

# Принципы и подходы к оценке бизнеса

- *Основные принципы оценки;*
- *Затратный подход;*
- *Аналоговый (сравнительный) подход;*
- *Доходный подход к оценке.*

# Принципы оценки

Широкий инструментарий и разнообразие целей оценки требует учета на ряда правил и установок, отражающих основные закономерности поведения субъектов на рынке.

Укрупненно их можно разделить на три группы:

- *представления собственника;*
- *вопросы эксплуатации активов;*
- *воздействие рыночной среды.*

# Представления собственника

1. **Принцип полезности бизнеса:** объект оценки должен быть востребован собственником или потенциальным инвестором!



А нужен ли мне  
ЭТОТ АКТИВ?

Оценка полезности объекта – всегда субъективна, иногда нерациональна.

Ключевой рациональный фактор полезности:

**Доход от использования актива**

Каковы риски связанные с владением и эксплуатацией

Нужны ли будут дополнительные инвестиции?

Что даст этот объект для других моих активов?

А какова альтернатива вложений в этот актив?

# Представления собственника

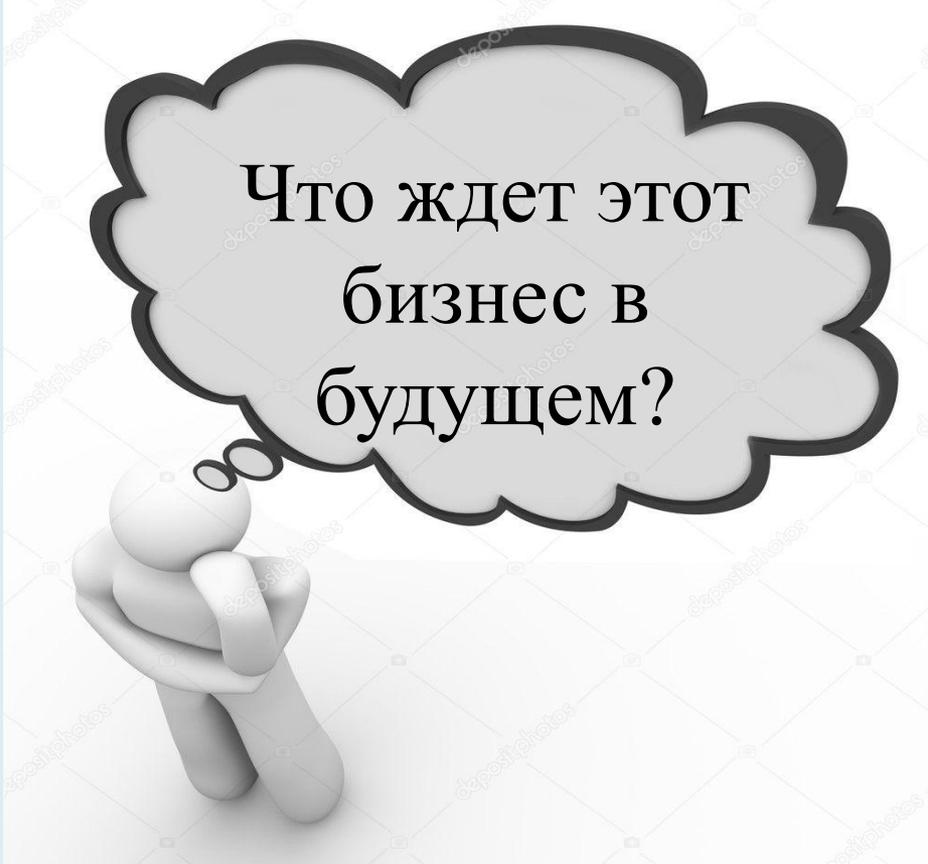
**2. Принцип замещения бизнеса:** оцениваемый объект не может стоить дороже другого объекта на рынке с аналогичной полезностью.



Чем ниже спрос на аналогичные объекты, тем менее они полезны для широкого круга инвесторов, т.е. более специфичны, а значит оценить их в интересах покупателя и продавца - труднее

# Представления собственника

**3. Принцип ожидания:** стоимость бизнеса определяется не ретроспективными данными об успехах, а будущим формированием и поддержанием конкурентных преимуществ и, следовательно, стабильностью или увеличением доходов.



