

АТТЕСТАЦИОННАЯ РАБОТА
по программе профессиональной переподготовки
«Оценка собственности: Оценка стоимости предприятия (бизнеса)»

Тема:

«Использование оценочных мультипликаторов в оценке бизнеса»

К защите:

Ректор: _____
(подпись)

Выполнил: слушатель группы

(подпись)

Принял: _____
(подпись)

Москва, 2020 г.

Содержание

Введение.....	3
Предпосылки использования оценочных мультипликаторов в рамках сравнительного подхода.....	6
Понятие и классификация оценочных мультипликаторов.....	14
Финансовые мультипликаторы.....	17
Натуральные мультипликаторы.....	27
Моментные и интервальные мультипликаторы.....	29
Выбор и расчет мультипликаторов при оценке пакетов акций.....	32
Формирование базы предприятий-аналогов.....	38
Выбор и расчет оценочных мультипликаторов.....	43
Заключение.....	55
Список литературы.....	59

Введение

Для нашей страны сегодня характерно большое количество экономических проблем, присущих развивающемуся в направлении развитого рынка государству. Многие из них обозначаются весьма нестандартно, своеобразно. В первую очередь это относится к проблеме оценки бизнеса. В сложные нестабильные времена особое значение придается современному пониманию профессионализма, требуемого для рационального управления как небольшим предприятием, так огромными корпорациями. Весомая роль принадлежит оценке бизнеса. Часто отмечается необходимость применять оценку стоимости для последующего принятия более оптимизированных решений проблем.

С развитием рыночной экономики в России появилась свобода распоряжения своими средствами и возможность вложить их в бизнес, купить и продать его, то есть бизнес стал товаром. Оценка стоимости необходима во многих ситуациях: при акционировании, реорганизации, развитии предприятий, использовании ипотечного кредитования, участии на фондовом рынке. К тому же, повышение стоимости предприятия – один из показателей роста доходов его собственников и, соответственно, периодическое определение стоимости бизнеса можно использовать для оценки эффективности управления компанией. Этим обусловлена актуальность темы настоящей дипломной работы.

Основная цель - выработать своеобразное стоимостное мышление, где каждое решение должно быть со всех сторон осмыслено с точки зрения того, повышает ли исполнение этого решения стоимость компании. В странах, где фондовый рынок хорошо развит, рыночная стоимость компании определяется реально. В России пока это не так. Но в основе объективной рыночной оценки стоимости бизнеса всегда лежат серьезные прогнозы, расчеты денежных потоков будущих периодов. Естественно, что сегодня в России реальные предположения о предстоящем достаточно

туманны. К тому же в нашей стране нередко еще ставят знак равенства между стоимостью компании и стоимостью ее материальных активов. Отметим, что введение в практику оценки стоимости компании в России по-новому ориентирует бизнес. Зачастую компании развиваются по интуитивно определенным стратегиям и не увязывают свои цели с последующим изменением стоимости бизнеса. Нечасто оценка стоимости используется как универсальный показатель эффективности любых стратегий развития бизнеса.

Данные анализа показывают, что фондовый рынок реагирует по-разному на факторы роста стоимости. Он, прежде всего, опирается на факторы долгосрочные, обеспечивающие большие денежные потоки на довольно длительном временном отрезке. Фондовый рынок смотрит, например, с оптимизмом на появление компаний в сфере биотехнологий и других «новых» отраслей, учитывая их благоприятную, долгосрочную перспективу. Следовательно, рынок ориентируется не только на текущую прибыльность акций.

Рынок побуждает компании не нарушать определенный баланс между будущей доходностью компании и текущей. При слиянии предприятий стоимость компании-поглотителя не всегда будет возрастать. Необходим не только детальный анализ, но и ответственное планирование процесса интеграции компаний после слияния.

Даже, в случае, если не требуется реорганизация компании, ее акционирование, продажа или покупка, тем не менее, периодически оценку необходимо проводить для диагностики компании (бизнеса) и корректировки вектора ее развития.

В процессе оценки бизнеса выявляются все возможные подходы к управлению компанией и определяют, какой из них обеспечит наибольшую эффективность, что в последствии обеспечит и более высокую рыночную стоимость.

Основными факторами, определяющими рыночную стоимость компании, являются: настоящая и будущая прибыль, время получения доходов, затраты на создание подобного предприятия, соотношение спроса и предложения на аналогичные объекты, риск получения доходов, степень контроля над бизнесом и ликвидность активов. Значительную роль при оценке имеют нематериальные активы предприятия (фирменное имя, знаки, патенты, технологии, маркетинговая система и другое).

Таким образом, в условиях рыночной экономики профессия оценщика является все более востребованной, а знания в области управления и формирования стоимости важны и для управленца, и для финансового менеджера, и для специалиста в области инвестиций и кредитования и в других областях.

Цель настоящей аттестационной работы заключается в рассмотрении оценочных мультипликаторов и особенности определения рыночной стоимости собственного капитала компании в рамках сравнительного подхода оценки стоимости предприятия (бизнеса). Основными задачами работы являются:

Характеристика сравнительного подхода к оценке бизнеса.

Изучение основ использования и методов применения мультипликаторов в оценочной деятельности.

В работе отражены основные ценовые мультипликаторы, получившие широкое применение в практике оценочной деятельности, а также условия применения различных мультипликаторов для оценки рыночной стоимости предприятия (бизнеса).

Работа состоит из введения, двух глав, заключения и списка литературы.

Предпосылки использования оценочных мультипликаторов в рамках сравнительного подхода

В соответствии с Федеральным законом «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29.07.1998 г. № 135-ФЗ под оценочной деятельностью понимается профессиональная деятельность субъектов оценочной деятельности, направленная на установление в отношении объектов оценки рыночной, кадастровой, ликвидационной, инвестиционной или иной предусмотренной федеральными стандартами оценки стоимости¹.

В оценочной деятельности стоимость объекта оценки устанавливается с применением трех основных подходов: доходного, сравнительного и затратного.

Сравнительный подход представляет собой совокупность методов оценки, основанных на получении стоимости объекта оценки путем сравнения оцениваемого объекта с объектами-аналогами².

Данный подход основан на принципе замещения, в основе которого лежит суждение, что разумный инвестор не заплатит за объект оценки больше минимальной цены, взимаемой за аналогичные объекты с эквивалентной полезностью.

Сравнительный подход предполагает использование в оценочной деятельности трех основных методов: рынка капитала, сделок и отраслевых коэффициентов. Основное преимущество сравнительного подхода состоит в том, что он основан на реальных рыночных данных, отражающих сложившееся соотношение спроса и предложения, а также в

¹ Федеральный закон РФ от 29 июля 1998г. №135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»

² Федеральный стандарт оценки Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО N 1) (утв. приказом Минэкономразвития РФ от 20 июля 2007 г. N 256)

том, что он учитывает множество различных особенностей объекта оценки, в том числе их доходность.:

- метод рынка капитала (метод компании-аналога) – основан на использовании цен, сформированных открытым фондовым рынком. Базой для сравнения служит цена одной акции акционерных обществ открытого типа. Применяется для оценки неконтрольного (миноритарного) пакета акций;

- метод сделок (метод продаж) – для сравнения используются данные по продажам контрольных пакетов акций компаний либо предприятий целиком. Следовательно, данный метод применяется для оценки контрольного (мажоритарного) пакета акций или 100%-го капитала;

- метод отраслевых коэффициентов (метод отраслевых соотношений) – основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой и определенными финансовыми параметрами. Расчет отраслевых коэффициентов осуществляется на основе длительных статистических наблюдений за соотношением между ценой собственного капитала предприятия и его важнейшими производственно-финансовыми показателями.

В нашей стране широкое распространение получили два метода сравнительного подхода: метод рынка капитала и метод сделок.

Основными этапами оценки предприятия сравнительным подходом посредством сравнения с аналогичными объектами являются:

1. сбор необходимой информации;
2. отбор сопоставимых компаний;
3. финансовый анализ;
4. выбор и расчет ценовых мультипликаторов;
5. выбор величины мультипликатора, которую целесообразно применить к оцениваемой компании;

6.определение итоговой величины стоимости;

7.внесение итоговых корректировок.

Сбор необходимой информации

Оценка бизнеса сравнительным подходом основана на использовании двух типов информации:

-рыночной (ценовой) информации, включающей данные о фактических ценах купли-продажи акций аналогичных компаний, а также данные о количестве акций в обращении;

-финансовой информации, представленной бухгалтерской (финансовой) отчетностью, а также дополнительными сведениями, перечень которых устанавливается оценщиком в зависимости от конкретных условий оценки.

Процесс отбора сопоставимых компаний

Изначально оценщиком определяется максимально возможное число компаний, сходных с оцениваемой, сделки по которым совершались в предыдущий оцениваемому период (преимущественно год). В последующем учитывают дополнительные факторы, позволяющие сократить первоначальный круг претендентов на аналогичные.

Сравнительный подход дает наиболее точные результаты, если существует активный рынок аналогичных объектов собственности. Аналог объекта оценки – это сходный по основным экономическим, материальным, техническим и другим характеристикам другой объект, цена которого (стоимость акций) известна из сделки, состоявшейся на сходных условиях. Точность оценки зависит от качества собранных

данных, включающих физические характеристики, время продажи, местоположение, условия продажи и финансирования³.

В перечень основных критериев отбора компаний, аналогичных оцениваемой компании, входит:

Отраслевое сходство:

- уровень диверсификации производства;
- возможность перепрофилирования производства и заменимость производимых продуктов;
- зависимость результатов деятельности от одних и тех же экономических факторов;
- стадия экономического развития оцениваемой компании и аналогов;

Размер:

- степень капитализации компании;
- численность персонала;
- объем реализованной продукции и услуг;
- объем прибыли;
- число филиалов;
- географическая диверсификация;
- количественные скидки;
- ценовые различия по сходным товарам;

Перспективы роста:

- общий уровень инфляции;
- перспективы роста отрасли в целом и индивидуальные возможности развития конкретной фирмы в рамках отрасли;
- динамика доли предприятия на рынке;

Финансовый риск:

³ Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А.Федотовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2008.

-структура капитала или соотношение собственных и заемных средств;

-уровень ликвидности или возможности оплачивать текущие обязательства текущими активами;

-кредитоспособность компании, или ее способность привлекать заемные средства на выгодных условиях;

Качество менеджмента:

-качество отчетной документации;

-возрастной состав, уровень образования, опыт, зарплата управленческого персонала;

-место компании на рынке.

На основе анализа критериев оценщик может сделать вывод о сопоставимости компании-аналога с оцениваемой компанией по ряду характеристик и возможности ее использования для расчета мультипликаторов⁴.

Итоговый список, составленный оценщиком в процессе отбора сопоставимых компаний, должен включать не менее трех аналогов.

