

## Элементы оценки бизнеса



### Три подхода

- Доходный
- На основе активов (затратный)
- Сравнительный (рыночный)

На базе этих трех подходов существует множество методик.  
Следует всегда стараться использовать 2–3 методики из разных групп.

## Доходный подход

**«Компания стоит столько, сколько она принесет в будущем своим владельцам».**

(анализ дисконтированных доходов)

Это наиболее универсальный метод, он применим в любом инвестиционном проекте.



## Подход на основе активов

**«Компания стоит столько, сколько стоят ее активы»**

(анализ чистых активов)

Метод применим только для действующих предприятий, особенно для предприятий с низкой загрузкой мощностей



## Метод сравнения с аналогами

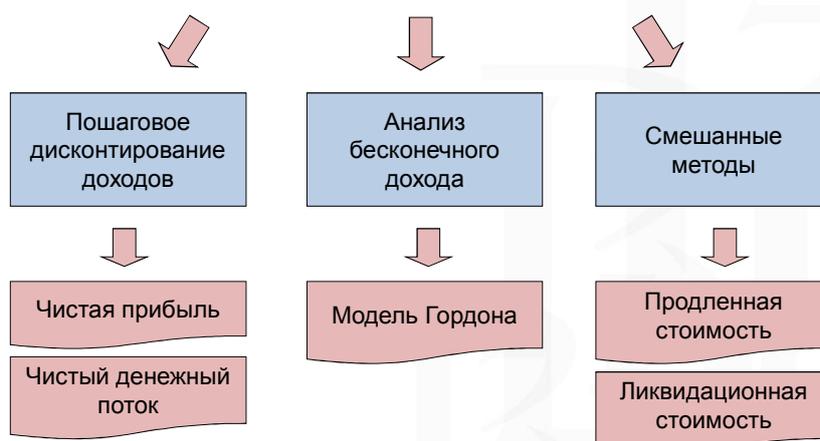
**Компания стоит столько, сколько стоит другая похожая компания**

(поиск сделок, аналогичных готовящейся)

Метод применим в тех случаях, когда можно найти такие аналоги.



## Доходный подход. Методы



## Пошаговое дисконтирование

- Простейший вариант – NPV (это пересечение анализа инвестиционных проектов и оценки бизнеса)
- В некоторых случаях допустимо дисконтировать не NCF, а чистую прибыль (для крупных предприятий)
- ! Надо определяться с периодом прогноза, что при расчете стоимости компании не всегда легко, чаще оправданным является бесконечный период.



## Анализ бесконечного дохода

### Модель Гордона:

$$\lim_{N \rightarrow \infty} \sum_{n=0}^N D \frac{(1+g)^n}{(1+d)^n} = D \frac{1+g}{d-g} \rightarrow \frac{D'}{d-g},$$

где  $d$  — ставка дисконтирования,  
 $g$  — темпы роста, как правило, равные темпам инфляции  
 $D'$  — NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes, посленалоговая операционная прибыль), либо FCF



## Анализ бесконечного дохода

Простейший вариант (формула Гордона, модель постоянного роста):

$$\begin{aligned} \text{Цена} &= \text{Дивиденды} / (r - g) = \\ &= \text{Прибыль} \times (1 - K_{\text{реф}}) / (r - g) \end{aligned}$$

$r$  – ставка дисконтирования

$g$  – темпы роста прибыли

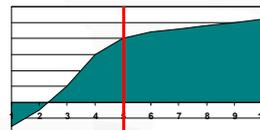
$K_{\text{реф}}$  – коэффициент реинвестирования прибыли



## Комплексные методы

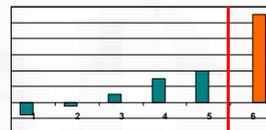
- Продленная стоимость стоимость проекта в постпрогнозный период

- NPV для прогнозного периода + модель Гордона для постпрогнозного периода



- Терминальная стоимость

- NPV для прогнозного периода + стоимость чистых активов на момент завершения проекта