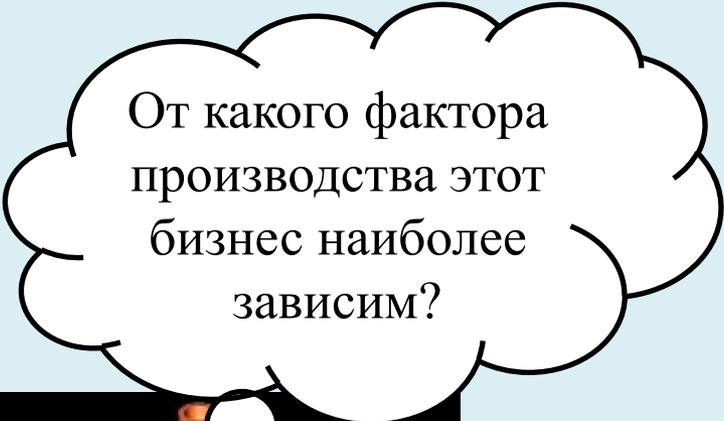
Что ждет этот  
бизнес в  
будущем?

## Ожидания инвестора:

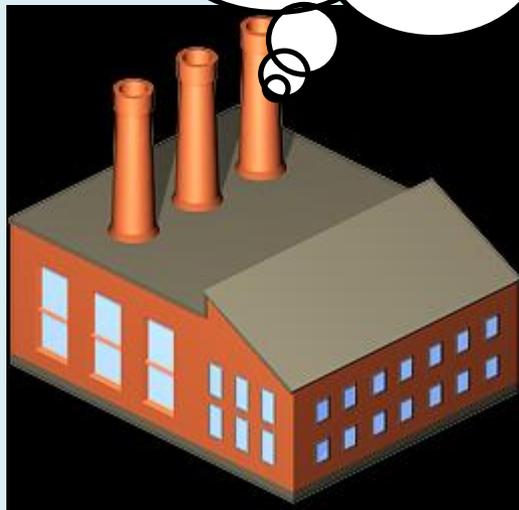
- Субъективны. Необходимо выявить ключевые события для инвестора, на которые он ориентируется;
- Могут существенно отличаться от прогнозов оценщика и меняться в связи с изменением информационного фона;
- Часто не учитывают временной лаг между ожидаемым событием и его наступлением

# Вопросы эксплуатацией активов

**4. Принцип вклада:** определяет зависимость оцениваемого бизнеса от отдельных факторов производства.



От какого фактора производства этот бизнес наиболее зависим?



Ключевой фактор существует

## Основные факторы производства:

- *Капитал;*
- *Земля;*
- *Труд;*
- *Инновации;*
- *Менеджмент и гибкость бизнеса;*
- *Информация;*
- ...

Какие доходы формирует это фактор для бизнеса?

Знает ли инвестор, как им управлять?

Какова динамика затрат на этот фактор в бизнесе?

# Вопросы эксплуатацией активов

**5. Принцип остаточной продуктивности:** факторы производства должны оцениваться с учетом периода их воспроизводства и роли в обороте капитала. Чем выше риски связаны с потерей одного из факторов, тем меньше будет стоить оцениваемый бизнес.



А доступна ли  
замена  
выбывающему  
фактору  
производства?

*Стареющий персонал в слаженном коллективе;*

*Проблемы у ключевых клиентов;*

*Срок действия патентов/лицензий заканчивается.*

*Грядет изменение законодательства, которое повлияет на функционирование бизнеса;*

*Основные фонды требуют замены или глубокой модернизации.*

*Конкуренты стремятся «сманить» менеджмент.*

# Вопросы эксплуатацией активов

**6. Принцип предельной производительности:** отражает зависимость от новых инвестиций с ростом будущих доходов компании.



Что будет с бизнесом, если новые инвестиции будут отложены?

Как повлияют на действующий бизнес новые инвестиции?

