозов денежных потоков отнимает большую часть времени, уходящую в целом на оценку бизнеса и инвестиционных проектов.

Различают два типа денежных потоков, в зависимости от владельца капитала, в распоряжении которого он остается:

- 1) Бездолговой денежный поток (для собственного капитала).**
- 2) Денежный поток с учетом задолженности (для общего инвестированного капитала).**

Как правило, при оценке бизнеса и инвестиционного проекта требуется оценка бездолгового денежного потока, потому что он отражает величину денежных средств, которые останутся в распоряжении владельцев собственного капитала (акционеров) после уплаты налогов, процентов за использование заемных средств и погашения основной суммы задолженности. Иногда также требуется

оценка денежного потока с учетом задолженности, который отражает как величину денежных средств, остающихся в распоряжении владельцев, так и величину заемных средств. Модель построения денежного потока с учетом задолженности очень схожа с моделью бездолгового денежного потока, показанной на стр.31, за исключением следующего:

- 1) при расчете чистой прибыли не нужно вычитать проценты по кредитам;
- 2) при расчете денежного потока не нужно отнимать сумму, идущую на погашение кредитов и прибавлять суммы кредитов, взятых вновь.

Кроме того, в зависимости от учета или неучета инфляционного влияния различают также два типа денежных потоков:

1) Реальный денежный поток.

2) Номинальный денежный поток.

Реальный денежный поток составляется в постоянных ценах и не учитывает того фактора, что инфляция с течением времени уменьшает покупательную способность денежных средств. Номинальный же денежный поток, наоборот, учитывает фактор инфляции. Какому же из денежных потоков следует отдать предпочтение при оценке предприятия и/или эффективности проекта?

Когда был плавающий курс доллара и доллар практически не обесценивался, предпочтение отдавалось реальным потокам в долларовом исчислении без учета инфляции. В период действия валютного коридора одновременно происходит инфляция доллара и рубля. Преимущество доллара для оценки предприятий и инвестиционных проектов в России исчезло.

При оценке реальных потоков без учета инфляции приходится проводить искусственные корректировки потоков по кредитам, так как величина ставок процентов по банковским кредитам помимо реальной ставки доход самих банков учитывает и темп инфляции. При оценке номинальных потоков с учетом инфляции трудно прогнозировать динамику изменения инфляции. В наших примерах оценки предприятия (бизнеса) дано сравнение реальных и номинальных денежных потоков, что позволило найти механизм учета инфляционного про-

цесса при установлении величины ставки дисконта и коэффициента капитализации.

Как правило, при оценке предприятия, а также инвестиционных проектов предпочтение отдается методу дисконтированных денежных потоков.

Во-первых, потому что денежный поток со знаком «+» учитывает амортизационные отчисления, которые тоже являются доходом, идущим на воспроизводство активов, в то время как при расчете чистой прибыли амортизация отнимается из суммы валового дохода. Это связано с тем, что доход, идущий на воспроизводство активов не облагается налогом на прибыль.

Во-вторых, при расчете чистой прибыли не учитывается тот факт, что прибыль может быть вновь reinvestирована в предприятие или инвестиционный проект в форме капиталовложений в том же самом отчетном периоде, когда она была получена.

В-третьих, если деятельность предприятия или реализация проекта частично или полностью финансируется за счет заемных средств, то при расчете чистой прибыли не учитываются проценты за использование кредитов, которые гасятся за счет прибыли, остающейся в распоряжении предприятия, а также суммы вновь полученных и, погашенных ранее, взятых кредитов.

Для оценки предприятия и инвестиционных проектов денежные потоки рассчитываются для каждого интервала планирования (месяц, квартал, год) на протяжении всего периода анализа:

Выручка от реализации

-

Операционные расходы (переменные и постоянные затраты, в том числе амортизация, выплата процентов по кредитам банков, включаемых в состав себестоимости)

-

Налоги (транспортный налог, налог на имущество и др.)

=

Прибыль до налогообложения

-

Налог на прибыль

-

Проценты по кредитам банков, выплачиваемых за счет прибыли, остающейся в распоряжении предприятия

=

Чистая прибыль

+

Амортизация, рост долгосрочной задолженности, уменьшение оборотного капитала, возврат НДС

-

Погашение долгосрочной задолженности, капиталовложения (с НДС), прирост оборотного капитала

=

ЧИСТЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК

Сравнительный подход

Стоимость имущества часто определяется как сумма денежных средств, за которые оно может быть продано. Эту же самую стоимость, руководствуясь принципом замещения, можно применить не только к проданному, но и к со-

поставимому (аналогичному) имуществу. Следовательно, стоимость имущества может быть определена на основе суммы сделок, совершенных в недавнем прошлом по схожим активам.

Методы оценки, основанные на использовании данных по сопоставимым компаниям, являются достоверными при условии наличия достоверных данных по сопоставимым компаниям.

Подход сопоставимых компаний может успешно применяться для оценки предприятий в различных отраслях народного хозяйства и должен использоваться для оценки предприятий в том случае, если имеется достаточное количество сопоставимых компаний и соответственно необходимых данных по ним.