## Оценка бизнеса: задача

- ❑ Промышленное предприятие намерено построить складской комплекс (не для своих нужд, а с целью диверсификации бизнеса). Для строительства комплекса необходимо потратить 100 млн руб. Ожидаемый срок использования – 20 лет.
- ❑ Ежегодный доход от проекта составит 20 млн руб., суммарные затраты на обслуживание – 2 млн руб.
- ❑ Данные о предприятии:
  - Оборот: 3000 млн руб.
  - Прибыль: 50 млн руб.
  - Собственный капитал: 250 млн руб.
  - Заемный капитал: 250 млн руб. (средняя ставка: 11,25%)
- ❑ Реальная ставка дисконтирования — 18%



12

## Оценка бизнеса: решение

---

---

---

---



## Доходные методы: преимущества и недостатки

- + Самое точное отражение сути процесса оценки бизнеса
- + Доступен всегда
- Трудно доказать
- Учитывает только те факторы, которые мы включили в модель



## Оценка на основе активов

**Компания стоит столько, сколько стоят ее активы**

- Простейший вариант – собственный капитал компании (чистые активы)
- Требуется переоценка баланса
- Работает только для действующих производств, требующих больших вложений в основные средства
- Теряет много составляющих стоимости



## Переоценка баланса

- Рыночная стоимость активов
- Переоценка оборотного капитала
  - *дебиторская задолженность*
  - *кредиторская задолженность*
  - *запасы*
- Неучтенные обязательства
- Неучтенные активы



## Затратные методы: преимущества и недостатки

- + Опирается на документы → легче доказать свои выводы
- + Понятен для непрофессионалов
- Непригоден для нового бизнеса
- Теряет много составляющих стоимости



## Сравнение с другими

**Компания стоит столько же, сколько платят за аналогичные компании, с поправкой на масштабы.**

- ❑ Как выбрать компанию для сравнения?
- ❑ По какому критерию сравнивать масштабы?
- ❑ Где взять данные о стоимости других компаний?



## Сравнение с другими

«Аналогичная компания»:

- ❑ та же отрасль
- ❑ тот же (такой же) регион
- ❑ такой же набор продуктов



## Сравнение с другими

Критерий сравнения компаний:

- ❑ **P/E = Цена / Прибыль**

Важно: что такое прибыль у нас и у компании-аналога?

- ❑ **P/S = Цена / Объем продаж**

Упускаем разное «качество» (рентабельность) продаж, но меньше зависим от учетных особенностей.

Вариант: Цена / Поступления от продаж

Другие критерии сравнения:

- ❑ Запасы природных ресурсов
- ❑ Число абонентов (подписчиков)
- ❑ Площади помещений



## Сравнение с другими

**Источники информации:**

- ❑ открытые компании
- ❑ пресса
- ❑ инсайдерская информация (только для ограниченного применения)
- ❑ базы предложений о продаже/покупке бизнеса



## Рыночные методы: преимущества и недостатки

- + Отражает влияние всех, в том числе и неизвестных нам факторов
- + Оценка косвенно подкреплена деньгами, выплаченными за аналоги
- Трудно выбрать аналоги и обосновать этот выбор
- Влияние краткосрочных тенденций



## Задача

- Период прогнозирования проекта 5 лет, номинальная ставка дисконтирования – 22%. Расчет ведется в постоянных ценах. Прогноз инфляции – 12% в год. Если NPV проекта на расчетном периоде составил 0, а NOPLAT 6 года ожидается на уровне 500 тыс.руб.
- Чему будет равно NPV проекта с учетом продленной стоимости?

---

---

---



## Задача

- Оценивается проект создания бизнес центра. Общая сумма инвестиций — \$12 млн, срок рассмотрения проекта 5 лет, инвестиционная фаза — 1 год, ежегодный чистый доход составит \$3 млн. По прогнозам специалистов рыночная стоимость здания через пять лет составит \$25 млн. Проект будет финансироваться из собственных средств, требуемая норма доходности 15%
- Рассчитайте NPV проекта для собственника

---

---

---