*Позволят ли новые вложения существенно увеличить отдачу от факторов производства?*

*Как изменится стоимость капитала для бизнеса с ростом вложений?*

*Не приведут ли новые вложения и увеличение стоимости капитала к снижению эффективности уже реализуемых в бизнесе инвестиционных проектов?*

# Вопросы эксплуатацией активов

7. Принцип пропорциональности (сбалансированности): максимальный доход от бизнеса в будущем можно получить лишь в условиях оптимизации факторов производства.



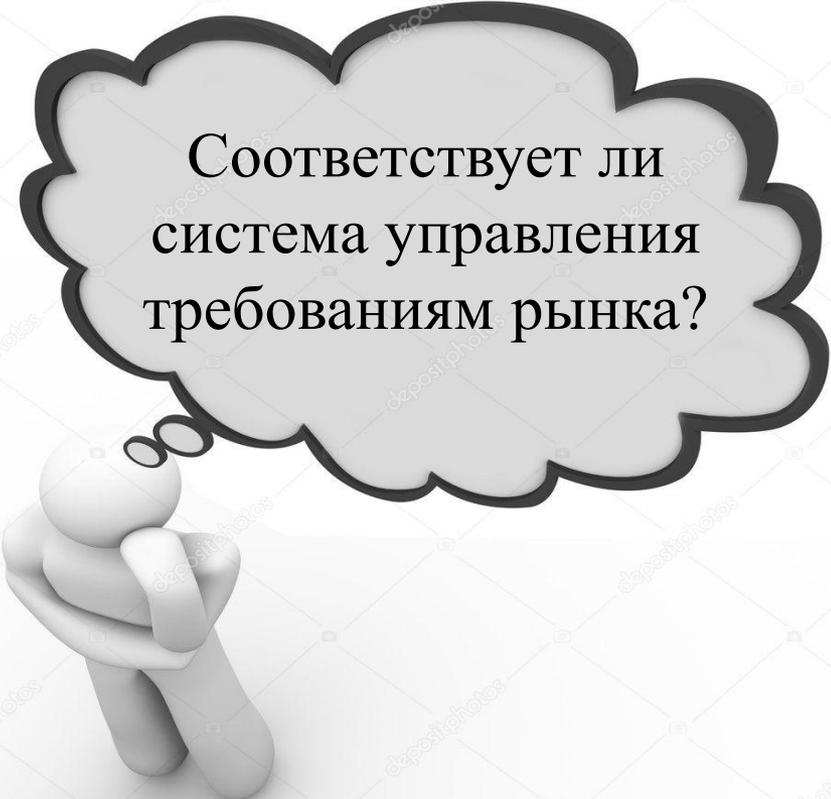
Можно ли оптимизировать факторы производства?

*Инвестиции лишь в один фактор производства приводят к сокращению прироста отдачи от него:*

- Можно ли интегрировать в бизнес новые факторы производства?
- Какие условия обеспечат эффективную интеграцию этих факторов?
- Поддержка каких стейкхолдеров будет влиять на успешность оптимизации факторов производства?

# Оценка воздействия рыночной среды

**8. Принцип соответствия** – характеризует отношение инвестора к компании с позиции ее рыночной эффективности.



Соответствует ли система управления требованиям рынка?

Моральное и технологическое устаревание:

- Организационной структуры бизнеса;*
- Методов контроля, планирования и передачи информации;*
- Моделей стимулирования персонала;*
- Системы принятия решений.*

# Оценка воздействия рыночной среды

**9. Принцип регрессии** – отражает отношение к оценке стоимости высокотехнологичных компаний.



В основе этого  
бизнеса высокие  
технологии?

ДА

ОЦЕНКА С  
ДИСКОНТОМ

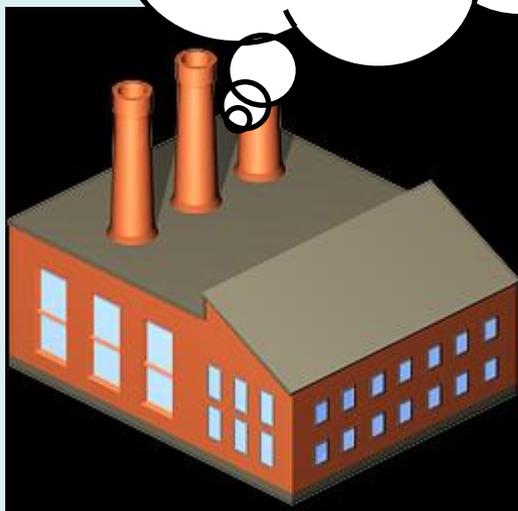
Чем выше инновационный потенциал бизнеса, тем продуктивнее его функционирование в будущем, однако существующая рыночная система не гарантирует применимости новых технологий при отсутствии поддержки со стороны крупных производителей и потребителей.