Отбор компаний для сравнения производится по таким критериям, как принадлежность к той или иной отрасли и региону; вид выпускаемой продукции или услуг; диверсификация продукции или услуг; стадия жизненного цикла, на которой находится компания; размеры компаний, стратегия их деятельности; финансовые характеристики.

Сравнительный подход основывается на финансовом анализе оцениваемой и сопоставимых компаний. Финансовый анализ включает в себя определение и оценку коэффициентов текущей ликвидности, структуры капитала, показателей рентабельности, прогнозирование темпов роста.

При оценке стоимости предприятия закрытого типа часто возникают проблемы:

- Сложно установить круг компаний, которые действительно являются сопоставимыми по отношению к оцениваемой.
- Даже если сопоставимые компании найдены, не всегда можно получить достаточную информацию об этих компаниях, чтобы должным образом рассчитать мультипликаторы стоимости {**Мультипликатор** (от лат. Multiplico - умножаю, увеличиваю) -коэффициент, показывающий связь между увеличением (уменьшением) инвестиций и изменением величины дохода}.

- Возникают трудности при корректировке мультипликаторов, рассчитанных на основе данных по открытым компаниям.

Оценка стоимости предприятия сравнительным подходом предусматривает следующие подходы:

Этап 1. Получить у руководства оцениваемого предприятия (или подготовить) финансовые отчеты за период времени, который отражает характерную деятельность (обычно на развитом рынке как минимум 5 лет).

Этап 2. Произвести корректировку финансовых отчетов (если в них обнаружены отклонения от правил ведения бухгалтерского учета или, если требуются какие-либо нормализационные корректировки, а также корректировки отчетности оцениваемого предприятия, с тем чтобы отчетность оцениваемой и сопоставимых компаний была составлена аналогично). На этом этапе оценщик должен найти размер нормализованной прибыли до уплаты налогов.

Этап 3. Рассчитать сумму налога на прибыль для нормализованной прибыли до уплаты налогов, найденной на этапе 2.

Этап 4. Определить сопоставимые компании.

Этап 5. Получить финансовые отчеты сопоставимых компаний за период времени, который отражает их характерную деятельность.

Этап 6. Если это необходимо, провести корректировку финансовой отчетности сопоставимых компаний, полученную на этапе 5, так чтобы она полностью согласовывалась с отчетностью оцениваемого предприятия.

Этап 7. Установить, какие мультипликаторы наиболее подходят для конкретного задания на оценку, учитывая все особенности оцениваемого предприятия. Наиболее часто используемый мультипликатор - цена/прибыль (Ppce/Earnings), но в отдельных ситуациях могут больше подходить другие мультипликаторы.

Этап 8. Если необходимо, определить за какой период времени будет использоваться информация о величине показателя операционных результатов

деятельности предприятия. В большинстве случаев этим периодом является последний финансовый год или последние 12 месяцев, однако при некоторых обстоятельствах наиболее уместным периодом может оказаться прогноз деятельности на следующий год или средняя величина нескольких последних лет деятельности.

Этап 9. На основе откорректированных на этапе 6 финансовых отчетов для каждой сопоставимой компании рассчитать выбранные на этапе 7 мультипликаторы.

Этап 10. Из мультипликаторов, рассчитанных на этапе 9 для каждой сопоставимой компании, выбрать наиболее подходящий, который будет использован для оценки.

Этап 11. Увеличить или уменьшить выбранный на этапе 10 мультипликатор, исходя из различий, существующих между сопоставимыми и оцениваемой компаниями.

Этап 12. Определить стоимость оцениваемого предприятия, умножив показатель операционных результатов деятельности оцениваемого предприятия, определенный на этапе 8 на откорректированный на этапе 11 мультипликатор стоимости.

Этап 13. Провести "Тест на здравомыслие", цель которого определить, насколько разумна полученная величина стоимости.

Этап 14. Определить стоимость оцениваемого предприятия с учетом корректировок на неоперационные активы, а также на избыток или дефицит активов.

Этап 15. Если требуется, провести дополнительные корректировки стоимости, установленной на этапе 12: скидка за недостаточную ликвидность, премия за контрольный пакет, или скидка за миноритарную долю.

Поиск сопоставимых компаний

Определение сопоставимых компаний - один из наиболее важных и трудных этапов при оценке предприятия любым из методов сравнительного подхода.

Обычно поиск сопоставимых компаний ведется в следующей последовательности:

Составляется полный перечень потенциально сопоставимых компаний. По перечисленным ниже причинам в этот перечень, как правило, входят только компании открытого типа:

- Очевидно, что для открытых компаний такая информация более доступна, чем для закрытых.
- Необходимо знать цену за акцию каждой сопоставимой компании или цену, заплаченную за всю компанию. Информация такого рода обычно не может быть получена для компаний закрытого типа.

Потенциально сопоставимые компании в первую очередь ищутся среди конкурентов оцениваемого предприятия, а затем в других источниках: журналы, компьютерные базы данных, фондовые биржи, брокерские конторы и др.

