

УДК 658

Ю.А.Руденко (3 курс, каф. ММ), А.Ф.Тихомиров, к.э.н., доц.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

При покупке бизнеса одна из главных проблем – определение стоимости приобретаемой компании. Разумеется, у покупателя и продавца мнения по поводу стоимости бизнеса не всегда совпадают. Во всех случаях необходимо проведение оценки компании. На западе в условиях развитого фондового рынка хороший индикатор для определения приблизительной стоимости компании – биржевая котировка акций, которая умножается на количество эмитированных акций. Но в России, в связи с неприемлемостью данного подхода, оценка бизнеса происходит с использованием доходного, затратного и сравнительного подходов (тоже заимствованных с запада).

Довольно частая практика, когда для оценки бизнеса компания привлекает независимого оценщика, который, в свою очередь, после проведения необходимых расчетов и анализа представляет на рассмотрение фирме подробный отчет о проделанной работе с финансовой оценкой бизнеса предполагаемого к купле или продаже, это влияет на формирование договорной цены во время ведения переговоров.

Одним из основных подходов к оценке рыночной стоимости бизнеса является доходный подход, в основе которого лежит принцип, что стоимость оцениваемого бизнеса равна сегодняшней величине всех будущих доходов от владения бизнесом.

В зависимости от степени детализации этот подход имеет две модификации:

- метод капитализации (доходы бизнеса в прогнозном периоде остаются близкими к доходам на момент расчетов), который математически находит свое отражение в бессрочном аннуитете:

$$V = \frac{FCF}{R}$$

где FCF – значения свободного денежного потока (free cash flow) в

прогнозном периоде, R – ставка капитализации;

- метод дисконтирования денежных потоков (при прогнозировании изменяющихся доходов). Использование двух основных финансовых концепций – временной стоимости денег и связи риска с доходностью – позволяет определить ожидания инвестора как дисконтированный свободный денежный поток, генерируемый данным активом в будущем, где свободный денежный поток определяется как разность между притоками и оттоками денежных средств за определенный период времени.

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

где r – ставка дисконтирования.

Поскольку длительность периода прогнозирования носит неопределенный характер, одна из модификаций формулы связана с делением прогнозируемого периода на два отрезка. Первый имеет фиксированную длительность (горизонт), например, 5-7 лет, в течение которых возможен прогноз объемов продаж компании, состояния ее макроэкономической среды и других факторов, от которых зависит денежный поток и ставка дисконтирования. Второй - для которого принимаются постоянные значения годового денежного потока и ставка дисконтирования, характерные для последнего года фиксированного периода прогнозирования. Соответственно, стоимость компании складывается из стоимости на фиксированном горизонте прогнозирования и стоимости на всем последующем оставшемся периоде ее функционирования (остаточной стоимости). Приведение будущих денежных поступлений к текущей стоимости проводится с использованием ставки дисконта, которая должна учитывать премию за риск инвестирования в данную компанию.

$$V(T+1, \infty) = \frac{FCF(t=T+1)}{r-g},$$

где $V(T+1, \infty)$ – остаточная стоимость компании за последующий неопределенный период ее функционирования, которую можно оценить как

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

где g – среднегодовые темпы прироста свободного денежного потока в процентах.

Второй важной модификацией формулы оценки стоимости действующей компании является формула, предусматривающая разделение потока FCF на две составляющие. Первая – это поток FCF_0 , генерируемый действующим бизнесом компании без учета реализации новых инвестиционных проектов, вторая – поток FCF_j , генерируемый перспективными проектами компании в будущем. Таким образом, стоимость компании рассчитывается как сумма ее стоимости при условии развития существующего бизнеса и видов продукции и услуг, предоставляемых компанией в момент проведения расчетов (V_0) и стоимости, связанной с реализацией компанией новых инвестиционных проектов ($V_{доп}$), которая является суммой чистых приведенных стоимостей по разным направлениям развития.

$$V = V_0 + V_{доп} = V_0 + \sum_{j=1}^n NPV_j.$$

Ставка приведения будущих денежных потоков (ставка дисконтирования) в обоих случаях отражает минимально допустимую отдачу на вложенный капитал, при которой инвестор предпочтет участие в проекте альтернативному вложению тех же средств в другой проект с сопоставимой степенью риска. Например, в качестве ставки дисконтирования могут использоваться ставки по банковским депозитам. Существуют и другие способы расчета ставки дисконта. Впрочем, при оценке уровня риска бизнеса, осуществлении прогноза свободного денежного потока и выборе ставки капитализации или дисконтирования велика роль субъективного фактора.

Еще один подход к оценке стоимости бизнеса – затратный подход, который определяет стоимость бизнеса как стоимость затрат на его воспроизводство или замещение с учетом физического и морального износа. Недостаток метода заключается в том, что проведение индивидуальной оценки стоимости нематериальных активов, таких как ноу-хау, товарная марка, клиентская база, – достаточно сложный и субъективный процесс. Кроме того, методы затратного подхода дают тем большие погрешности, чем больше возраст оцениваемого объекта.

Существуют два основных метода оценки, базирующиеся на определении стоимости активов: метод чистых активов (статьи бухгалтерской отчетности приводятся к рыночной стоимости), метод ликвидационной стоимости (чистая выручка, получаемая после ликвидации активов предприятия и выплат его задолженности, приводится к текущей стоимости). Стоимость предприятия складывается из суммарной стоимости недвижимости и нематериальных активов (оцениваются как затраты, необходимые для получения аналога), также учитывается стоимость команды сотрудников, работающих в оцениваемой фирме.

Также оценка бизнеса может производиться методом сравнительного анализа (рыночный подход). Стоимость оцениваемого бизнеса определяется путем сравнения недавних продаж сопоставимых компаний. Стоимость оцениваемой компании (V_1) определяется как произведение отношения рыночной цены компании-аналога (V_2) и ее базового показателя (R_2) на базовый показатель (R_1) оцениваемой компании:

$$V_1 = \frac{V_2}{R_2} * R_1. \text{ В качестве базовых показателей могут использоваться:}$$

- прибыль до выплаты процентов и налогов, чистая прибыль, балансовая стоимость компании и т.д.;

- мультипликаторы (коэффициенты), рассчитанные на основе рыночной стоимости акций компании-аналога при продаже контрольного (или крупного) пакета акций.

Единого рецепта применения описанных подходов не существует. В каждом конкретном случае подходы комбинируются в зависимости от специфики бизнеса, но наиболее точная картина оценки получится при применении всех трех подходов с последующим итоговым согласованием стоимости, при котором каждому результату присваивается свой весовой коэффициент. Задача оценщика – определить, какой вес имеют результаты каждого из подходов при формировании итоговой стоимости бизнеса.