Финансовый анализ

Финансовый анализ считается важнейшим компонентом определения сопоставимости аналогичных компаний с оцениваемым предприятием. На данном этапе эксперт анализирует бухгалтерские балансы, отчеты о финансовых результатах компаний, дополнительную информацию, рассчитывает финансовые коэффициенты.

Финансовый анализ объектов-аналогов осуществляют традиционными приемами и методами. Отбор и расчет оценочных факторов производят, имея в виду, что сходные предприятия могут быть

⁴ Баканов М.И., Шеремет А.Д. Теория экономического анализа: Учебник. - 4-е изд., доп. и перераб. - М.: Финансы и статистика, 2007. - 416с.

охарактеризованы одними и теми же качественными финансовыми показателями, такими как: прибыль, величина денежного потока, выручка от реализации, стоимость активов, уровень дивидендов и многими другими⁵.

По результатам финансового анализа составляется сводная таблица, содержащая наиболее важные финансовые коэффициенты, рассчитанные по оцениваемой компании и полному списку аналогов, а именно:

- доля чистой прибыли в выручке от реализации;
- доля собственного капитала в суммарных источниках финансирования фирмы;
- коэффициенты ликвидности;
- коэффициенты оборачиваемости активов.

Выбор величины мультипликатора, которую целесообразно применить к оцениваемой компании

Ценовой мультипликатор есть соотношение между рыночной ценой предприятия и каким-либо его показателем, характеризующим результаты производственной и финансовой деятельности. В качестве таких показателей можно использовать не только прибыль, но и денежный поток, дивидендные выплаты, выручку от реализации и др.

Широко распространены следующие виды мультипликаторов:

- стоимость компании/прибыль;
- стоимость компании/денежный поток;
- стоимость компании/рыночная стоимость активов.

В зависимости от того, какая информация о предприятиях-аналогах доступна, могут быть использованы и другие мультипликаторы⁶.

⁵ Богатин Ю.В., Швандар В.А. Оценка эффективности бизнеса и инвестиций: Учеб. пособие для вузов по экон. спец. - М.: ЮНИТИ; ФИНАНСЫ, 2009. - 254с

⁶ Бусов В.И. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). Учебник.2-е издание / В.И.Бусов, О.А.Землянский. М: Юрайт, 2017. 359 с.

При расчете стоимости компании рекомендуется пользоваться несколькими мультипликаторами, заранее рассчитав для каждого степень достоверности (весомость).

Поскольку одинаковых предприятий не существует, то диапазон величины одного и того же мультипликатора по разным предприятиям аналогам может быть достаточно большим. Для оценки рассчитывается средневзвешенное значение мультипликатора. При расчете наибольший удельный вес придается мультипликаторам тех предприятий, финансовое положение которых наиболее близко к положению объекта оценки. Достоверность того или иного мультипликатора определяется экспертным методом.

Определение итоговой величины стоимости

Сравнительный подход оперирует рыночной ценовой информацией и величиной дохода, достигнутого сходной фирмой. Для получения рыночной стоимости собственного капитала необходимо умножить расчетную величину ценового мультипликатора на аналогичный финансовый показатель оцениваемой компании:

$$C_{СК} = M * ФП,$$

где $C_{СК}$ – рыночная стоимость собственного капитала;

M – оценочный мультипликатор;

$ФП$ – финансовый показатель объекта оценки.

Сравнительный подход дает право оценщику использовать максимальное число всех возможных видов мультипликаторов, следовательно, в процессе оценки будет получено столько же вариантов стоимости. Наиболее объективным приемом определения итоговой величины рыночной стоимости является метод взвешивания. Оценщик в зависимости от конкретных условий, целей и объекта оценки, степени доверия к той или иной информации придает каждому мультипликатору и,

соответственно, варианту стоимости свой вес. На основе такого взвешивания получается итоговая величина стоимости, которая может быть взята за основу для проведения последующих корректировок.

Внесение итоговых корректировок

Итоговая величина стоимости, полученная в результате применения всей совокупности ценовых мультипликаторов, должна быть откорректирована в соответствии с конкретными условиями оценки бизнеса. Наиболее типичными являются следующие поправки:

- портфельная скидка представляется при наличии не привлекательного для покупателя характера диверсификации активов;
- при определении окончательного варианта стоимости необходимо учесть имеющиеся нефункционирующие активы, например, непромышленного назначения;
- если в процессе финансового анализа выявлена либо недостаточность собственного оборотного капитала, либо экстренная потребность в капитальных вложениях, полученную величину необходимо вычесть;
- скидка на низкую ликвидность.

В условиях российского рынка для оценки объектов сравнительным подходом получение информации, нужной для оценки объекта осложняется закрытостью рынка.

Понятие и классификация оценочных мультипликаторов

Для определения рыночной стоимости собственного капитала компании в рамках сравнительного подхода основным инструментом выступают оценочные мультипликаторы.

Оценочный мультипликатор представляет собой коэффициент, который показывает соотношение между рыночной ценой предприятия и его финансовой базой, в качестве которой могут быть использованы различные показатели финансовых результатов (выручки от реализации продукции, показатели прибыли), движения денежных средств (показатели денежного потока), балансовые показатели (балансовая стоимость совокупных активов или чистых активов).

В качестве числителя мультипликатора в оценке бизнеса, как правило, выступает цена: в методе сделок – цена сделки на рынке слияний-поглощений аналогичных компаний; в методе рынка капитала – цены купли-продажи миноритарных пакетов акций на фондовом рынке. При этом в расчет обычно принимаются цены, максимально приближенные к дате оценки.

С точки зрения структуры капитала, числитель может быть выражен одним из следующих двух показателей:

- стоимостью собственного капитала, которая на фондовом рынке представлена в виде рыночной капитализации компании (MC — market capitalisation);
- стоимостью всего инвестированного капитала (EV — Enterprise Value) как суммы рыночной капитализации компании (MC) и рыночной стоимости ее долгосрочной задолженности.

За рубежом под стоимостью предприятия понимается стоимость его инвестированного капитала, тогда как в нашей стране стоимость предприятия соответствует стоимости его собственного капитала.

При этом мультипликаторы по инвестированному капиталу применяются при наличии существенных различий в структуре капитала – либо по компаниям-аналогам, либо между оцениваемой компанией и компаниями-аналогами. В остальных случаях применяют мультипликаторы собственного капитала.

Обозначения и названия оценочных мультипликаторов (Таблица 1)

Таблица 1.

Английская аббревиатура	Зарубежный термин	Российское название
BV	Book value	Балансовая стоимость
DIV	Dividends	Дивиденды
E	Earnings	Чистая прибыль
EBIT	Earnings before interest and tax	Прибыль до уплаты процентов и налогов
EBITDA	Earnings before interest, tax and depreciation	Прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации
EV	Enterprise value	Стоимость бизнеса
P	Price	Цена
S	Sales	Выручка
CF	Cash flow	Денежный поток
P/BV	Price/ Book value	Цена/ Балансовая стоимость чистых активов
P/ DIV	Price/ Dividends	Цена/ Дивиденды
P/ E	Price/ Earnings	Цена/ Чистая прибыль
EV/ BVA	Enterprise value/ Book value of assets	Стоимость бизнеса/ Балансовая стоимость активов
EV/ EBIT	Enterprise value/ Earnings before interest and tax	Стоимость бизнеса/ Прибыль до уплаты процентов и налогов
EV/ EBITDA	Enterprise value/Earnings before interest, tax and depreciation	Стоимость бизнеса/ Прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации
EV/ S	Enterprise value/ Sales	Стоимость бизнеса/ Выручка
P/ S	Price/ Sales	Цена/ Выручка
P/CF	Price/ Cash flow	Цена/ Денежный поток

Один из основных вопросов, касающихся мультипликаторов, состоит в изучении, насколько согласованно определены числитель и знаменатель относительно друг друга.

С учетом различных видов знаменателей выделяют следующие варианты классификации мультипликаторов:

- финансовые и натуральные мультипликаторы;
- моментные и интервальные;

Финансовые мультипликаторы также подразделяют на балансовые и доходные.

В основе указанных классификаций мультипликаторов лежит отличие в расчете знаменателя.

Финансовые мультипликаторы в знаменателе имеют показатели, формирующиеся в финансовой отчетности организации и имеющие стоимостное выражение.

Натуральные мультипликаторы в знаменателе имеют количественные показатели деятельности компании в натуральных единицах измерения (мощность, объем произведенной продукции в натуральных единицах и другие в зависимости от отрасли).

Финансовые показатели оценочного мультипликатора являются, по сути, измерителями, отражающими финансовые результаты деятельности предприятия или состояние его капитала или имущества (активов). В этой связи финансовые мультипликаторы делят на так называемые доходные, где в знаменателе прибыль, денежный поток, дивидендные выплаты, выручка от продаж и другие; и балансовые, к которым можно отнести стоимость активов, балансовую стоимость собственного капитала (чистые активы) и другие.

Финансовые мультипликаторы

Среди финансовых доходных мультипликаторов наиболее часто используются такие показатели:

- 1) P/S или EV/S (рыночная цена акций/выручка или стоимость компании/выручка);
- 2) P/E (рыночная цена акций/чистая прибыль);
- 3) P/CF (рыночная цена акций/денежный поток);
- 4) P/DIV (рыночная цена акций/дивиденды);
- 5) EV/EBITDA (стоимость компании/прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации).

Из указанного перечня видно, что числитель мультипликатора не везде одинаков. В одних мультипликаторах в числителе используется значение рыночной цены акций компании (или рыночной капитализации компании, P), в других – стоимость всего инвестированного капитала (или полная стоимость компании (бизнеса), EV), рассчитываемая как рыночная капитализация компании + рыночная стоимость долгосрочных обязательств – наиболее ликвидные активы (денежные средства и ликвидные ценные бумаги).

При формировании мультипликатора необходимо учитывать соответствие числителя знаменателю. Если в числителе используется цена акций, то в знаменателе указываются показатели, отражающие доходы акционеров или капитал, приходящийся на их долю. Если в числителе указана стоимость компании, то в знаменателе должны быть показатели, отражающие доходы, денежные потоки от всего инвестированного капитала (бизнеса) или учитывающие все активы компании.

Мультипликаторы, в числителе которых используется рыночная цена акций (P), применяются аналитиками значительно чаще мультипликаторов на основе стоимости компаний (EV), так как их (с EV в числителе) расчет

требует дополнительных усилий по сбору и обработке информации о долгосрочных обязательствах и свободных денежных средствах оцениваемой компании и ее аналогов, необходимой для расчета EV. Для расчета мультипликаторов на основе рыночной цены акций (P) достаточно только сведений о рыночной цене и количестве акций оцениваемой компании и ее аналогов.