Готовя перечень потенциально сопоставимых компаний, оценщик должен сравнить следующие характеристики сопоставимой и оцениваемой компаний:

1.Схожая отрасль

Если потенциально сопоставимая компания работает в одной и той же отрасли, что и оцениваемая, это еще не значит, что они достаточно схожи, для того чтобы использовать данные по одной для оценки другой. Для определения схожести отрасли оцениваемой и сопоставимых компаний оценщик должен рассмотреть целый ряд факторов, некоторые из которых приведены ниже:

- *Диверсификация деятельности оцениваемой и сопоставимых компаний.*

Если 90% валового дохода оцениваемой компании поступает от продажи одного определенного продукта, то компания, чей доход от реализации

того же самого продукта составляет лишь 15% в общем объеме, может быть не достаточно сопоставимой.

- *Диверсификация номенклатуры производимой или продаваемой продукции у оцениваемой и сопоставимых компаний.* Например, два магазина, получающих большую часть своего валового дохода от продажи наручных часов, могут быть несопоставимыми, если один магазин продает дешевые часы, а другой - дорогие золотые швейцарские часы.
- *Влияют ли на оцениваемую и сопоставимые компании одни и те же экономические факторы?* Строительная фирма, расположенная в Санкт-Петербурге и работающая исключительно на местном рынке, может быть не сопоставима со строительной фирмой, расположенной в Сибири или Дагестане. Хотя все эти компании работают в строительной индустрии, на их деятельность влияют различные экономические и региональные факторы.
- *Зрелость бизнеса оцениваемой и сопоставимых компаний.* Компания, занимающаяся конкретным бизнесом в течение нескольких лет, будет более стабильной, будет иметь более лояльных клиентов, лучшие отношения с поставщиками, более высокую маржу прибыли и целый ряд других преимуществ по сравнению с начинающей компанией. Поэтому оценщик, оценивая схожесть какой-нибудь компании с оцениваемой, должен проанализировать ее зрелость.

2. Размер

Сопоставимая компания, размер которой больше по сравнению с оцениваемой, не обязательно будет автоматически иметь более высокий мультипликатор прибыли (или любой другой показатель деятельности или финансового состояния) только благодаря своему размеру. Проводя сравнение по размеру, оценщик в первую очередь должен учитывать факторы, оказывающие прямое воздействие на стоимость компании, к которым наиболее часто относят следующие:

- *Географическая, диверсификация.* Крупные компании могут иметь рынок сбыта по всей стране. Такая географическая диверсификация обычно приводит к снижению непостоянства уровня продаж, а, следовательно, и риска. Компании с широкой географической диверсификацией, как правило, имеют более высокие мультипликаторы стоимости.
- *Качественные скидки и другие показатели экономической эффективности.* Крупные компании зачастую имеют возможность покупать сырье по более низким ценам. Такие скидки и другие экономические выгоды, как например, более низкие избыточные производственные мощности, могут привести к тому, что у крупных компаний рентабельность, а, следовательно, и мультипликаторы стоимости, будут выше. Однако оценщик не должен забывать, что довольно часто крупные компании оказываются наоборот менее эффективными.
- *Различие в цене продаваемого товара.* Крупные компании, выступающие на рынке в роли лидеров, иногда могут назначать более высокие цены на свою продукцию, что может позволить компании достичь более высокой маржи валового дохода.
- *Соответствующий размер капитала.* Компании с большим собственным капиталом могут иногда являться причиной банкротства компаний с меньшим собственным капиталом. Такое часто случается, когда крупные компании выбрасывают товар на рынок по цене ниже его себестоимости. Компания с большим собственным капиталом может позволить себе несколько месяцев нести убытки, в то время как компания с маленьким - нет.

3. Показатели деятельности за прошлые годы

Оценщик должен проанализировать показатели деятельности (темпы роста дохода, отношение затраты/валовый доход, рентабельность продукции, капитала и т.д.) оцениваемой и сопоставимых компаний за несколько прошлых лет, что позволит определить перспективы их роста.

4. Перспективы роста

На рынке принято считать, что лучше инвестировать в компанию с высокими перспективами роста, чем в схожую компанию, но с низкими перспективами. Таким образом, мультипликаторы стоимости могут оказаться выше для компаний с высокими перспективами роста. Однако, оценщик должен помнить, что негативное влияние низких перспектив роста может компенсироваться позитивным влиянием других показателей, например, более высоким уровнем дивидендов.

5. Финансовый риск

Оценщику необходимо проанализировать риск оцениваемой и сопоставимых компаний, поскольку общее правило утверждает, что чем выше риск, тем ниже стоимость компании. Финансовый риск оценивается по следующим факторам:

- *Структура капитала.* Данный фактор финансового риска относится к соотношению между собственным и заемным капиталами в общем объеме инвестированного в компанию капитала.
- *Ликвидность.* Краткосрочная ликвидность - показывает способность предприятия выплачивать свои краткосрочные обязательства кредиторам из текущих активов. Ликвидность компании измеряется тремя финансовыми коэффициентами: коэффициент абсолютной ликвидности, промежуточный коэффициент покрытия (коэффициент ликвидности) и коэффициент покрытия (текущий коэффициент). Обычно, чем выше показатели ликвидности компании, тем выше ее стоимость.
- *Кредитный статус.* Кредитный статус - способность компании занимать денежные средства. Кредитный статус очень трудно измерить, но на него обычно влияют такие показатели, как коэффициенты рентабельности, существующий финансовый левередж (соотношение между собственным и заемным капиталом), данные о погашении ранее взятых кредитов и

другие факторы. При прочих равных условиях - чем выше кредитный статус компании, тем выше ее стоимость.

