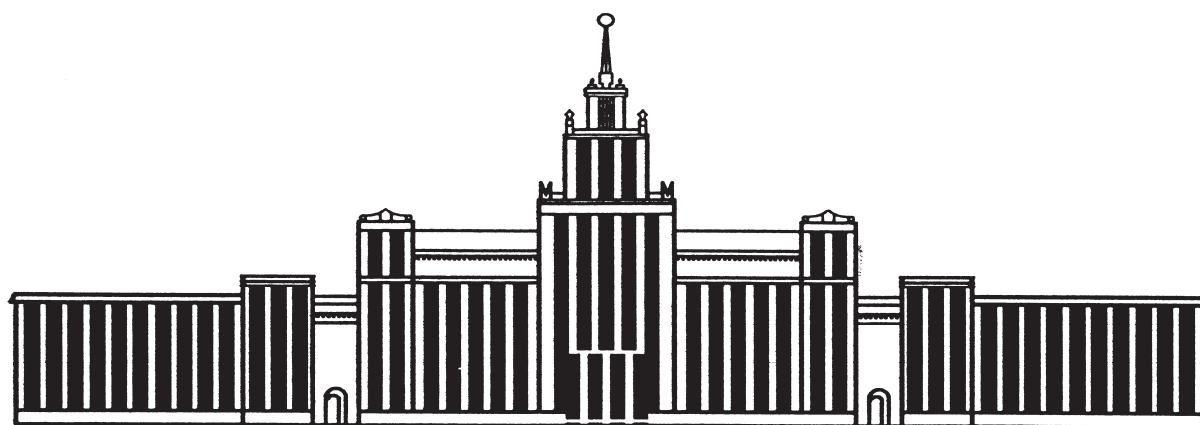

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ



ЮЖНО-УРАЛЬСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ

658.15(07)
Г161

Л.А. Галкина, Е.В. Антоненко

**ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА:
ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ
И ПРАКТИЧЕСКОЕ ПРИМЕНЕНИЕ**

Учебное пособие для практических занятий

Челябинск

2016

Министерство образования и науки Российской Федерации
Южно-Уральский государственный университет
Кафедра «Финансы, денежное обращение и кредит»

658.15(07)
Г161

Л.А. Галкина, Е.В. Антоненко

**ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА:
ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ И ПРАКТИЧЕСКОЕ
ПРИМЕНЕНИЕ**

Учебное пособие для практических занятий

Челябинск
Издательский центр ЮУрГУ
2016

УДК 657.372.5(075.8) + 658.1529075.8)
Г161

*Одобрено учебно-методической комиссией
высшей школы экономики и управления*

*Рецензенты:
канд. экон. наук. С.М. Осташевский,
канд. техн. наук. Н.С. Демин*

Галкина, Л.А.

Г161 Оценка стоимости бизнеса: теоретические основы и практическое применение: учебное пособие для практических занятий / Л.А. Галкина, Е.В. Антоненко. – Челябинск: Издательский центр ЮУрГУ, 2016. – 44 с.

В настоящем учебно-практическом пособии изложены основы оценки стоимости предприятия (бизнеса). Рассмотрены основополагающие элементы оценки, доходный, затратный и сравнительный подходы к оценке, описан процесс итогового расчета стоимости бизнеса. Предложен ряд задач для самостоятельной работы студентов на практических занятиях, а также тестов для самостоятельного контроля знаний

Учебное пособие предназначено для студентов, обучающихся по направлениям 38.03.01, 38.03.02.

УДК 657.372.5(075.8) + 658.1529075.8)

© Издательский центр ЮУрГУ, 2016

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	4
1. ПРОГРАММА КУРСА И ОСВАИВАЕМЫЕ КОМПЕТЕНЦИИ	5
2. ПОНЯТИЕ ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ	6
2.1. Субъекты и объекты оценочной деятельности.....	6
2.2. Назначение оценки	9
2.3. Последовательность действий при проведении оценки.....	10
2.4. Содержание отчета об оценке	10
3. ПОДХОДЫ К ПРОВЕДЕНИЮ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА	14
3.1. Доходный подход к оценке бизнеса	14
3.1.1. Основные методы доходного подхода к оценке бизнеса.....	15
3.1.2. Типовые задачи доходного подхода.....	18
3.1.3. Вопросы	19
3.1.4. Тест по доходному подходу	20
3.2. Затратный подход к оценке бизнеса.....	22
3.2.1. Методы затратного подхода	23
3.2.2. Основные типы задач, для решения на практических занятиях.....	24
3.2.3. Вопросы	26
3.2.4. Тесты по затратному подходу	27
3.3. Сравнительный подход к оценке бизнеса	29
3.3.1. Методы сравнительного подхода	30
3.3.2. Типовые задачи для решения на практических занятиях	33
3.3.3. Вопросы	34
3.3.4. Тест по сравнительному подходу	35
4. ИНТЕГРАЛЬНАЯ ОЦЕНКА БИЗНЕСА	
4.1. Методы согласования результатов оценки стоимости бизнеса, полученных на основе различных подходов	38
4.2. Учет степени контроля.....	39
4.3. Скидки за низкую ликвидность	40
4.4. Последовательность применения скидок.....	40
4.5. Вопросы и задачи.....	41
ПРИЛОЖЕНИЕ	43
БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК.....	44