Высокая степень инновационности и качества продукта не обязательно гарантирует доступную цену для массового пользователя или наличие требуемых крупными потребителями опций.

# Оценка воздействия рыночной среды

**10. Принцип прогрессии:** связан с ростом оценочной стоимости бизнеса за счет влияния внешних факторов, к бизнесу не относящихся.

Как развитие  
внешней среды  
косвенно  
повлияет на  
бизнес?



Компания не  
вкладывает  
существенные  
усилия и  
капитал в этот  
процесс

Нет конкурентов,  
которые получают  
эксклюзивное право  
на пользование  
результатами этих  
инвестиций

*Планируются  
сторонние  
инвестиции в  
инфраструктуру и  
развитие рынка?*

Оценка с  
премией

# Оценка воздействия рыночной среды

**11. Принцип конкуренции:** определяет влияние не только текущей, но и будущей конкуренции на доходность бизнеса.



*При оценке следует учитывать не только действующих ведущих конкурентов но и легкость проникновения на рынок, а также динамику позиций лидеров и их преследователей.*

Чем выше рентабельность в отрасли функционирования компании, тем выше вероятность того, что в нее устремится новый капитал. Появление новых конкурентов в будущем может сократить маржинальный доход собственника и, соответственно, снизить текущую стоимость бизнеса.

Защитой стоимости бизнеса в этом случае выступают лицензии и патенты, определяющие уровень барьеров для входа в отрасль.

# Оценка воздействия рыночной среды

**12. Принцип изменения стоимости** – оценочная стоимость бизнеса должна учитывать множество факторов внешней среды, не относящихся напрямую к получению дохода.

Среди таких факторов можно выделить:

- *риски изменения налоговой нагрузки;*
- *социальную значимость бизнеса;*
- *изменение политического вектора в экономической системе;*
- *территориальная позиция бизнеса, а также вектор и темпы развития этих территорий.*



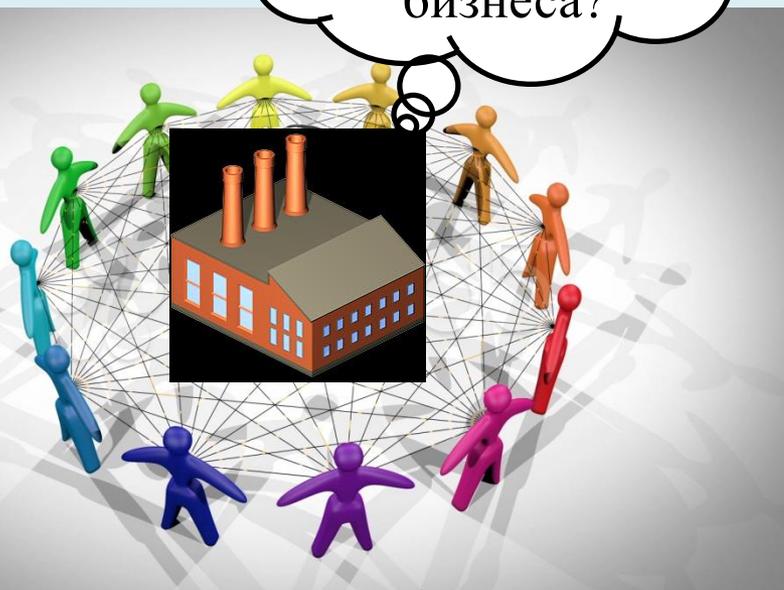
# Оценка воздействия рыночной среды

12. Принцип экономического разделения собственности – предполагает учет при оценке структуры собственности, уровня необходимого инвестированного капитала для обеспечения контроля над ней.