Однако более простой способ расчета мультипликаторов на основе рыночной цены акций (P) иногда негативно отражается на их качестве. Адекватная оценка на основе использования мультипликаторов такого вида будет иметь место только в том случае, если компании-аналоги имеют приблизительно одинаковое соотношение собственных и заемных средств в структуре капитала, либо различия в структуре инвестированного капитала учитываются в показателе, лежащем в основе мультипликатора. Иначе, особенно если соотношение собственных и заемных средств оцениваемой компании существенно отличается от среднего по аналогам, существует высокая вероятность получить оценки, смещенные в ту или иную сторону. Использование мультипликаторов на основе стоимости компаний (EV) в значительной степени позволяет устранить этот недостаток, что компенсирует большие трудозатраты на расчет мультипликаторов этого вида.

Например, при наличии различий в структуре капитала оцениваемой компании и аналогов можно их учесть путем перехода от стоимости компании к стоимости ее акций:

$$V_A = (EV_B / EBITDA_B) * EBITDA_A - ND_A,$$

где V_A – стоимость акций оцениваемой компании;

$EV_B / EBITDA_B$ – мультипликатор стоимость компании/прибыль до выплаты процентов налогов и амортизации компании-аналога;

$EBITDA_A$ – прибыль до выплаты процентов налогов и амортизации оцениваемой компании;

ND_A – чистая стоимость долгосрочного долга оцениваемой организации.

Достоинства, недостатки и особенности применения финансовых доходных мультипликаторов:

1. Мультипликаторы выручки («цена / выручка» P/S, «стоимость бизнеса / выручка» EV/S) характеризуются широкими возможностями применения:

- их можно рассчитать практически для любого действующего предприятия - выручка от реализации, в отличие от прибыли, не может быть отрицательной;

- волатильность выручки гораздо ниже, чем прибыли, и она меньше подвержена влиянию случайных факторов конкретного года;

- чем «ближе» финансовый показатель к чистой прибыли и чем «дальше» он от выручки, тем сильнее на него влияют применявшиеся компанией методы бухгалтерского учета. С этой точки зрения выручка – это практически единственный показатель, по которому можно сравнивать различные компании, в том числе и те, что пользуются различными системами налогообложения;

- информация о величине выручки является обычно наиболее доступной по сравнению с другими показателями, которые используются в качестве знаменателей мультипликаторов. Например, в случае оценки дочернего предприятия публичной компании в годовом отчете материнской компании, скорее всего, будут представлены данные по выручке дочерних предприятий, а не по их прибыли, величине активов и т.д. То же касается и непубличных сделок по слияниям и поглощениям, стороны которых чаще всего раскрывают выручку поглощенной компании, чем ее прибыль.

Но, эти достоинства мультипликатора P/S (EV/S) являются обратной стороной его недостатков. Стоимость того или иного актива может

определяться той прибылью, которую она приносит инвестору; с этих позиций общий объем продаж — лишь один из факторов, влияющих на прибыль. Компании с одинаковыми продажами могут иметь совершенно разную рентабельность продаж, соответственно, они могут стоять по-разному.

Мультипликатор «рыночная цена акций/выручка» применяется чаще, но мультипликатор «стоимость компании/выручка» — более правильный с точки зрения теории конструирования мультипликаторов.

Согласно финансовой теории, мультипликатор «стоимость компании/выручка» (Enterprise value/ Sales) (EV/S) считается более корректным — поскольку выручка от реализации продукции (работ, услуг) компании служит источником доходов как для акционеров, так и для кредиторов, а также источником уплаты налогов.

2. Мультипликатор «цена/чистая прибыль» (P/E) является самым распространенным, и в этом его достоинство. Однако он является довольно неустойчивым. Недостатки его применения могут рассматриваться как зеркальное отображение достоинств мультипликатора «цена/ выручка»:

- мультипликатор «цена/чистая прибыль» гораздо чаще (по сравнению с другими мультипликаторами) не может быть рассчитан, поскольку чистая прибыль бывает отрицательной чаще, чем прибыль до выплаты процентов и налогов или прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации. Проблемой является и то, что по компаниям-аналогам, которые получили очень маленькую прибыль, P/E значительно возрастает, и его нельзя использовать в качестве ориентира для сравнительного анализа;

- чистая прибыль подвержена большим случайным колебаниям, что вносит погрешность в оценку по рассматриваемому

мультипликатору. Этот недостаток имеет важное значение для предприятий циклических отраслей;

- при расчетах чистой прибыли учитываются, в частности, единовременные доходы и расходы (например, доходы от продажи части имущества, убытки от списаний и т.п.), которые носят разовый характер, не являются типичными для нормально функционирующего предприятия и не должны приниматься во внимание при оценке компании;

- величина мультипликатора «цена/ чистая прибыль» сильно зависит от доли долга в структуре капитала компании, поскольку проценты за пользование заемными средствами входят в состав расходов и влияют на размер чистой прибыли. В результате данный мультипликатор игнорирует различия между компаниями с высокой и низкой долей долга в совокупном капитале компании.

3. Мультипликатор «рыночная цена акций/денежный поток» (P/CF).

Значительное место в оценке бизнеса занято мультипликаторами денежного потока, поскольку для инвесторов часто больший интерес представляют не бухгалтерские доходы компании, а ее денежные потоки. В сравнительном подходе к оценке применяются валовые денежные потоки, рассчитываемые путем прибавления начисленных за период амортизационных отчислений к любому показателю прибыли за тот же период.

Так, в мультипликаторе «цена/ денежный поток» (Price/ Cash Flow; P/CF) знаменатель рассчитывается путем прибавления амортизационных отчислений к чистой прибыли. Данный вид мультипликатора может также называться «цена/денежная прибыль» (Price/CashEarnings; P/CE).

В мультипликаторе «цена/ денежный поток до налогообложения» знаменатель рассчитывается путем суммирования прибыли до налогообложения и амортизационных отчислений.

В зарубежной практике оценки бизнеса широкое распространение получили следующие виды мультипликаторов денежного потока:

- «цена/ чистый денежный поток от операционной деятельности» (Price/ Free operating cash flow) (P/FOCF). при этом Чистый денежный поток по операционной деятельности = прибыль до уплаты процентов и налогов + амортизация – увеличение оборотного капитала;

- «цена/ чистый денежный поток компании» (Price/Free cash flow to the firm) (P/FCFF). Чистый денежный поток компании = чистый денежный поток по операционной деятельности — капиталовложения;

- «цена/ чистый денежный поток акционеров» (Price/Free cash flow to equity) (P/FCFE). Чистый денежный поток акционеров = чистый денежный поток компании +/- изменение основной суммы долга – проценты за пользование заемными средствами.

За рубежом в сравнительном подходе используются чистые денежные потоки, область применения которых в российской практике ограничена методом дисконтированных денежных потоков. Это обусловлено различием в форматах представления бухгалтерской отчетности и отчетности эмитентов на рынке ценных бумаг: в РФ возможности расчета чистых денежных потоков по компаниям-аналогам, как правило, очень ограничены.

В любом случае мультипликаторы, рассчитанные на базе показателей денежного потока, устраняют одно из главных «искажений» мультипликаторов, рассчитанных на базе показателей прибыли, вызванных влиянием методов начисления амортизации на расчет прибыли.

4. Мультипликатор «рыночная цена акций/дивиденды» (P/DIV) используется для оценки организаций, находящихся на стадии насыщения (зрелых компаний), стабильно выплачивающих дивиденды. Основная критика данного мультипликатора сводится к тому, что доходы владельца

акций формируются не только за счет дивидендных выплат, но и благодаря росту их курсовой стоимости.

Чем выше текущие дивиденды, тем меньше средств остается для финансирования инвестиционных проектов, и тем медленнее будет расти прибыль и дивиденды в будущем и наоборот; т.е. высокие дивиденды текущего года не обязательно должны означать более высокую оценку акций. В среднем на длительном временном интервале зрелая компания выплачивает в виде дивидендов в достаточной степени фиксированную доли чистой прибыли; соответственно, усредненные дивидендные выплаты могут быть использованы для расчета стоимости компании.

Соответственно, использование мультипликатора «цена/дивиденды» представляется наиболее корректным для компаний, бизнес которых стабилен и, вместе с тем, стабильными являются и дивидендные выплаты. В российской практике указанные предпосылки применения мультипликатора «цена/ дивиденды» отмечаются крайне редко в отношении ограниченного количества компаний.

5. Мультипликатор «стоимость бизнеса/прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации» ($EV/EBITDA$) широко применяется не только в обычных, но и в специфических ситуациях, связанных с привлечением долгового финансирования.

Данный мультипликатор целесообразно также использовать для оценки компаний с невысокой эффективностью капиталовложений, поскольку мультипликатор дает представление о том, какие средства останутся в распоряжении компании при одновременном сокращении капиталовложений и кредитов с последующим сокращением процентных выплат.

С точки зрения отраслевой принадлежности, мультипликатор «стоимость бизнеса/прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации» обоснованно использовать при оценке предприятий

капиталоемких отраслей, где амортизация составляет существенную статью – таких, как сталелитейные компании, кабельное телевидение и тому подобное.

Рассмотрим порядок расчета и основные правила применения ценовых мультипликаторов «цена/выручка от продаж» и «стоимость компании/выручка от продаж».

Особенность применения мультипликатора «цена/выручка от продаж» заключается в том, что оценщик должен обязательно учитывать структуру капитала оцениваемой компании и аналогов. Если она существенно отличается, то мультипликатор лучше определяется при расчете на инвестированный капитал. Процедура оценки предприятий с различным соотношением собственных и заемных средств осуществляется следующим образом:

1. По компании-аналогу рассчитывается инвестированный капитал как сумма рыночной стоимости собственного капитала и чистых долгосрочных обязательств.

2. Рассчитывается мультипликатор как отношение инвестированного капитала к финансовой базе аналога.

3. По оцениваемому предприятию определяется величина инвестированного капитала: адекватная финансовая база оцениваемого предприятия умножается на величину мультипликатора.

4. Рассчитывается стоимость собственного капитала оцениваемого предприятия как разность инвестированного капитала и стоимости долгосрочных обязательств оцениваемой компании.

Среди финансовых балансовых мультипликаторов выделяют:

- 1) EV/BV (встречаются также обозначения EV/B , EV/BVA) (стоимость компании/балансовая стоимость активов);

2) P/BV (другие обозначения P/B, P/BVE) (рыночная цена акций/балансовая стоимость акционерного капитала или рыночная цена акций/балансовая стоимость чистых активов);

3) P/BE (рыночная цена акций/стоимость внеоборотных активов);

4) Q (Q Тобина) (рыночная цена акций/стоимость замещения чистых активов).