ВВЕДЕНИЕ

Оценка стоимости бизнеса – это дисциплина, основой которой является проведение расчетов по определению рыночной стоимости собственного (уставного) капитала компании, по выбору обоснованного направления реструктуризации предприятия, при принятии управленческих решений при инвестировании, кредитовании, страховании, исчислении налогооблагаемой базы предприятия.

Развитие экономики привело к тому, что к традиционным рынкам сырья, товаров, денег, рабочей силы добавился еще один – рынок предприятий. Любой инвестор имеет выбор: развивать бизнес с нуля или купить существующую компанию (долю в ней). По данным Информационного агентства KPMG в 2015 году на отечественном рынке было совершено 504 сделки по слияниям и поглощениям совокупной стоимостью около 55,8 миллиардов долларов (почти 4,5% от ВВП России). И это лишь самые крупные сделки, случаев продажи небольших предприятия было в десятки раз больше. Такое развитие инвестиционного рынка предъявляет новые требования к специалистам, занятым в финансовой сфере. Для любого инвестора, намеревающегося приобрести бизнес, важно проведение квалифицированного анализа и достоверной оценки. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) – актуальнейшее направление финансового менеджмента, и со временем его значимость будет только возрастать.

1. ПРОГРАММА КУРСА И ОСВАИВАЕМЫЕ КОМПЕТЕНЦИИ

В процессе изучения курса «Оценка стоимости бизнеса» студенты получают базовые знания по оценочной деятельности. Цель пособия – формирование у студентов знаний о теоретических и методических подходах к оценке бизнеса как самостоятельной дисциплины. В процессе обучения студенты приобретают следующие компетенции, предусмотренные ФГОС:

- способность развивать свой общекультурный и профессиональный уровень и самостоятельно осваивать новые методы исследования (ОК-1);
- способность к изменению профиля своей профессиональной деятельности (ОК-2);
- способность принимать организационно- управленческие решения и оценивать их последствия (ОК-4);
- способность использовать количественные и качественные методы для проведения научных исследований и управления бизнес- процессами (ПК-5);
- владение методами экономического анализа поведения экономических агентов и рынков в глобальной среде (ПК-6);
- владение методами стратегического анализа (ПК-7);
- способность готовить аналитические материалы для управления бизнес- процессами и оценки их эффективности (ПК-8);
- способность представлять результаты проведенного исследования в виде научного отчета, статьи или доклада (ПК-12);
- способность применять современные методы и методики преподавания управленческих дисциплин (ПК-13);
- способность разрабатывать учебные программы и методическое обеспечение для преподавания управленческих дисциплин (ПК-14).

2. ПОНЯТИЕ ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Изучив данную тему, студент должен:

1. знать:

- основные методические и нормативные положения по оценке стоимости предприятия;
- терминологию оценочной деятельности и факторы, влияющие на стоимость предприятия;
- этапы процедуры оценки.

2. уметь:

- подготавливать информацию для проведения оценки;
- выделить из массива экономической, бухгалтерской и статистической существенную информацию.

3. приобрести навыки:

- сбора информации для проведения оценки стоимости бизнеса.

Оценка стоимости предприятия (бизнеса) — это процесс определения рыночной стоимости его капитала. Возникновение таких процессов как приватизация, появление фондового рынка, развитие системы страхования, переход коммерческих банков на систему выдачи кредитов под залог имущества формируют потребность в проведении работ по оценке бизнеса. Другое определение оценки звучит следующим образом: **Оценка бизнеса (предприятия)** — это процесс определения стоимости предприятия или доли акционеров в его капитале. Под рыночной стоимостью, согласно Закона РФ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», понимается «наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, то есть когда:

- одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;
- стороны хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;
- объект оценки представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов оценки;
- цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было;
- платеж за объект оценки выражен в денежной форме.