Кому  
принадлежат  
другие доли  
бизнеса?

*Оптимизация имущественных прав на собственность позволяет сформировать открытый для новых инвесторов бизнес, переложить часть рисков на миноритарных акционеров, за определенную плату, сохранив при этом контроль над основными денежными потоками.*

*В результате оптимизации структуры собственности, стоимость контрольного пакета будет выше, при эквивалентных затратах капитала.*



# Подходы к оценке бизнеса

Затратный подход	Сравнительный (аналоговый) подход	Доходный подход
<p style="text-align: center;"><b><math>PV = PS + PP</math></b></p> <p>где PV – оценочная стоимость компании;</p> <p>PS – стоимость неоперационных активов компании (земля, денежные активы и ценные бумаги);</p> <p>PP – стоимость воспроизводства имущественного комплекса компании с учетом амортизации.</p> <p style="text-align: center;"><i>Применим при отсутствии информации о продажах аналогичных имущественных комплексов, а также информации о будущих доходах</i></p>	<p style="text-align: center;"><b><math>PV = S + ADI</math></b></p> <p>где S – цена продажи сопоставимого имущественного комплекса на рынке;</p> <p>ADI – Суммарные корректировки к цене продажи, учитывающие количественные и качественные различия между характеристиками оцениваемого объекта и его аналогов, в денежном выражении.</p> <p style="text-align: center;"><i>Главным ограничителем использования этого метода является отсутствие информации о сделках с аналоговыми компаниями, чаще всего из-за неэффективности рыночной инфраструктуры</i></p>	<p style="text-align: center;"><b><math>PV = Y/R</math></b></p> <p>где Y – ожидаемый ежегодный денежный доход от владения компанией;</p> <p>R - Ставка капитализации доходов, учитывающая риски.</p> <p style="text-align: center;"><i>Применение метода ограничено стабильностью будущих доходов и обоснованностью их прогнозов</i></p>

# Затратный подход

Также может называться имущественным или балансовым.

Позволяет оценивать стоимость компании на основании финансовой отчетности через величину активов и обязательств компании на определенную дату.

Базовая формула затратного подхода:

$$\text{Собственный капитал} = \text{Активы} - \text{Обязательства}$$

*Для расчета стоимости компании необходима следующая информация:*

1. Бухгалтерская отчетность организации.
2. Данные аналитического и синтетического учета.
3. Данные о текущей рыночной стоимости материальных активов, финансовых вложений и нематериальных активов организации.
4. Данные о текущей величине долгосрочных и краткосрочных обязательств.
5. Иная информация о рыночной стоимости активов, обязательств, вещных и иных прав и обязанностей компании.

# Методы затратного подхода

- **Метод суммарных издержек** (очень слабо распространен) – оценка компании на основании документально подтвержденных затрат. Носит субъективный характер и учитывает экспертные оценки по технико-экономической значимости активов компании (технологии и их совершенство), морального старения с учетом фактического срока службы активов, рентабельности бизнес-активов. Также предполагает учет инфляции.
- **Метод чистых активов (NAV)** применяется для компаний, находящихся в состоянии прекращения деятельности репрофилирования или банкротства.

$$\text{Стоимость компании} = \frac{\text{Стоимость ее чистых активов, рассчитанных по рыночной оценке}}$$

Стоимость активов может рассматриваться как по бухгалтерскому подходу (остаточной), так и по рыночному подходу (стоимости воспроизводства или замещения)

- **Метод ликвидационной стоимости** - стоимость активов определяется с учетом ограниченности времени, отпущенного на их продажу, за вычетом затрат на эту продажу. Обязательства учитываются по рыночной стоимости.

Выделяют два направления в этом методе:

**Упорядоченная ликвидация**, когда есть покупатель на активы или есть время найти такого покупателя, а также активы компании не обременены залогами или арестом.

**Принудительная ликвидация**, когда время для реализации активов ограничено, продажа осуществляется через аукционы (часто голландского формата).

# Сравнительный подход

В основе лежит принцип замещения, не предполагающий за актив переплаты при наличии на рынке более дешевого аналога.