Достоинства, недостатки и особенности применения финансовых балансовых мультипликаторов:

1. Балансовые показатели (BV) не учитывают величину гудвилла в своем составе; являются балансовыми показателями, зависящими от способов ведения бухгалтерского учета; чистые активы могут быть отрицательной величиной.

2. К достоинствам мультипликаторов на основе балансовой стоимости активов можно отнести их большую стабильность и меньшую зависимость от текущих изменений экономической конъюнктуры по сравнению с чистой прибылью и применимость к организациям со значительными материальными активами.

3. Сравнение P/BV (Q) с единицей дает понимание перспектив использования активов организации: если $P/BV > 1$, то доходность активов превышает требуемую инвестором; если $P/BV < 1$ ($Q < 1$), то с доходностью обратная ситуация, и, видимо, активы лучше распродать, т.е. ликвидировать организацию.

Мультипликатор «стоимость компании/балансовая стоимость активов». Для расчета в качестве финансовой базы используется балансовая стоимость аналогичных компаний на дату оценки либо на последнюю отчетную дату. Этот мультипликатор относится к так называемым моментным показателям, поскольку используется

информация о состоянии на конкретную дату, а не за определенный отрезок времени.

Оптимальная сфера применения данного мультипликатора – оценка холдинговых компаний либо необходимость быстро реализовать крупный пакет акций. Финансовой базой для расчета являются чистые активы оцениваемой компании и компаний-аналогов. Причем за основу можно брать как балансовые отчеты компаний, так и величину чистых активов, полученную оценщиком расчетным путем.

Мультипликатор «цена/чистая стоимость активов». Его применяют в том случае, если соблюдаются следующие требования:

- оцениваемая компания имеет значительные вложения в собственность: недвижимость, ценные бумаги, газовое или нефтяное оборудование;
- основной деятельностью компании являются хранение, покупка и продажа такой собственности. Управленческий и рабочий персонал добавляет к продукции в этом случае незначительную стоимость.

При применении мультипликатора «цена/чистая стоимость активов» оценщику необходимо:

- проанализировать по аналогам и оцениваемой компании долю прибыли в выручке от реализации, так как решение о купле-продаже акций может вывести к искусственному росту прибыли в последний год;
- изучить по всему списку сравниваемых компаний структуру активов, используя различные признаки классификации, такие как виды активов, местоположение и так далее.;
- осуществить анализ чистых активов всех компаний, позволяющий определить наличие и долю в них акций, представляющих контрольные пакеты дочерних фирм;

- оценить ликвидность всех финансовых активов компании, так как соотношение доли акций, принадлежащих компаниям открытого и закрытого типов, является определяющим признаком сопоставимости.

Финансовые мультипликаторы являются универсальными, они могут применяться к организациям в любой отрасли, в отличие от натуральных. Мультипликаторы этой группы являются специфическими (специальными) для конкретной отрасли.

Натуральные мультипликаторы

Натуральные показатели применимы в конкретных отраслях или группах отраслей, поэтому их еще называют «специфическими для сектора». По смыслу они ближе всего к показателям «стоимость компании / выручка» и «стоимость компании / балансовая стоимость (чистых) активов», так как для конструирования натуральных показателей выбираются те факторы, которые являются определяющими для выручки или для размера активов.

Натуральные показатели, как правило, применимы для монопродуктовых компаний – прежде всего, сырьевых компаний, добывающих нефть, газ и др.; компаний, производящих продукцию низкого передела (металлы в слитках); компаний, экспортирующих лес, производящих электроэнергию; для оценки цементных заводов, птицефабрик, сахарных заводов и тому подобное.

Приведение разнородной продукции к единым натуральным единицам измерения может привести к большой погрешности из-за разницы в цене на разные виды продукции, различиях в качестве и структуре производимой продукции, когда, например, компания-аналог производит продукты с большей добавленной стоимостью, чем оцениваемая компания.

Среди натуральных показателей чаще других используются:

- 1) EV/capacity (стоимость компании/мощность);
- 2) EV/production (стоимость компании/производство).

Но существует также целый ряд натуральных показателей, которые, на первый взгляд, не имеют отношение ни к активам, ни к выручке.

Добывающие компании – особенно за рубежом – чаще всего оцениваются по запасам, поскольку по размеру запасов нефти можно судить о фактической и ожидаемой добыче, а также о размере активов. Например, в оценке стоимости нефтедобывающих компаний используют мультипликаторы «Стоимость компании / запасы нефти». Для нефтяной компании запасы являются неким аналогом мощности, по которой определяется возможный объем годового производства.

Специфичные для отрасли натуральные показатели используются также в оценке стоимости бизнеса таких секторов, как недвижимость (цена за 1 кв.м), транспортный бизнес (цена за 1 тонно-км перемещенных грузов), сети автозаправок (продажи бензина в литрах в месяц). Большое количество натуральных показателей было придумано для телекоммуникационной и подобных ей отраслей. Например, выручку телекоммуникационной компании, предоставляющей услуги традиционной (стационарной) связи можно представить, как количество линий (или количество абонентов), умноженное на доход с одной линии; этот показатель используется для мобильных операторов, Интернет-провайдеров, кабельных компаний.

Чаще всего при помощи отраслевых мультипликаторов оценивают либо компании сферы услуг, финансовые результаты и стоимость которых зависят от числа потребителей предоставляемых ими услуг, либо сырьевые компании, стоимость которых находится в сильной зависимости от объема производства, объема добычи или объема находящихся в распоряжении

компании ресурсов. В частности, если говорить о компаниях сферы услуг, для определения стоимости розничных продавцов часто используется мультипликатор $EV/Customers$ (стоимость компании/количество покупателей), для определения стоимости телефонных операторов – мультипликатор $EV/Subscribers(Users)$ (стоимость компании/количество абонентов), для определения стоимости интернет-компаний – $EV/Site\ Visitors$ (стоимость компании/количество посещений сайта). При оценке сырьевых компаний наиболее часто среди отраслевых мультипликаторов применяются мультипликатор $EV/Output$ (стоимость компании/выработка) и другие.

По сравнению с финансовыми мультипликаторами, отраслевые мультипликаторы имеют две сильные стороны: позволяют достаточно быстро получить предварительную оценку компаний, не обязанных и/или не желающих раскрывать свою финансовую информацию; во многих случаях компании объявляют свои производственные результаты значительно чаще, чем финансовые, что позволяет более оперативно отслеживать изменение их стоимости.

Моментные и интервальные мультипликаторы

Деление на интервальные и моментные мультипликаторы зависит от методики формирования базовых показателей (знаменателя мультипликаторов): нарастающим итогом, то есть за период (чистая прибыль, выручка и т.д.), или на конкретную дату, то есть моментные показатели (балансовая стоимость активов, балансовая стоимость чистых активов и т.д.).

К интервальным мультипликаторам относятся:

- 1) цена/чистая прибыль;
- 2) цена/денежный поток;

- 3) цена/дивидендные выплаты;
- 4) цена (стоимость компании)/выручка от продаж.

К моментным мультипликаторам относятся:

- 1) стоимость компании/балансовая стоимость активов;
- 2) цена/чистая стоимость активов.

Для получения адекватной оценки при помощи сравнительного подхода нужно придерживаться нескольких базовых правил применения мультипликаторов.

1. необходимо удостовериться, что все мультипликаторы являются сопоставимыми с точки зрения методики расчета числителя и знаменателя. Другими словами, очень важным аспектом корректного применения сравнительного подхода является нормализация используемых для расчета мультипликаторов данных. Наиболее распространенными действиями при нормализации информации является пересчет финансовых показателей компаний по единой методике в единую валюту, перевод данных в единый временной стандарт (годовые, полугодовые или квартальные данные).

2. надо помнить, что мультипликаторы компаний могут сильно различаться между собой в различные моменты времени в зависимости от рыночной конъюнктуры, и, следовательно, следить за тем, чтобы все мультипликаторы были рассчитаны на один и тот же момент времени. Даже небольшие расхождения во времени определения рыночной капитализации или полной стоимости компании могут привести к смещению полученных оценок, т.к. даже за 1 день цены акций на фондовом рынке могут меняться на 10% и более. В том случае если придерживаться этого правила не представляется возможным, например, если при расчете мультипликаторов используется информация по совершенным единичным сделкам с крупными пакетами акций, можно попытаться скорректировать значения мультипликаторов.

Для этого необходимо использовать индексы цен акций – как зарубежные (Dow Jones и другие.), так и российские (РТС). Это зависит от аналогов, которые котируются на соответствующих биржах. При этом лучше использовать отраслевые индексы.

Второй способ корректировки базируется на расчете скорректированного P/E: $P/E \text{ компании}_A = P/E \text{ компании}_B * (P/E_{\text{рынка}_B} / P/E_{\text{рынка}_A})$.

3. желательно, чтобы компании-аналоги, помимо отраслевой принадлежности, имели сходный с объектом оценки потенциал роста и уровень риска.

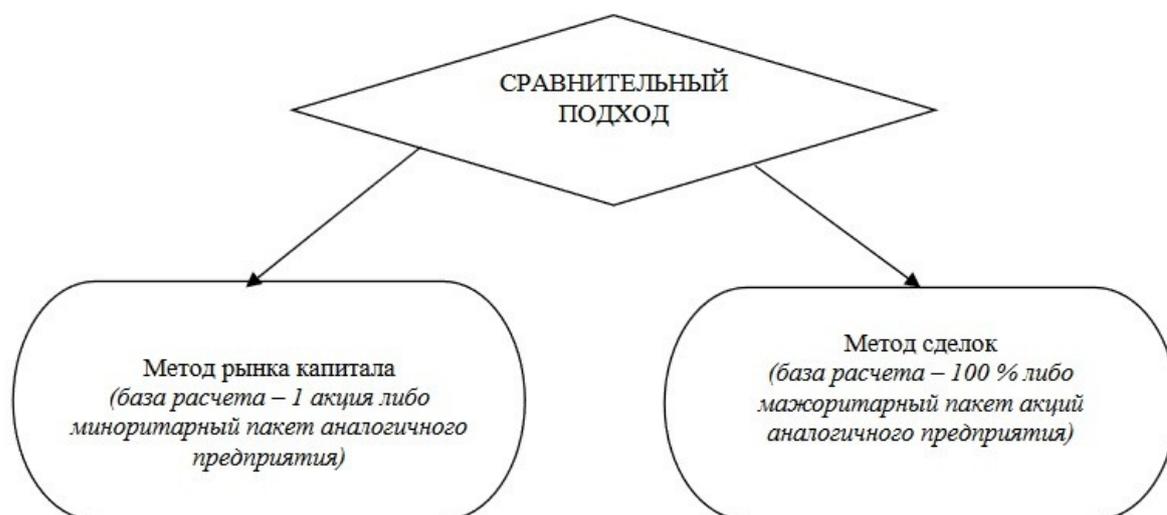
Для целей учета потенциала роста оцениваемой компании и компаний-аналогов используют мультипликаторы вида: P_t/E_{t+n} (кроме учета фактора роста позволяет оценивать убыточные компании на дату проведения оценки); $(P/E)/g$, или PEG, где g – темпы роста чистой прибыли.