6. Операционный риск

Оценщик должен сравнить операционный риск оцениваемой и сопоставимых компаний. Если у оцениваемой компании операционный риск окажется выше, оценщик должен будет взять мультипликатор ниже, чем в среднем у сопоставимых компаний.

- *Операционный левередж.* Чем выше постоянные затраты компании по сравнению с ее переменными затратами, тем выше чувствительность прибыли по отношению к изменению размера валового дохода, а, следовательно, тем выше операционный риск.
- *Изменчивость результатов деятельности в прошлом.* Чем больше колебание результатов деятельности компании в прошлом (чистая прибыль, чистый денежный поток и т.д.), тем выше ее операционный риск, если предполагается, что случаи такого колебания до сих пор не исключены.

7. Способность выплачивать дивиденды

Способность компании выплачивать дивиденды часто представляет собой ее чистый денежный поток, не требующийся для обеспечения будущего роста. Модель построения денежного потока состоит из множества компонентов, каждый из которых влияет на способность выплачивать дивиденды. При прочих равных условиях, чем ниже способность компании выплачивать дивиденды, тем ниже ее стоимость.

8. Другие факторы

Хотя представленный выше перечень факторов, требующих анализа при выборе потенциально сопоставимых компаний, и так уже кажется довольно полным, оценщик должен помнить, что уникальные характеристики компании или отрасли могут указать на другие факторы, которые должны быть приняты во внимание.

На основе наиболее важных определяющих критериев оцениваемой компании необходимо сократить перечень потенциально сопоставимых компаний. Если потенциально сопоставимая компания схожа по всем основным критериям с оцениваемой компанией, то вероятно данные по ней могут быть использованы для расчета мультипликаторов стоимости. Однако, как правило, ни одна из потенциально сопоставимых компаний не будет схожа по всем критериям, а лишь по нескольким.

Оценщик должен проанализировать: степень сопоставимости каждой компании, которая попала в сокращенный перечень сопоставимых компаний, с тем, чтобы определить наиболее сопоставимые, мультипликаторам которых может придаваться больший вес.

На основе наиболее важных определяющих критериев оцениваемой компании сокращается перечень потенциально сопоставимых компаний. Если потенциально сопоставимая компания схожа по всем основным критериям с оцениваемой компанией, то, вероятно, данные по ней могут быть использованы для расчета мультипликаторов стоимости. Однако, как правило, ни одна из потенциально сопоставимых компаний не будет схожа по всем критериям, а лишь по нескольким.

Определяется степень сопоставимости каждой компании, которая попала в сокращенный перечень с тем, чтобы в дальнейшем использовать в расчетах их мультипликаторы.

Метод цена / прибыль

Цена/прибыль (Price/Earnings) - наиболее часто использующийся в практике мультипликатор стоимости. Данный коэффициент показывает отношение между рыночной ценой акций компании и ее чистой прибылью. При этом цена за акцию сопоставимой компании делится на чистую прибыль на акцию за определенный период времени. Для определения стоимости оцениваемой компании полученный мультипликатор затем умножается на чистую прибыль оцени-

ваемой компании за соответствующий период времени. Полученная стоимость представляет собой стоимость миноритарной (меньшей) доли в предприятии открытого типа. Поэтому, если задача - оценить контрольный пакет закрытого предприятия, к полученному показателю стоимости необходимо прибавить за контрольный пакет и отнять скидку за недостаточную ликвидность.

Пример:

Оценка стоимости методом цена/прибыль

Наименование показателя	Откорректированный показатель (чистая прибыль)	Мультипликатор стоимости	Оценка стоимости
Цена акции/прибыль по данным последних 12 месяцев	\$ 300 000	x 8,5	= \$ 2 550 000
Цена/прибыль по данным последнего финансового года	\$ 276 387	x 9,0	= \$ 2 487 000
Цена/прибыль по данным прогноза на один год	\$ 328 000	x 8,0	= \$ 2 624 000

Мультипликаторы стоимости с использованием данных о сделках купли-продажи сопоставимых компаний

Рассмотренные выше мультипликаторы стоимости рассчитывались на основе данных о ценах акций сопоставимых компаний на фондовых рынках. Кроме того, подход сопоставимых компаний предусматривает возможность расчета мультипликаторов стоимости исходя не из цены акции, а цены приобретения контрольных пакетов сопоставимых компаний.

Главным отличием между стоимостью предприятия, найденной при помощи мультипликаторов с использованием цены акций сопоставимых компаний, и с использованием цены приобретения контрольных пакетов, заключается в том, что в первом случае полученная величина стоимости представляет собой стоимость миноритарной доли, а во втором - контрольного пакета.

Затратный подход

Как уже отмечалось, стоимость предприятия (бизнеса) равна текущей стоимости будущих доходов от владения им. Очень хорошо видно, как данная предпосылка используется в доходном и сравнительном подходах. В методах на основе затратного подхода данная предпосылка менее очевидна, поскольку доход от владения предприятием поступает от предполагаемой (гипотетической) продажи его активов. Подход на основе активов (затратный подход) предполагает, что активы и пассивы предприятия должны быть откорректированы до рыночной стоимости, а разница между полученным значением итога по активам и пассивам будет представлять стоимость собственного капитала оцениваемого предприятия.