2.1. Субъекты и объекты оценочной деятельности

Оценочная деятельность — это профессиональная деятельность субъектов оценочной деятельности, направленная на установление в отношении объектов оценки рыночной или иной стоимости.

Субъекты оценочной деятельности:

- 1) оценщики (физические лица);
- 2) юридические лица, с которыми оценщики заключили трудовые договоры,
- 3) саморегулируемые организации оценщиков,
- 4) государственные органы,
- 5) заказчики,
- 6) потребители.

Оценщик — физическое лицо, являющееся членом одной из саморегулируемых организаций оценщиков и застраховавший свою ответственность в соответствии с требованиями закона «Об оценочной деятельности». Оценщик может осуществлять оценочную деятельность самостоятельно, занимаясь частной практикой, а также на основании трудового договора между оценщиком и юридическим лицом

Требования к оценщику:

- членство в одной из саморегулируемых организаций оценщиков (оценщик одновременно может быть членом только одной СРО ст.24 закона №135-ФЗ);
- соблюдение законодательства Российской Федерации об оценочной деятельности;
- наличие документа об образовании, подтверждающего получение профессиональных знаний в области оценочной деятельности;
- отсутствие неснятой или непогашенной судимости за преступления в сфере экономики, а также за преступления средней тяжести, тяжкие и особо тяжкие преступления;
- страхование гражданской ответственности оценщиков, независимость оценщика.

Саморегулируемая организация оценщиков (СРО) – некоммерческая организация, созданная в целях регулирования и контроля оценочной деятельности, включенная в единый государственный реестр СРО объединяющая на условиях членства оценщиков.

Требования к СРО:

- объединение в составе такой организации в качестве ее членов не менее чем трехсот физических лиц, отвечающих установленным частью второй статьи 24 закона №135-ФЗ;
- наличие компенсационного фонда, который формируется за счет взносов ее членов в денежной форме в размере, установленном частью третьей статьи 24.6 закона №135-ФЗ;
- наличие коллегиального органа управления (совета, наблюдательного совета), функционально специализированных органов и структурных подразделений;
- наличие стандартов и правил оценочной деятельности, утвержденных в соответствии с требованиями Федерального закона.

Функции СРО:

- разработка и утверждение стандартов и правил оценочной деятельности, правил деловой и профессиональной этики;
- разработка и утверждение правил и условия приема в члены, дополнительных требования к порядку обеспечения имущественной ответственности своих членов;
- прием в члены и исключение из членов СРО;
- контроль за осуществлением своими членами оценочной деятельности;
- ведение реестра членов;
- организация информационного и методического обеспечения своих членов.

Государственное регулирование оценочной деятельности и деятельности саморегулируемых организации оценщиков в части надзора и нормативно-правового регулирования осуществляется федеральными органами исполнительной власти, уполномоченными Правительством Российской Федерации. Регулирование оценочной деятельности осуществляется Национальным советом по оценочной деятельности (далее также – Национальный совет) в части разработки федеральных стандартов оценки.

Функции уполномоченных государственных органов:

- выработка государственной политики в области оценочной деятельности;
- нормативно-правовое регулирование в области оценочной деятельности,
- утверждение федеральных стандартов оценки;
- ведение единого государственного реестра саморегулируемых организаций-оценщиков;
- осуществление надзора за выполнением саморегулируемыми организациями оценщиков требований Федерального закона;
- обращение в суд с заявлением об исключении саморегулируемой организации оценщиков из единого государственного реестра саморегулируемых организаций оценщиков.

Национальный совет (ст. 24.10. закона №135-ФЗ) — некоммерческая организация, которая создана саморегулируемыми организациями оценщиков, зарегистрирована уполномоченным федеральным органом, осуществляющим функции по надзору за деятельностью саморегулируемых организаций оценщиков, и членами которой являются более чем пятьдесят процентов саморегулируемых организации оценщиков, объединяющих более чем пятьдесят процентов всех оценщиков.

Заказчики — гос. органы, субъекты РФ, муниципальные образования, юридические и физические лица, по инициативе которых на основании заключенного между ними и оценщиком в письменной форме договора проводится оценка того или иного объекта.

Потребители оценочных услуг — юридические или физические лица, а также органы исполнительной власти, использующие информацию, содержащуюся в отчете об оценке.