Недостатками использования таких показателей являются: использование прогнозных показателей, а не ретроспективных; невозможность сравнивать между собой организации с разными темпами реинвестирования прибыли.

Выбор и расчет мультипликаторов при оценке пакетов акций

Корректный выбор, обоснование и расчет мультипликаторов в рамках реализации сравнительного подхода при оценке пакетов акций является существенным условием достоверной оценки. Данные вопросы особенно актуальны в условиях ограниченности информации о состоянии фондового рынка, о финансовом и хозяйственном положении предприятий, являющихся аналогами для оцениваемого предприятия.

Сравнительный подход к оценке пакетов акций включает два основных метода оценки: метод рынка капитала и метод сделок.



Основная проблема при применении сравнительного подхода заключается в отсутствии (недоступности) достоверной информации о реальных условиях сделок с пакетами акций предприятий-аналогов, и данных, характеризующих последние (условия совершения сделки, дата совершения, цена сделки, основные производственно-финансовые показатели деятельности предприятия-аналога).

Порядок реализации сравнительного подхода

1. Ознакомление с законодательной базой, регулирующей деятельность акционерных обществ.

2. Работа по сбору информации с руководством оцениваемой компании.

На данном этапе Оценщик должен получить информацию о деятельности предприятия в том объеме, который позволит дать понимание бизнеса предприятия, а именно:

- отраслевая принадлежность (в большинстве случаев, предприятие занимается несколькими видами деятельности, поэтому необходимо провести анализ структуры и состава выручки с тем, чтобы выявить наиболее значимое направление, с точки зрения формирования дохода (ценности предприятия));

- география деятельности (охват территорий, на которых осуществляет свою деятельность предприятие; специфика деятельности в территориальном разрезе);

- товарный/продуктовый ряд (ассортимент выпускаемой продукции/товаров и оказываемых услуг; выявление наиболее значимых единиц с точки зрения формирования дохода предприятия);

- этап жизненного цикла (выхаживание, младенчество, юность, расцвет, стабильность, аристократизм, ранняя бюрократизация, бюрократизация и смерть);

- финансовые характеристики (динамика выручки, себестоимости, прибыли от основной деятельности, чистой прибыли, результатов операционной и внереализационной деятельности; анализ рентабельности; анализ собственного оборотного капитала; анализ долга; наличие налоговых льгот);

- структура капитала (собственный и заемный капитал; наличие привилегированных акций);

- производственные характеристики (уровень загрузки производственных мощностей, проектная и фактическая мощность/производительность);

- имущественный комплекс (наличие избыточных активов);
- перспективы развития (планы развития предприятия относительно основного производства – расширение, замена, сокращение и др.).

Кроме того, должна быть получена информация о совершении сделок купли-продажи с акциями оцениваемого предприятия (дата совершения сделки, анализ рыночных условий совершения сделки, объект сделки, цена сделки).

Для получения вышеперечисленной информации, у предприятия необходимо запросить следующие основные документы:

- пояснительные записки к годовой бухгалтерской отчетности и годовым собраниям акционеров;
- формы годовой бухгалтерской отчетности (за последние 3-5 лет, предшествующие дате проведения оценки): бухгалтерский баланс, отчет о прибылях и убытках, приложение к бухгалтерскому балансу;
- информация по имущественному комплексу (перечень объектов с указанием основных технико-экономических характеристик, и указанием на участие в производственном процессе);
- информация по краткосрочным и долгосрочным займам и кредитам (наименование кредитора, дата предоставления и погашения, порядок и условия погашения);
- информация по долгосрочным финансовым вложениям (наименование, доли участия, период и условия владения/распоряжения).

По итогам проведенного анализа деятельности оцениваемого предприятия важно четко понимать ключевые «точки», которые формируют основную ценность бизнеса предприятия.

3. Анализ отрасли осуществляемой оцениваемой компанией деятельности.

На данном этапе следует получить информацию по следующим основным вопросам:

- экономические показатели отрасли (динамика объемов производства, рентабельность, темпы роста);
- риски, присущие отрасли;
- перспективы развития отрасли (существующий и потенциальный рынок сбыта, анализ поставщиков);
- наличие конкурентов – аналогичных предприятий.

Необходимо отметить, что анализ отрасли следует проводить как на страновом (российский рынок), так и на мировом уровнях.

В результате отраслевого анализа необходимо сделать вывод о положении оцениваемого предприятия в отрасли, т.е. выявить показатели его производственно-финансовой деятельности, которые существенно отличаются от среднеотраслевых, и проанализировать причины выявленного отличия.

Важно понять, возможно ли сравнивать оцениваемое предприятие с отраслевыми конкурентами, либо по определенным причинам оцениваемое предприятие является уникальным, и на данном этапе сделать вывод о невозможности применения сравнительного подхода.

4. Анализ состояния фондового рынка.

В процессе анализа фондового рынка (конкретнее – рынка акционерного капитала) необходимо получить ответы на следующие вопросы в разрезе фондового рынка в целом и сегмента рынка, касающегося деятельности оцениваемого предприятия:

- участники рынка (наличие биржевых котировок на акции предприятий, осуществляющих свою деятельность в той же отрасли, что и оцениваемое предприятие);

- ликвидность рынка (соотношение числа заявок на покупку с количеством заявок на продажу; разница между ценой продажи и ценой покупки; динамика изменения цен);

- биржевой оборот (анализ общего объема биржевых сделок, заключаемых в ходе биржевых торгов в натуральном и стоимостном выражении);

- доходность рынка;

- спекулятивность рынка (выявление спекулятивных сделок);

- «совершенство/эффективность» рынка (влияние общеэкономических и политических событий на ценообразование).

На основании полученной информации следует сделать вывод о возможности реализации сравнительного подхода – существует ли достоверная и необходимая (с точки зрения достаточности) информация о рыночных ценах на акции аналогичных предприятий.

5. Составление списка компаний-аналогов.

Данный этап следует реализовывать по двум направлениям. Во-первых, выбор предприятий, которые могут выступать аналогами оцениваемому предприятию. Во-вторых, анализ производственно-финансовой деятельности предприятий-аналогов (см. содержание 2этапа) и осуществление необходимых корректировок по параметрам, различающимся с оцениваемым предприятием. Результат выполнения данного этапа – сформированная (проверенная на достоверность и достаточность) база предприятий-аналогов, на основе которой будет реализовываться следующий этап.

6. Выбор и расчет оценочных мультипликаторов

На базе производственно-финансовых показателей деятельности компаний-аналогов и скорректированных цен их пакетов акций, рассчитываются оценочные мультипликаторы. После формирования выборки по каждому мультипликатору, необходимо провести анализ

выборки мультипликаторов на репрезентативность: выявление причин отклонений в значениях мультипликаторов. После качественного анализ выборки мультипликаторов, производится выбор мультипликаторов, по которым будет определяться рыночная стоимость пакетов акций оцениваемого предприятия.

7. Расчет рыночной стоимости акций оцениваемой компании.

Рассчитанные мультипликаторы умножаются на соответствующий финансовый либо производственный показатель деятельности оцениваемого предприятия. Полученные значения рыночной стоимости пакетов акций оцениваемого предприятия анализируются на наличие разницы в результатах. При наличии указанной разницы, определяются факторы и причины, повлиявшие на ее формирование. В итоге необходимо осуществить обоснованный выбор мультипликаторов, на базе которых производится расчет предварительной рыночной стоимости пакета акций оцениваемой компании.

8. Выведение итоговой стоимости акций оцениваемой компании.

Данный этап включает в себя следующие действия:

1. Внесение корректировки на наличие чистого долга.
2. Внесение корректировки на наличие избыточных активов.
3. Внесение корректировки на недостаток/избыток собственного оборотного капитала.
4. Внесение корректировки на наличие/отсутствие контроля.
5. Внесение корректировки на уровень ликвидности оцениваемого пакета акций по сравнению с пакетами акций предприятий-аналогов.
6. Расчет итоговой рыночной стоимости пакета акций оцениваемого предприятия. Данный этап может быть вынесен за пределы сравнительного подхода и быть реализован в рамках раздела согласования результатов всех использованных подходов к оценке.

Формирование базы предприятий-аналогов

Реализация данного этапа возможна при соблюдении следующих основных предпосылок:

- оцениваемое предприятие не является уникальным и может рассматриваться в рамках отрасли;

- в общедоступных источниках существует достаточная информация о сделках (на дату проведения оценки либо за период (1-5 лет), предшествующий проведению оценки), совершенных с предприятиями, которые могут выступать в качестве потенциальных аналогов;

- в общедоступных источниках существует достаточная информация о производственно-финансовой деятельности предприятий, которые могут выступать в качестве потенциальных аналогов;

- возможно получить информацию о котировках (капитализации) предприятий которые могут выступать в качестве потенциальных аналогов на дату проведения оценки либо за период, предшествующий проведению оценки (1-6 мес.).

Поиск предприятий-аналогов рекомендуется осуществлять в следующей последовательности:

1.Составить перечень потенциальных аналогов. Источниками информации может выступать:

- интервью с руководством оцениваемого предприятия вероятнее всего получить перечень его конкурентов, которые в первую очередь следует рассмотреть в качестве аналогов;

- отраслевые обзоры;

- анализ рынка слияний и поглощений в течение последних 1 – 5 лет (важно получить детальную информацию о сделке);

- анализ фондового рынка (рынка акционерного капитала).

Для составления предварительного перечня потенциальных аналогов следует использовать следующие начальные критерии отбора.

Отрасль. Перечень потенциальных аналогов на основе общей отраслевой принадлежности с оцениваемой компанией.

Размер или масштаб компании – объем продаж, уровень доходов (выручка, прибыль от основной деятельности, прибыль до налогообложения, чистая прибыль), наличие филиалов.

Исторические тенденции, позволяющие оценить сопоставимость оцениваемой компании и аналогов на основе истории: структура и динамика изменения выручки и расходов, уровень заемного финансирования рентабельность, структура и изменения долгосрочной задолженности.

Уровень загрузки производственных мощностей. Необходимо провести анализ и выявить причины недозагрузки производственных мощностей. Они могут быть как внешними (то есть характерны для всей отрасли в целом), так и внутренними (вызванными качеством управления предприятием). Чем больше в среднем по отрасли избыток производственных мощностей, тем в меньшей степени их наличие у конкретного предприятия может влиять на ее стоимость. Следует учесть, что неработающие мощности требуют затрат на их поддержание, что увеличивает общезаводские расходы.