Затратный подход включает в себя два основных метода:

- **Чистая стоимость активов.** Для определения стоимости собственного капитала предприятия его активы и пассивы корректируются до рыночной стоимости.
- **Ликвидационная стоимость.** Чистый доход после ликвидации активов компании и выплаты задолженности дисконтируются на момент оценки.

Чистая стоимость активов

Поскольку в затратном подходе ударение делается на стоимость активов, которая будет реализована на условиях гипотетической продажи, а не на перспективы получения прибыли, метод чистой стоимости активов обычно применяется, если:

- оцениваемое предприятие владеет значительными материальными активами;
- в себестоимости товаров или услуг процент от общих затрат, приходящихся на долю труда, незначителен;
- либо у предприятия нет сформировавшейся истории получения прибыли, либо прибыль/ денежный поток подвергались значительным колебаниям в прошедшие годы, либо существование предприятия в качестве действующего находится под большим вопросом;
- у предприятия отсутствуют значительные материальные активы;
- в балансовом отчете отражены все материальные активы, т.е. у предприятия нет полностью амортизированных активов, которые продолжают приносить доход.

Иногда метод чистой стоимости активов может использоваться и в других ситуациях, но в этом случае при согласовании стоимостей, полученных разными подходами, им должен придаваться меньший вес.

Метод чистой стоимости активов обычно применяется для оценки контрольного пакета, поскольку в большинстве случаев владельцы миноритарных долей не могут потребовать продажи активов. Методом чистых активов определяют рыночную стоимость всех активов предприятия: материальных (земли, зданий, оборудования, запасов), финансовых и нематериальных.

При оценке стоимости предприятия методом чистой стоимости активов предусматриваются следующие этапы:

Этап 1. Получить балансовый отчет по состоянию на дату оценки или на ближайшую, насколько возможно, к ней, дату.

Этап 2. Если необходимо, внести корректировки в балансовый отчет на отсутствующие активы или обязательства, привести балансовый отчет к дате оценки.

Этап 3. Откорректировать каждую статью материальных активов и отождествленных нематериальных активов до их обоснованной рыночной стоимости.

Этап 4. Откорректировать пассивы до их обоснованной рыночной стоимости, если последняя отличается от их балансовой стоимости.

Этап 5. Если требуется, провести корректировки на налог на прибыль и на обязательства, по которым выплачиваются проценты.

Этап 6. Общий собственный капитал, полученный после выполнения этапов 1-5-стоимость общего собственного капитала акционеров. Если в собственном капитале предприятия есть привилегированные акции или другие ценные бумаги с более высоким приоритетом, тогда чтобы определить стоимость обычных акций, стоимость собственного капитала должна быть уменьшена на стоимость таких ценных бумаг.

Этап 7. Провести "Тест на здравомыслие", цель которого определить насколько разумна полученная величина стоимости.

Этап 8. Определить, необходимо ли к найденной на этапах 1-6 стоимости применить какие-либо скидки.

Для оценки недвижимости (земли и зданий) возможно использование трех подходов: затратного, доходного и сравнительного.

Затратный подход сводится к следующему. Сначала определяют затраты на строительство зданий и сооружений. После этого из них вычитывают износ зданий и сооружений с учетом их физического, функционального, технологического и экономического старения.

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

Функциональное устаревание - это потеря стоимости собственности, связанная с невозможностью выполнять 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 устаревания. Это потеря стоимости, вызванная изменениями в технологии, в результате которых актив становится менее продуктивным, более дорогим в эксплуатации. *Экономическое устаревание* характеризуется потерей стоимости активов, вызванной внешними факторами, например, изменениями, понизившими спрос на продукцию, или возросшей конкуренцией.

Для получения полной стоимости объекта к восстановительной стоимости зданий и сооружений за вычетом износа прибавляется стоимость земельного участка.

Оценка машин и оборудования осуществляется затратным и сравнительным подходами с учетом физического, функционального, технологического и экономического устаревания.

Доходный подход основан на капитализации или дисконтировании прибыли, которая будет получена в случае сдачи недвижимости в аренду. Результат по данному подходу включает в себя и стоимость здания и стоимость земельного участка.

Определение рыночной стоимости объекта недвижимости **сравнительным подходом** базируется на выборе сопоставимых объектов, уже проданных в данном районе. Из этих данных выводится средняя цена за квадратный метр или гектар и путем умножения ее на площадь оцениваемого объекта определяется рыночная стоимость.

Товарно-материальные запасы и готовая продукция обычно оцениваются по себестоимости, при этом устаревшие запасы списываются. Оценка запасов может базироваться на ожидаемой цене их продажи за вычетом издержек на продажу (включая прибыль продавца).

Следующая группа активов, которая оценивается методом накопления активов - **финансовые**. К ним относятся дебиторская задолженность, финансовые вложения в ценные бумаги, расходы будущих периодов.