Данные о рыночной стоимости компаний могут браться с финансового рынка как в случаях реальной продажи бизнес-структур, так и в случаях торговли акциями компании или компаний аналогов, а также стоимостных условий слияний/поглощений/интеграции с др. компаниями.

**Выделяют следующие методы сравнительного подхода:**

- 1. Метод компании-аналога (рынка капитала)*
- 2. Метод сделок*
- 3. Метод отраслевых коэффициентов.*

**Метод компании-аналога** основывается на сравнении ценовых параметров сделок, заключаемых в отношении аналогичных компаний. В рамках этого метода ключевым элементом выступает анализ финансового положения компании и его сопоставление с финансовым состоянием компаний-аналогов.

При этом для расчета рыночной стоимости собственного капитала используются различные ценовые мультипликаторы.

Мультипликаторы	Особенности применения
P/S P/R (R-валовый доход)	Оценка компании основывается на продажах (выручке), что характеризует рыночную позицию компании, однако при сильном отклонении рентабельности оцениваемой компании от аналогов метод не эффективен. Имеется возможность сравнивать компании с отрицательными уровнями рентабельности. При расчете используется взаимосвязь (регрессионный анализ) с рентабельностью продаж компании.
P/D	Цена/дивиденды Ограниченная модель, т.к. публичных компаний со стабильными дивидендами в большинстве отраслей не много. Размер дивидендов в первую очередь зависит от стадии жизненного цикла и инвестиционной активности компании.
P/BV (P/BVE) При разложении = ROE*P/E	Цена/Собственный капитал Часто применяется при оценке финансовых организаций (банков). Коррелируется с рентабельностью собственного капитала
P/NAV	Цена/Чистые активы
P/E	Цена/прибыль, не применим из-за убытков, не учитывает капиталовложения
P/EBIT	Цена/Операционная прибыль
P/EBITDA	Цена/Прибыль от продаж и амортизация
P/Operating margin	Цена/доходность основных операций (маржинальный доход в операционной деятельности) используется, если данные по EBITDA не доступны, а показатель является ключевым при оценке бизнеса в отрасли
P/CF1	В отличие от P/E учитывает капиталовложения компании
P/CF2	Дополняет предшествующий метод, учитывая еще и источники финансирования капиталовложений
(P/S)/g ((P/E)/g)	Корректировка на темпы роста ключевого показателя в мультипликаторе (g) у компаний-газелей

- **Метод сделок**

Выступает как частный случай метода рынка капитала, при котором в качестве базы для сравнительного анализа используются рыночные цены в сделках с крупными пакетами (контрольные доли) в компаниях-аналогах, а также анализ цен приобретения всего бизнеса.

Корректировка оценки также проводится с учетом избыточности собственных средств, станového риска и неоперационных активов.

- **Метод отраслевых коэффициентов**

На основе практики продаж компаний какой-либо отрасли проводится привязка стоимости бизнеса к финансовому или экономическому показателю, который имеет с ней наибольшую корреляцию.

Так бухгалтерские компании, туристические и многие другие, оказывающие услуги, привязаны к годовой выручке; торговые организации – к месячной выручке или сумме чистого дохода и запасов, производственные компании – к сумме чистого дохода, запасов и запасов, банковских организаций – по балансовой стоимости собственного капитала и т. д. Оценка осуществляется приблизительно в рамках статистической «вилки» оценочных статистических расчетов

# Доходный подход

Опирается на допущение, что рациональный инвестор не заплатит за предприятие больше полученных в перспективе доходов. Поэтому задача сводится к прогнозированию деятельности компании на перспективу и определению величины доходов, приносимых собственным капиталом. При этом учитывается, будущие доходы очищаются от рисков путем дисконтирования.

## **Метод прямой капитализации доходов**

*Применяется при стабильном развитии компании, расчет – капитализация чистого дохода (либо чистая прибыль, либо свободный денежный поток) через формулу перпетуитета.*

## **Метод дисконтирования денежных потоков**

*Этот метод не предполагает использование модели перпетуитета, рассматривая динамичность рисков и доходов, а также разделение срока будущего существования компании на прогнозный и постпрогнозный периоды.*