Перспективы. Важно определить планы развития потенциальных аналогов, в том числе направления деятельности, причины роста, цели и размеры инвестирования.

Дата определения цены аналога. Предполагается, что сделка с пакетами акций потенциального предприятия-аналога была совершена накануне даты проведения оценки. Однако, учитывая, что российский фондовый рынок и рынок по слияниям и поглощениям недостаточно ликвидны и активны, то, возможно использовать информацию за 1-3 года

до даты проведения оценки. Вместе с тем, важно отметить, что за указанный период не произошли какие-либо значимые события, которые существенно изменили ситуацию и их невозможно учесть в расчетах.

Ликвидность компаний-аналогов. Анализ степени ликвидности аналогов (объёмов продаж акций за фиксированный период) по сравнению с объектом оценки необходим, поскольку цена акций должна отражать текущую рыночную стоимость акций. Многие акции, которые продаются на внебиржевом рынке, имеют очень низкий уровень продаж, иногда не более одной или двух продаж в неделю. Цены, по которым такие акции продаются, могут не отражать текущую рыночную стоимость акций и, следовательно, участвовать в дальнейших расчетах.

При обосновании выбора компаний-аналогов нужно:

решить какие компании потенциально могут рассматриваться в качестве аналогов;

определить финансовые и производственные показатели, важные в формировании ценности компании;

выявить существенные отличия возможных компаний-аналогов от объекта оценки и понять степень погрешности результатов оценки при применении необходимых корректировок;

понять могут ли необходимые корректировки быть применены обоснованно (наличие логичных способов расчета корректировок и необходимых исходных данных).

По результатам анализа аналогов следует определить, как соотносится оцениваемая компания с компаниями-аналогами, то есть что в результате окажет влияние на уровни оценочных мультипликаторов. Таким образом, необходимо выявить все существенные отличия аналогов от объекта оценки, определить возможность и способы выполнения корректировок для приведения цен в сделках с аналогами к условиям, при

которых свойства аналогов были бы совпадающими с аналогичными свойствами объекта оценки.

Необходимо отметить, что любая корректировка при оценке бизнеса характеризуется сложностью расчета и относительно низкой адекватностью результата. Основной причиной является отсутствие накопленной статистической базы динамики основных отраслевых показателей и низкая степень раскрытия информации о предприятиях.

2. Составить точный перечень критериев, характеризующих производственно-финансовую деятельность оцениваемого предприятия, которые формируют (главным образом) его ценность.

3. Определить интервал времени, за который следует осуществить сбор информации по предприятиям-аналогам. В качестве указанных интервалов обычно используется:

- последний год (12 мес.);
- определенный период времени: используется, если производственный цикл в отрасли/предприятия продолжителен, составляя несколько лет, или если операционные результаты отрасли/предприятия за последние 12 месяцев аномально велики или малы;
- прогнозный период (год).

Компании можно сравнивать вчера, сегодня и завтра., но следует обосновать выбранный интервал времени. Таким образом, необходимо доказать, что последний год является типичным для деятельности (ретроспективной и будущей) предприятия, и, наоборот, предприятие меняет свою деятельность (в том числе, заменяет один продукт другим/закрывает часть производства/осваивает новый продукт/переходит на новую технологию) и именно прогнозные показатели наиболее достоверно будут отражать деятельность компании.

4. Сбор информации о выбранных критериях ценности предприятий-аналогов за определенный период времени. Источниками информации могут выступать:

- руководство оцениваемого предприятия (как правило, в большинстве предприятиях собирается достаточно подробная информация о деятельности предприятий-конкурентов);
- специальные базы раскрытия информации о предприятиях;
- официальные интернет-страницы предприятий;
- тематические специализированные выставки;
- ежеквартальные отчеты эмитента (оцениваемого предприятия, предприятий-аналогов);
- специализированные журналы.

Все источники получения информации о предприятиях-аналогах должны быть проверены на достоверность.

На данном этапе следует не собирать множество любой информации, а ограничиться только критериями ценности. Важно понимать, что оценочные мультипликаторы будут рассчитаны только для тех компаний-аналогов, по которым будет известна достоверная и достаточная информация, характеризующая критерии ценности, формирующие и их стоимость, и стоимость оцениваемого предприятия.

В итоге реализации и учета всех вышеуказанных процедур, должна быть сформирована необходимая и достоверная база компаний-аналогов, которая послужит основой для расчета оценочных мультипликаторов.

Выбор и расчет оценочных мультипликаторов

Универсальная формула для расчета оценочного мультипликатора:

$$M = \frac{\text{Ценовой измеритель компании-аналога}}{\text{Показатель деятельности компании-аналог}}$$

Публикуются платные источники финансовой информации, в которых приведены значения готовых оценочных мультипликаторов. Однако, их использование сопряжено с рядом объективных сложностей. Основная заключается в том, что при их применении весьма трудно получить осмысленную оценку предприятия, поскольку невозможно объяснить причины расхождений в значениях готовых мультипликаторов для разных предприятий в рамках одной отрасли. Для этого необходимо более подробно изучить положение каждого предприятия-аналога.

Для каждого аналога рассчитывается оценочный мультипликатор. Процесс вычисления оценочного мультипликатора состоит из двух этапов:

1. Определение ценового измерителя компании-аналога на определенный момент времени.
2. Определение измерителя финансового/производственного результата деятельности компании-аналога за соответствующий период времени.

Определение ценового измерителя компании-аналога.

В качестве ценового измерителя компании-аналога могут выступать следующие показатели:

- цена акции предприятия – price (P);
- рыночная капитализация предприятия – market capitalization (MC);
- цены продаж пакетов акций и цены сделок по поглощениям/слияниям;

- рыночная стоимость инвестированного капитала (стоимость бизнеса, стоимость предприятия) – enterprise value (EV) либо market value of invested capital (MVIC).

Рыночная стоимость инвестированного капитала (далее – стоимость бизнеса) рассчитывается по следующей формуле:

$$EV = MC + D - \text{Cash}$$

MC – рыночная капитализация предприятия;

D – рыночная стоимость долгосрочного долга, включая задолженность, погашаемая в текущем году;

Cash – ликвидные денежные средства на балансе предприятия (касса, счета в банках, котируемые ценные бумаги и прочее).

Формула расчета показывает, что совокупный долгосрочный долг предприятия уменьшается на сумму ликвидных активов, поскольку необходимо «вынести» за рамки расчета часть долга, которую предприятие может погасить самостоятельно. Необходимо отметить, что чистый долг учитывается по рыночной стоимости.

Применение стоимости бизнеса при расчете оценочных мультипликаторов позволяет нивелировать погрешность, которая возникает по причине разницы в уровне задолженности и размерах свободных денежных средств у оцениваемого предприятия и его аналогов.

Таким образом, при оценке следует придерживаться следующей цепочки расчетов: цена акции аналога → цена бизнеса аналога → цена бизнеса оцениваемого предприятия → цена акции оцениваемого предприятия⁷.

Выбор ценового измерителя, который будет использоваться в расчетах, прежде всего, зависит от объекта оценки. Если оценке подлежит крупный (контрольный) пакет акций, то выбор целесообразнее остановить на цене бизнеса и ценах сделок с контрольными пакетами акций, т.е. цены, которые учитывают премию за наличие контроля. Обратная ситуация –

⁷ Е. Чиркова «Как оценить бизнес по аналогии», Альпина Бизнес Букс, 2005 г.

если объектом оценки выступает миноритарный пакет, то лучшим измерителем будет выступать рыночные котировки и капитализация.

Возможны ситуации, когда для оценки мажоритарного пакета используется ценовой измеритель миноритарных пакетов акций. Однако, в этом случае, необходимо будет учесть корректировку на отсутствие контроля, способ расчета и величина которой является дискуссионным вопросом.

Определение измерителя финансового/производственного результата деятельности компании-аналога.

Как правило, измерители мультипликаторов подразделяются на два основных вида:

- финансовые, которые основаны на финансовых показателях деятельности предприятия (например, выручка, валовая прибыль, чистая прибыль, денежный поток);

- натуральные, которые основаны на натуральных показателях производственно-хозяйственной деятельности предприятия (мощность, объем продаж в ед., общая площадь зданий и т.п.).

Фундаментальным отличием финансовых измерителей от натуральных является то, что данные показатели являются универсальными и применимы для всех отраслей. В свою очередь, натуральные измерители – всегда специфичны для каждой отрасли.

Предваряя общую характеристику измерителей, целесообразно изучить способы расчета финансовых измерителей⁸ (см. Таблицу 2).

Таблица 2

№	Показатель	Зарубежный термин	Формула расчета
---	------------	-------------------	-----------------

⁸ Е. Чиркова «Как оценить бизнес по аналогии», Альпина Бизнес Букс, 2005 г.

стр.			
1	Выручка	Sales = Revenu	
2	Себестоимость реализации		
2а	Включая амортизацию		
3	Валовая прибыль (маржа 1)	Gross (profit) margin	= (1) – (2) + (2а)
4	Коммерческие и общефирменные расходы		
5	Прочие операционные расходы		
6	Прочие операционные доходы		
7	Прибыль от реализации (маржа 2)	Sales Margin	= маржа 1 – (4) – (5) – (6)
8	Прочие внереализационные расходы		
9	Прочие внереализационные доходы		
10	Прибыль до уплаты доходов, процентов и амортизации (маржа 3)	ЕБИТДА	= маржа 2 – (8) – (9)
11	Амортизация		
12	Операционная маржа = Прибыль до уплаты налогов и процентов (маржа 4)	Operating (profit) margin (ЕБИТ)	= маржа 3 – (2а)
13	Проценты к получению		
14	Проценты к уплате		
15	Прибыль до налогообложения (маржа 5)	Earnings before tax	= маржа 4 – (13) – (14)
16	Налог на прибыль		
17	Чистая прибыль (маржа 6)	Net Income (NI) = Earnings (E) = Net Profit	= маржа 5 – (16)
18	Дивиденды		
19	Денежная чистая прибыль	Cash earning	маржа 6 + (2а)
20	Увеличение оборотного капитала		
21	Чистый денежный поток от операционной деятельности	Free operating cash flow (FOCF)	= маржа 4 + (2а) – (20)
22	Капитальные вложения		
23	Денежный поток компании (до учета расчетов по кредитам)	Free cash flow to the firm (FCFF)	= (21) – (22)
24	Выплата/получение основной суммы долга		
25	Чистый денежный поток акционеров (с учетом кредитования)	Free cash flow to equity (FCFE)	= (23) + (13) – (14) – (24)

Для построения оценочных мультипликаторов используются измерители производственно-хозяйственной деятельности:

Выручка (Sales, Revenue) - является самым распространенным измерителем, что объясняется его простотой:

- возможно применять и рассчитать для всех предприятий, кроме тех, которые находятся на начальной стадии развития;
- волатильность выручки гораздо ниже, чем прибыли, и она меньше подвержена влиянию случайных факторов конкретного года, т.е. в меньшей степени будет зависеть от сиюминутной ситуации;
- чем «ближе» финансовый показатель к чистой прибыли и чем «дальше» он от выручки, тем сильнее на него влияют применявшиеся предприятием методы бухгалтерского учета, т.е. на выручку не оказывают влияние различные бухгалтерские стандарты;
- величина выручки – самый раскрываемый показатель финансовой деятельности предприятия.