Дебиторская задолженность обычно оценивается путем анализа сроков ее возникновения. Просроченная задолженность частично или полностью списывается. Суммы к получению дисконтируются. Ценные бумаги обычно оцениваются по их рыночной цене, а расходы будущих периодов - по номинальной стоимости, если еще существует связанная с ними выгода.

К нематериальным активам относятся контракты, клиентура, торговые марки, доступ к рынкам, коммерческие предложения, патенты, лицензии, льготные условия аренды, подобранный и обученный персонал, технические библиотеки, компьютерное обеспечение, инженерные эскизы и плакаты, «ноу-хау», т.е. все то, что обеспечивает предприятию доходность активов выше среднеотраслевых показателей.

Если компания получает стабильные, высокие прибыли, доходность ее активов (или собственного капитала) выше среднего, в результате чего стоимость бизнеса, рассчитанная на основе ожидаемых прибылей или денежных потоков, превышает стоимость его материальных активов, то компания имеет гудвилл.

Для оценки гудвилла в западной практике используется *метод избыточных прибылей*. Суть его сводится к следующему. Сначала определяют рыночную стоимость материальных активов. Далее рассчитывают среднюю доходность по отрасли на активы (или на собственный капитал) и умножением его на величину рыночной стоимости активов определяют прибыль, полученную компанией на материальные активы. Зная прибыль, полученную от операционной деятельности, и прибыль, которая приходится на материальные активы, определяют избыточную прибыль. Разделив ее на соответствующий коэффициент капитализации, определяют стоимость гудвилла.

Сложив рыночную стоимость материальных, финансовых и нематериальных активов, получают рыночную стоимость всего капитала предприятия. Но покупатель не будет оплачивать текущие и долгосрочные обязательства компании, поэтому для определения величины собственного капитала из совокупности капитала вычитают стоимость обязательств. Величина собственного капи-

тала, полученная таким образом, отражает рыночную стоимость компании, определенную методом чистых активов(табл.5):

Таблица 5

Типичные корректировки при оценке методом чистой стоимости активов

<i>Актив/Пассив</i>	<i>Обычно корректируется до:</i>
Ценные бумаги фондового рынка	Цена на момент закрытия фондовой биржи в день оценки
Дебиторская задолженность	Сумма дебиторской задолженности на момент оценки за вычетом безнадежных долгов
Товарно-материальные запасы	Стоимость замещения
Здания, машины, оборудо- вание и др. материальные активы	Обоснованная рыночная стоимость на основе за- ключения оценщиков соответствующей квалифи- кации или из других источников
Нематериальные активы	Отождествленные нематериальные активы (патен- ты, авторские права, права на аренду и т.д.) по ры- ночной стоимости
Кредиторская задолженность	Баланс (остаток) кредиторской задолженности на момент оценки
Обязательства, по которым выплачивается процент	Баланс обязательств, если необходимо, то со скид- ками или премиями, отражающими рыночную ставку процента

Пример:**Оценка предприятия методом чистой стоимости активов**

Наименование статьи	Балансовая стоимость (тыс.руб.) 31.12.2016 г	Поправки	Рыночная стоимость (тыс.руб.) 31.12.2016 г
АКТИВ			
Денежные средства	128 000	0	128 000
Дебиторская задолженность	256 000	- 30 000	226 000
Товарно-материальные запасы	900 600	0	900 600
ИТОГО: Текущие активы	1 284 600		1 254 600
Здания и сооружения (остаточная стоим.)	1 020 000	+ 150 000	1 170 000
Машины и оборудование (остат. стоим.)	300 000	-20 000	280 000
Нематериальные активы	0	+15 000	15 000
ИТОГО АКТИВЫ:	2 604 600		2 719 600
ПАССИВ			
Кредиторская задолженность	230 000		230 000
Краткосрочная задолженность	450 000		450 000
Собственный капитал	1 924 600		2 039 600
ИТОГО ПАССИВЫ:	2 604 600		2 719 600
СТОИМОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ			2 039 600

Ликвидационная стоимость

Метод ликвидационной стоимости обычно применяется, если:

- предприятие ликвидируется;
- текущий или прогнозируемый (если продолжить деятельность) чистый денежный поток ниже по сравнению со стоимостью чистых активов и стоимость предприятия выше, если деятельность будет прекращена, а не продолжена.

Оценивая предприятие методом ликвидационной стоимости, оценщику бизнеса совместно с другими оценщиками (недвижимости, машин и оборудования, если привлекаются) необходимо определить одну из следующих предпосылок стоимости:

-Стоимость обычной ликвидации. Стоимость, реализованная от продажи активов в течение разумного периода времени, требующего для продажи по максимально высокой цене.

-Стоимость принудительной (ускоренной) ликвидации. Стоимость, реализованная от продажи активов в максимально короткий срок (например, с аукциона).

Оценка стоимости предприятия методом ликвидационной стоимости предусматривает следующие этапы:

1. Получить балансовый отчет по состоянию на дату оценки или на ближайшую, насколько возможно, к ней дату.
2. Если необходимо, внести корректировки в балансовый отчет на отсутствующие активы или обязательства, привести балансовый отчет к дате оценки.
3. Установить, каким способом будет проходить ликвидация активов.
4. Определить валовую сумму дохода (до уплаты расходов на продажу и налогов и т.д.) от продажи активов.
5. Уменьшить валовый доход от продажи на различные прямые и накладные расходы, связанные с продажей.