Вместе с тем, все достоинства выручки являются обратной стороной его основных недостатков. Стоимость актива определяется той прибылью, которую он приносит собственнику, поэтому выручка является одним из факторов, влияющих на прибыль предприятия.

Стоимость предприятий с одинаковой выручкой, но с разной рентабельностью, будет различна. Таким образом, мультипликатор, основанный на выручке, не учитывает разницы в эффективности операций разных предприятий и не учитывает разницу в соотношении собственных и заемных средств.

Следовательно, если невозможно получить информацию по EBITDA, NOPLAT для аналогичных предприятий, то, мультипликаторы P/S, EV/S рекомендуется использовать для проверки разумности результатов, полученных другими мультипликаторами.

Прибыль от реализации (Sales Margin) - прибыль от реализации позволяет оценить предприятие по доходности ее основной деятельности. Мультипликатор, основанный на прибыли от реализации применяется с

определенной целью – с его помощью выделяется доходность основного бизнеса предприятия.

Прибыль до уплаты налогов, процентов и амортизации (ЕБИТДА).

ЕБИТДА позволяет оценить предприятие по денежному потоку, остающемуся в распоряжении предприятия до того, как оно выплатит проценты и налоги и начнет осуществлять капиталовложения. Таким образом, ЕБИТДА показывает, какие ресурсы остаются в распоряжении предприятия для погашения процентов по кредитам. Данная фундаментальная характеристика позволяет определить следующие параметры применения ЕБИТДА:

- ЕБИТДА рекомендуется использовать для оценки предприятий, капитальные вложения которых являются неэффективными, поскольку он дает представление о том, какие средства останутся в распоряжении предприятия, если одновременно сократить капиталовложения и кредиты, что влечет за собой сокращение процентных выплат.

- ЕБИТДА позволяет сравнивать предприятия с разным уровнем задолженности, поскольку он устраняет различия в доходности, вызванные процентным бременем.

- ЕБИТДА рекомендуется применять для предприятий капиталоемких отраслей, где амортизация составляет значительную часть себестоимости.

Чистая прибыль (Net Income, Earnings, Net Profit).

Данный измеритель также, как и Выручка, является распространенным. Вместе с тем, применение чистой прибыли сопряжено со множеством сложностей:

- в большинстве случаев оказывается, что деятельность предприятия убыточна и мультипликаторы будут отрицательны;

- деятельность предприятия может характеризоваться очень незначительной чистой прибылью, и мультипликатор будет иметь очень

большое положительное значение – здесь важно установить причину низкой рентабельности деятельности, поскольку она может быть вызвана значительными инвестициями, которые в будущем обеспечат предприятию высокие темпы роста;

- чистая прибыль подвержена большим случайным колебаниями, чем EBITDA; этот факт особенно значим для циклических отраслей;

- чистая прибыль учитывает единовременные (нетипичные) доходы и расходы предприятия (например, доходны от продажи части имущества, убытки от списаний и т.п.), которые не должны приниматься во внимание при оценке предприятия;

- мультипликатор, основанный на чистой прибыли, сильно зависит от структуры капитала, т.е. от доли долга, поскольку проценты по долгу входят в себестоимость и влияют на размер прибыли; следовательно, здесь игнорируется различие между предприятиями с высокой и низкой долей долга в капитале.

Денежные потоки.

Все измерители, основанные на показателях отчета о прибылях и убытках, не учитывают тот факт, что для инвестора важны реальные денежные потоки, которые могут отличаться от бухгалтерских доходов. Для учета данного факта применяются измерители, основанные на денежных потоках:

- денежная чистая прибыль (cash earnings) - устраняет различия в методах учета амортизации при расчете прибыли;

- чистый денежный поток от операционной деятельности (free operating cash flow – FOCF) - учитываются потребности в финансировании оборотного капитала и эффективность управления им;

- денежный поток компании до учета расчетов по кредитам (free cash flow to the firm – FCFF) - нивелирует разницу в оценке, возникающей из-за различий в структуре капитала;

- чистый денежный поток акционеров (free cash flow to equity – FCFE) – отражает доходность, на которую могут претендовать акционеры.

Дивиденд.

Данный измеритель применяется для оценки акций стабильных предприятий, регулярно выплачивающих дивиденды. Основным недостатком данного измерителя заключается в том, что доходы акционера формируются не только за счет дивидендных выплат, но и благодаря росту их курсовой стоимости.

Высокие дивиденды текущего года необязательно свидетельствуют более высокую оценку акций. Чем выше текущие дивиденды, тем меньше средств остается для финансирования инвестиционных проектов, и тем медленнее будут расти прибыль и дивиденды в будущем и наоборот.

Стоимость активов.

Выделяют следующие измерители, основанные на стоимости активов:

- балансовая стоимость активов (book value of assets, BV, BVA);
- балансовая стоимость чистых активов (book value of equity).

Указанные измерители рекомендуется применять для капиталоемких предприятий, например, телекоммуникационные предприятия. Считается, что в случае быстрорастущих телекоммуникационных компаний, сделавших существенные инвестиции в оборудование, этот показатель больше подходит для оценки их потенциала роста. Основным недостатком балансовых измерителей, который не позволяет применять их для оценки российских предприятий, заключается в том, что балансовая стоимость активов и пассивов искажена и не имеет ничего общего с их рыночной стоимостью. Кроме того, на балансах российских предприятий, как правило, не отражена стоимость нематериальных активов, которые

являются определяющими в формировании стоимости многих предприятий.

Учитывая, что на практике невозможно переоценить активы предприятий-аналогов, то мультипликаторы, основанные на балансовой стоимости активов, лишены всякого экономического смысла и не могут быть использованы для оценки рыночной стоимости. Вместе с тем, балансовые измерители могут дать адекватную оценку рыночной стоимости финансовых институтов (банки, страховые и инвестиционные компании), у которых активы состоят из ликвидных ценных бумаг.

Натуральные измерители.

Натуральные измерители применимы в конкретных отраслях. По смыслу они ближе к измерителям выручки, балансовой стоимости активов, поскольку в качестве натуральных измерителей выбираются показатели, которые являются определяющими для выручки или для размера активов. В качестве натуральных измерителей используются: •мощность; •производство; •запасы; •общая площадь недвижимости; •тонно-км перемещенных грузов; •объем продаж в ед.; •количество абонентов и другое. Например, измеритель – мощность. Данный измеритель адекватен для оценки растущего предприятия. Если рост объясняется ростом рынка в целом, то больше всего выигрывают предприятия, которые имеют избыток мощностей. Использование натурального измерителя позволяет учесть разницу в потенциалах предприятий, которая не может быть учтена при использовании финансовых измерителей, базирующихся на текущем доходе. Обратная ситуация – если роста рынка нет, при котором загрузка мощностей возрастает, то при использовании данного измерителя оценка предприятия с большими незадействованными мощностями будет завышенной по сравнению с тем предприятием, которое работает с полной загрузкой.

Отдельный вопрос, которые необходимо рассмотреть – определение соответствия ценового измерителя и измерителя производственно-финансовой деятельности предприятия.

Натуральные показатели могут служить как для расчета стоимости акции, так и стоимости бизнеса. С финансовыми измерителями сложнее. Разница заключается в экономическом смысле различных марж (валовой, операционной, чистой прибыли и т.п.), которые условно можно разделить на два типа. Одни включают в себя доходы, из которых осуществляются выплаты как акционерам, так и кредиторам (это – маржи до уплаты процентов), другие учитывают только выплаты акционерам. Например, если в числителе стоит стоимость акций, то в знаменателе может стоять чистая прибыль – так как право требования на нее принадлежит исключительно акционерам, но не может стоять EBITDA, из которой удовлетворяют свои требования акционеры, кредиторы и т.п.

Следовательно, финансовые показатели доходности до уплаты процентов необходимо соотносить со стоимостью бизнеса, а показатели после уплаты процентов – с ценой акции. Исключение составляет – выручка, которая может рассчитываться как на цену акции, так и стоимость бизнеса.

Таким образом, если в числителе стоит стоимость акции, то и в знаменателе должны стоять финансовые показатели, отражающие текущие или будущие доходы акционеров или активы, приходящиеся на их долю. Если в числителе стоит стоимость бизнеса, то и в знаменателе должны стоять показатели, отражающие денежные потоки всего бизнеса или включающие все активы бизнеса.

Аналогичная ситуация прослеживается в отношении балансовых показателей. Если в числителе стоит цена акции, то в знаменателе должны стоять те активы, право требования, на которые имеют только акционеры, т.е. балансовая стоимость акций, которая соответствует чистым активам.

Если в числителе стоит стоимость бизнеса, то в знаменателе должны находиться все активы предприятия.

После того, как оценочные мультипликаторы по предприятиям-аналогам рассчитаны, необходимо проанализировать их выборку на репрезентативность. Значения мультипликаторов одного вида по аналогичным предприятиям не должны отличаться от среднего по всей их выборке более чем на 30%. Более значимые отличия могут быть следствием следующих факторов, в том числе:

- недостаточная сопоставимость предприятия – аналога с оцениваемым предприятием,
- некорректный выбор наиболее значимых показателей в формировании ценности предприятия;
- неточность выполненных корректировок.

В процессе анализа выборки оценочных мультипликаторов важно уметь интерпретировать конкретные результаты, полученные при расчете мультипликатора, т.е. понимать все искажения и погрешности, связанные с расчетом того или иного мультипликатора для конкретного предприятия. В каждом конкретном случае необходимо четко знать, чем объясняются те или иные финансовые показатели и значения мультипликаторов.

После того как выборка оценочных мультипликаторов признана репрезентативной, следует рассчитать среднее значение для каждого вида мультипликатора:

- как среднеарифметическое;
- как средневзвешенное (при этом взвешивать нужно по знаменателю мультипликатора);
- как медиану.

Полученное среднее значение оценочного мультипликатора будет использоваться для расчета рыночной стоимости оцениваемого предприятия.

Расчет рыночной стоимости пакета акций оцениваемого предприятия. Рассчитанные мультипликаторы умножаются на соответствующий финансовый либо производственный показатель деятельности оцениваемого предприятия.