6. Отнять или прибавить любые операционные убытки или прибыль, возникшие во время ликвидации.
7. Вычесть ликвидационную стоимость всех обязательств.
8. Вычесть любые дополнительные обязательства по уплате налога на прибыль, возникшие вследствие деятельности или продажи активов. Если от деятельности или продажи были получены убытки, что снизило налогооблагаемую базу, то в некоторых случаях могут быть произведены соответствующие корректировки.
9. Вычесть имеющиеся при ликвидации преимущества у владельцев ценных бумаг с более высоким приоритетом.
10. Дисконтировать на момент оценки суммы, полученные на этапах 4-9.
11. Определить, необходимо ли к найденной на этапах 1-10 стоимости применить скидку за недостаточную ликвидность и/или скидку за миноритарную долю.

Ликвидационная стоимость показывает, сколько денежных средств остается после продажи активов и выплаты долгов. Она меньше скорректированной балансовой стоимости на величину ликвидационных издержек. К ним относятся комиссионные по продаже бизнеса, расходы на реализацию товарных запасов, на сбор дебиторской задолженности, на увольнение персонала. Кроме того, цена реализации в случае быстрой продажи ниже нормальной рыночной. Этот метод предполагает определение рыночной стоимости каждого актива. Далее вычитают обязательства, к которым прибавляют издержки на ликвидацию.

Если компания оценивается по активам, то предполагается, что собственник может продать все активы или их часть. Но решения о купле-продаже активов принимает лишь собственник, владеющий контрольным пакетом акций. Поэтому, если оценивается неконтрольный пакет акций открытой компании, делается скидка на неконтрольный характер. Если же оценивается меньшая доля в компании закрытого типа, то делается еще скидка на недостаточную ликвидность.

Основным достоинством затратного подхода является то, что он основывается на реальных ценностях, которые находятся в собственности компании. Но все методы определения рыночной цены компании, построенные на основе активов, имеют существенный недостаток - они не связаны с результатами работы - настоящими и ожидаемыми в будущем.

Оценка компаний методом чистых активов используется для компаний, обладающих значительными материальными и/или финансовыми активами. Обычно это холдинговые или инвестиционные фирмы. Данный метод применяется также в случае отсутствия ретроспективных данных о прибылях или невозможности достаточно точно оценить прибыли компании или денежные потоки. Используется он и для оценки новых компаний.

Метод избыточных прибылей

Метод избыточных прибылей обычно используется для оценки маленьких предприятий, а также для оценки гудвилла в методе чистой стоимости активов. Однако в стандартах оценки бизнеса «Американского общества оценщиков» отмечается, что метод избыточных прибылей должен использоваться для оценки рыночной стоимости нематериальных активов только в том случае, если другие способы применить невозможно.

Согласно теории данного метода, стоимость собственного капитала предприятия состоит из стоимости материальных активов (чаще всего обоснованная рыночная стоимость) и дополнительной суммы, приходящейся на гудвилл. Материальные активы предприятия должны обеспечивать доход своим владельцам. Поскольку с владением активами ассоциируются какие-либо риски, то доход на активы (return on assets) должен согласоваться с такими рисками. Считается, что любая прибыль, полученная предприятием сверх ставки дохода на материальные активы, возникла по причине существования у компании нематериальных активов.

Оценка стоимости предприятия методом избыточных прибылей предусматривает следующие этапы:

1. Получить у руководства оцениваемого предприятия финансовые отчеты. Произвести корректировку (если в отчетности обнаружены отклонения от правил ведения бухгалтерского учета или, если требуются какие-либо нормализационные корректировки). Если необходимо рассчитать заново налоги на прибыль, где налогооблагаемой базой будет нормализованный размер прибыли до налогообложения.
2. Определить стоимость чистых материальных активов предприятия.
3. Определить разумную ставку дохода на материальные активы предприятия по состоянию на дату оценки.
4. Умножить стоимость материальных активов компании (этап 2) на ставку дохода на эти активы (этап 3). Полученная величина – «разумная» сумма дохода на материальные активы оцениваемого предприятия.
5. Вычесть из нормализованной (откорректированной) чистой прибыли (этап 1) величину "разумного" дохода на материальные активы. Полученное значение - "избыточные прибыли" предприятия.
6. Определить величину коэффициента капитализации для избыточных прибылей предприятия, который, как предполагается, ассоциируется только с гудвиллом или другими нематериальными активами.
7. Проанализировать избыточные прибыли, разделив избыточные прибыли (этап 5) на коэффициент капитализации (этап 6).
8. Прибавить к величине, полученной на этапе 7, стоимость чистых материальных активов (этап 2).
9. Провести "Тест на здравомыслие", цель которого определить, насколько разумна полученная на этапах 1-8 величина стоимости.
10. Определить стоимость оцениваемого предприятия с учетом корректировок на не операционные активы, а также на избыток или дефицит активов.

11. Если требуется, отнять от стоимости, полученной на этапе 8, скидку за миноритарную долю.

Пример:

Получена следующая информация об оцениваемом предприятии:

1. Откорректированные данные балансового отчета

Текущие активы	2 500
Здания и сооружения	2 400
Машины и оборудование	1 550
Прочие активы	550

ИТОГО активы: 7000

Всего обязательства	2 800
---------------------	-------

Всего собственный капитал	4 200
---------------------------	-------

ИТОГО обязательства и собственный капитал: 7 000

Стоимость чистых материальных активов: $7\,000 - 2\,800 = 4\,200$

2. Нормализованная прибыль - 950

3. Средний доход по отрасли на материальные активы– 15 %

4. Коэффициент капитализации для избыточных прибылей– 35 %

Исходя из имеющихся данных, находим, что "разумная" сумма дохода на материальные активы составляет $4200 \times 0,15 = 630$, в то время как нормализованная прибыль оцениваемого предприятия составляет 950, следовательно, избыточные прибыли равны 320 ($950 - 630$). Теперь находим стоимость избыточных прибылей: $320 / 0,35 = 914$. Таким образом стоимость предприятия, найденная методом избыточных прибылей, оценена в $5114 (4200 + 914)$.

Дискреционный денежный поток продавцов

Метод дискреционного денежного потока продавцов лучше всего подходит для оценки маленьких предприятий, где владелец одновременно является и основным работником. Метод предполагает, что покупатель вместе с бизнесом приобретает еще и рабочее место. Например, при оценке маленькой закусочной, бакалейной лавки, фотолаборатории покупатель обычно устанавливает размер всех доходов, получаемых владельцем, включая доход на труд и капитал.

Следовательно, полученная на основе этого метода стоимость предприятия обычно представляет собой своего рода инвестиционную стоимость.

Оценка стоимости методом дискреционного денежного потока продавцов предусматривает следующие этапы:

Этап 1. Определить величину нормализованной прибыли предприятия до налогообложения за характерный период.

Этап 2. Прибавить все компенсации и доходы владельца (заработная плата, бонусы, страховка, автомобиль и т.д.).

Этап 3. Прибавить сумму амортизации.

Этап 4. Вычесть любые требуемые затраты капитального характера. Результат вычислений этапов 1-4 представляет собой дискреционный денежный поток продавца.

Этап 5. Определить соответствующий мультипликатор стоимости (цена продажи сопоставимой компании/дискреционный денежный поток продавца) по данным продаж сопоставимых компаний. Мультипликатор обычно находится в интервале(1-5).

Этап 6. Для получения стоимости предприятия умножить дискреционный денежный поток продавца (этап 4) на мультипликатор (этап 5).

Этап 7. Провести "Тест на здравомыслие", цель которого определить, насколько разумна полученная на этапе 6 величина стоимости.

Этап 8.Определить стоимость оцениваемого предприятия с учетом корректировок на неоперационные активы, а также на избыток или дефицит активов.

Этап 9.Если требуется, провести дополнительные корректировки стоимости.

Библиографический список

1. Есипов В.Е. Оценка бизнеса: учеб. пособие для вузов / В.Е. Есипов, Г.А. Маховикова, В.В. Терехова. – Изд. 2-е. – СПб.: Питер, 2014. – 464 с.
2. Иваницкая И. П. Введение в экономику недвижимости: учеб. пособие для вузов / И.П. Иваницкая, А.Е. Яковлев. – М.: Кнорус, 2014. – 184 с.
3. Иванова Е. Н. Оценка стоимости недвижимости: учеб. пособие для вузов / Е.Н. Иванова ; под ред. М.А. Федотовой. – М.: Кнорус, 2013. – 344 с.
4. Котляров М.А. Недвижимость: философия успешного инвестора: науч.-попул. изд. / М.А. Котляров. – Екатеринбург: АМБ, 2014. – 127 с.
5. Оценка недвижимости: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – М.: Финансы и статистика, 2014. – 496 с.
6. Попков В.П., Оценка бизнеса. Схемы и таблицы: учеб. пособие для вузов / В.П. Попков, Е.В. Евстафьева. – СПб.: Питер, 2014. – 240 с.
7. Чеботарев Н.Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учебник для бакалавров. – Изд. 3-е. –М.: Дашков и К, 2014. – 256 с.

Интернет-ресурсы

<http://economicus.ru/>

<http://ecsocman.edu.ru/>

Оглавление

Термины и определения.....	3
Правовые основы оценки бизнеса	5
Доходный подход.....	10
Метод капитализированных доходов (Capitalized returns approach).....	12
Коэффициент капитализации.....	14
Метод дисконтированных будущих доходов.....	16
Ставка дохода на инвестиции (ставка дисконта).....	19
Кумулятивный метод.....	20
Модель оценки капитальных активов (CAPM).....	23
Средневзвешенная стоимость капитала (WACC).....	26
Соотношение реальной и номинальной ставки дохода.....	27
Денежный поток.....	28
Сравнительный подход.....	31
Поиск сопоставимых компаний.....	35
Метод цена / прибыль.....	40
Мультипликаторы стоимости с использованием данных о сделках купли-продажи сопоставимых компаний.....	41
Затратный подход.....	42
Чистая стоимость активов.....	42
Ликвидационная стоимость.....	49
Метод избыточных прибылей.....	51
Дискреционный денежный поток продавцов.....	54
Библиографический список.....	55