Полученные значения рыночной стоимости пакета акции оцениваемого предприятия, рассчитанные на основе различных мультипликаторов, анализируются на наличие разницы в результатах. При наличии указанной разницы, определяются факторы и причины, повлиявшие на ее формирование.

В итоге необходимо осуществить обоснованный выбор мультипликаторов, на базе которых производится расчет предварительной рыночной стоимости пакета акций оцениваемого предприятия.

Заключение

Все чаще информация о стоимости бизнеса необходима для принятия эффективных управленческих решений собственникам и руководству компаний. Повышение стоимости бизнеса – один из показателей роста доходов его собственников. Систематическое проведение оценки стоимости бизнеса можно использовать для анализа эффективности управления компанией.

Основным инструментом определения рыночной стоимости собственного капитала предприятия сравнительным подходом являются ценовые мультипликаторы.

Ценовой мультипликатор отражает соотношение между рыночной ценой компании и каким-либо его показателем, характеризующим результаты производственной и финансовой деятельности.

Для оценки рыночной стоимости оцениваемой компании выбранная оценщиком величина ценового мультипликатора используется как множитель к ее аналогичному показателю.

Сравнительный подход предполагает использование в оценочной деятельности трех основных методов: рынка капитала, сделок и отраслевых коэффициентов. Основное преимущество сравнительного подхода заключается в том, что он основан на реальных рыночных данных, показывающих сложившееся соотношение спроса и предложения, а также в том, что он учитывает большое количество разнообразных особенностей объекта оценки.

Вместе с тем сравнительный подход имеет и существенные недостатки.

Одной из главных проблем является сложность получения разносторонней и разнообразной информации по финансовому состоянию объектов и достаточного числа сопоставимых аналогов. К тому же, сравнительный подход базируется в основном на использовании данных об

уже проведенных сделках, в то время как бизнес нацелен преимущественно на будущее.

Оценка не является объективным поиском истинной стоимости. Используемые при оценке модели, возможно, относятся к количественным, однако входные данные оставляют много простора для субъективных суждений⁹. Исходя из этого, рассчитанная стоимость, будет подвержена воздействию внутренних установок оценщика в процессе проведения оценки. На самом же деле в большинстве случаев оценка следует за устоявшимися на рынке ценами.

Основная сложность заключается в необходимости устранить любые субъективные внутренние убеждения до старта проведения оценки.

Все мы находимся под воздействием окружающей нас информации, полученной целенаправленно или услышанной «краем уха», которая может оказывать влияние на формирование у оценщика внутренних необъективных искажений, и, соответственно, на сами результаты проведенной оценки.

Снизить подобное воздействие можно несколькими способами.

Перед началом производства оценки, необходимо минимизировать влияние «старой» информации и собственных убеждений по поводу того, насколько переоценена или недооценена подлежащая оценке компания.

Также до окончания производства оценки нужно стараться не поддаваться сложившемуся общественному мнению по поводу стоимости компании.

Зачастую суждение о переоценке либо о недооценке компании, возникает до проведения реальной оценки, например, это проявляется при поглощении, когда решение о приобретении компании принимается до проведения ее оценки. Что приводит к некоторой степени предвзятости при анализе оцениваемой компании.

⁹ Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов — 5-е изд — М.: Альпина Бизнес Букс, 2014

Кроме того, при определении степени предвзятости оценки играют роль и институциональные факторы, связанные с управлением, регулированием отдельных сфер, областей, экономических, общественных отношений¹⁰.

Известно, например, что аналитики, изучающие рынок ценных бумаг, чаще дают рекомендации о покупке, чем о продаже (то есть, они чаще считают фирмы недооцененными, чем переоцененными). Отчасти это связано с трудностями, которые аналитики испытывают при получении доступа к информации по отдельным фирмам, а также при ее сборе, а отчасти – с давлением портфельных менеджеров, которые могут держать длинные позиции на рынке ценных бумаг. В последние годы указанная тенденция еще более усугубилась вследствие давления на аналитиков ценных бумаг, вынужденных заниматься проблемами инвестиционно-учредительской деятельности банков. Прежде чем принимать решения на основе оценки, выполненной третьей стороной, следует учесть допущенную аналитиками предвзятость. Например, самооценка фирмы при проведении слияния будет, по всей вероятности, искажена в собственную пользу¹¹. Это не значит, что нужно совсем отбрасывать результаты подобной самостоятельной оценки, но следует рассматривать их с определенным скептицизмом.

Использование оценочных мультипликаторов является важнейшим приемом определения сопоставимости аналогичных компаний с компанией подлежащей оценке. С помощью мультипликаторов можно определить рейтинг оцениваемой компании в списке аналогов; это позволяет обосновать степень доверия оценщика к конкретному виду мультипликатора в общем их числе, что в конечном счете определяет вес

¹⁰ Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б.. Современный экономический словарь. — 2-е изд., испр. М.: ИНФРА-М. 479 с.. 1999.

¹¹ Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов — 5-е изд — М.: Альпина Бизнес Букс, 2014

каждого варианта стоимости при выведении итоговой величины; использование оценочных мультипликаторов является основой для внесения необходимых корректировок, обеспечивающих увеличение сопоставимости и обоснованности окончательной стоимости оцениваемой компаний.

Список литературы

1. Федеральный закон РФ от 29 июля 1998г. №135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»
2. Постановление Правительства РФ от 06.07.2001 г. №519 «Об утверждении стандартов оценки»
3. Асонов В.Н. Базовые понятия и технология оценки действующего предприятия
4. Баканов М.И., Шеремет А.Д. Теория экономического анализа: Учебник. – 4-е изд., доп. и перераб. – М.: Финансы и статистика, 2007. – 416с.
5. Бердикова Т.Б. Анализ и диагностика финансово-хозяйственной деятельности предприятий: Учебное пособие. – М.: ИНФРА-М, 2008. – 348с.
6. Богатин Ю.В., Швандар В.А. Оценка эффективности бизнеса и инвестиций: Учеб. пособие для вузов по экон. спец. – М.: ЮНИТИ; ФИНАНСЫ, 2009. – 254с.
7. Бусов В.И. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). Учебник. 2-е издание / В.И.Бусов, О.А.Землянский. М: Юрайт, 2017. 359 с.
8. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учеб. пособие для вузов. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2007. – 720с.
9. Гольдштейн Г.Я. Инновационный менеджмент: Учебное пособие. – Таганрог: Изд-во ТРТУ, 2008. – 132с.
10. Горынина Г.Г. Подход к комплексной оценке финансовых рисков для их учета в динамической модели стратегического развития банка

11. Грязнова А.Г., Федотова М.А., Ленская С.А. и др. Оценка бизнеса: Учеб. для вузов по экон. спец. / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – М.: Финансы и статистика, 2007. – 509с.
12. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов — 5-е изд – М.: Альпина Бизнес Букс, 2014.
13. Есипов В.С., Маховикова Г.А., Терехова В.В. Оценка бизнеса. 2-е изд.– СПб: Питер, 2008.
13. Ковалев В.В. Ведение в финансовый менеджмент. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 768с.
14. Ковалев В.В. Финансовый анализ. Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. – М.: Финансы и статистика, 2005.
15. Кондрашечкина О.Р. Особенности применения мультипликаторов при расчете стоимости предприятия (бизнеса) //Вестник науки и образования. No 12 (48), 2018. С. 87-89.
16. Косорукова И.В., Секачев С.А., Шуклина М.А. Оценка стоимости ценных бумаг и бизнеса (+ CD-ROM): учебное пособие. Университетская серия. – М.: Московская финансово-промышленная академия, 2015. – 672 с.
17. Методология оценочной деятельности: современное состояние и перспективы развития в Российской Федерации / Под ред. Г.И. Микерина. – М.: Фонд «Бюро экономического анализа», 2009 г.
18. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А.Федотовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2008.
19. Оценка стоимости бизнеса. Учебник для бакалавров. / Под ред. М.А. Эскиндарова, М.А. Федотовой. – М.: Кнорус, 2016.

20. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). Учебное пособие / Под ред. Н.А. Абдулаева, Н.А. Колайко. – М.: Экмос, 2008. – 352с.
21. Оценочная деятельность в экономике: Учебное пособие. – М.: ИКЦ «МарТ»; Ростов н/Д: Издательский центр «МарТ», 2003. – 304 с.
22. Пещанская И.В. Финансовый менеджмент: краткосрочная финансовая политика: Учебное пособие для вузов / И.В. Пещанская. – М.: Издательство «Экзамен», 2005. – 256с.
23. Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. — 2-е изд., испр. М.: ИНФРА-М. 479 с.. 1999.
24. Ревуцкий Л.Д. Потенциал и стоимость предприятия. – М.: Перспектива, 2007.
25. Савицкая Г.В. Анализ хозяйственной деятельности предприятий. – М.: ИНФРА-М, 2001.
26. Сильвестров С. От консолидации – к развитию законодательной базы // Экономические стратегии. – 2005. - №2. – С.46-47
27. Синельников Д.А. Оценка стоимости бизнеса // Финансовый менеджмент. - №3. – 2009.
28. Соколов В.Н. Методы оценки предприятия/С.-Петербург.гос.инж. экон. акад. – СПб., 2008. – 144с.
29. Соколова Г.Н. Информационные технологии экономического анализа / Г.Н. Соколова – М.: Экзамен, 2002. – 320с.
30. Таль Г.К. и др. Оценка предприятий: Доходный подход / Таль Г.К., Григорьев В.В., Бадаев Н.Д., Гусев В.И., Юн Г.Б. – М., 2007.
31. Тарасевич Е.И. Оценка недвижимости / Санкт-Петербург. гос. техн. ун-т. – СПб.: СПбГТУ, 2007. – 422с.

32. Федотова М.А. Сколько стоит бизнес (Методы оценки). – М.: Перспектива, 2006. – 217с.
33. Черняк В.З. Оценка бизнеса. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 175с.
34. Черкашина Т.А. Оценка собственности: Учебно-методический комплекс. – Ростов н/Д: РГЭУ, 2001.
35. Чиркова Е.В. Как оценить бизнес по аналогии: Методическое пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005.
36. Щербаков В.А., Щербакова Н.А. Оценка стоимости предприятий (бизнеса): Учебное пособие. – Новосибирск: НГТУ, 2008. – 128 с.
37. Щербаков В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / В.А.Щербаков, Н.А.Щербакова. – 2-е изд., испр. – Москва: Омега – Л, 2012.
38. Щербакова Н.А. Принятие эффективных управленческих решений на основе результатов оценки стоимости предприятия // Экономика и организация эффективного использования и устойчивого развития трудового потенциала предприятия. – Новосибирск: НГТУ, 2007.