Объекты оценки:

- 1) отдельные материальные объекты (вещи);
- 2) совокупность вещей, составляющих имущество лица, в том числе имущество определенного вида (движимое или недвижимое, в том числе предприятия);
- 3) право собственности и иные вещные права на имущество или отдельные вещи из состава имущества; права требования, обязательства (долги);
- 4) работы, услуги, информация;
- 5) иные объекты гражданских прав, в отношении которых законодательством Российской Федерации установлена возможность их участия в гражданском обороте.

2.2. Назначение оценки

Назначение оценки, предусмотренное российским законодательством:

- 1) при вовлечении в сделку объектов оценки, принадлежащих полностью или частично РФ, субъектам РФ либо муниципальным образованиям при приватизации, сдаче в аренду, доверительное управление, передаче в залог, продаже и ином отчуждении, переуступке долговых обязательств, передаче в качестве вклада в уставный капитал (ст.8. №135-ФЗ от 29.07.1998 г.);
- 2) при возникновении спора о стоимости объекта оценки при национализации, ипотечном кредитовании, при составлении брачных контрактов и разделе имущества разводящихся супругов, при выкупе или ином предусмотренном законодательством изъятии имущества у собственников для государственных или муниципальных нужд; при проведении оценки объектов оценки в целях контроля за правильностью уплаты налогов в случае возникновения спора об исчислении налогооблагаемой базы (ст.8. №135-ФЗ от 29.07.1998 г.);
- 3) при оплате акций при их размещении неденежными средствами (ст. 34 п. 3 абз.3. закона №208-ФЗ от 26.12.1995 г.);
- 4) при выкупе акций обществом по требованию акционеров (пп. 75– 77 закона № 208-ФЗ от 26.12.1995 г.);
- 5) при обязательном предложении о приобретении акций открытого общества (ст.84.2 закона № 208-ФЗ от 26.12.1995 г.);
- 6) при выкупе лицом, которое приобрело более 95 процентов акций открытого общества, ценных бумаг открытого общества по требованию их владельцев (ст. 84.7. закона № 208-ФЗ от 26.12.1995 г.);
- 7) при оценке неденежных вкладов в уставный капитал общества с ограниченной ответственностью, вносимых участниками (ст.15 закона №14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью»);
- 8) в ходе конкурсного производства (закон №127-ФЗ от 26.10.2002г.);

9) оценка стоимости наследственного имущества (ст.333.25. Налогового кодекса РФ).

Экономически целесообразное назначение оценки:

- купля-продажа, мена
- отражение в отчетности, постановка на баланс,
- переоценка основных фондов
- проведение конкурсов, аукционов, торгов,
- аренда, доверительное управление, лизинг,
- исчисление налогов, пошлин,
- определение доли имущественных прав,
- возмещение ущерба,
- принятие инвестиционных решений,
- принятие управленческих решений,
- страхование.

2.3. Последовательность действий при проведении оценки

Этап 1. Определение задачи

1. Постановка задачи и причины проведения оценки.
2. Принятие решения о проведении оценки.
3. Определение требуемого вида стоимости
4. Идентификация объекта оценки и имущественных интересов:
5. Определение даты оценки.
6. Срок завершения работы.

Этап 2. План проведения оценки стоимости бизнеса

1. Определение требований к информации.
2. Идентификация методологических и методических условий оценки.
3. Определение трудоемкости (трудозатрат).
4. Согласование условий выполнения задания и контракта.

Этап 3. Сбор и подтверждение информации

1. Макроэкономические показатели.
2. Рынок производимой продукции (услуг).
3. Показатели экономической деятельности оцениваемой компании.
4. Нормативное регулирование условий развития компании.

Этап 4. Применение подходов и методов определения стоимости бизнеса

Этап 5. Согласование результатов

Этап 6. Оформление результатов оценки

2.4. Содержание отчета об оценке

Результаты оценочного исследования должны быть оформлены в виде отчета об оценке. Обязательные требования к отчету об оценке сформулированы в Федеральном законе «Об оценочной деятельности в Российской Федерации».

Основное требование к отчету об оценке – он не должен допускать неоднозначного толкования или вводить в заблуждение.

В отчете в обязательном порядке указываются дата проведения оценки объекта оценки, используемые стандарты оценки, цели и задачи проведения оценки объекта оценки, а также приводятся иные сведения, которые необходимы для полного и недвусмысленного толкования результатов проведения оценки объекта оценки, отраженных в отчете.

В отчете должны быть указаны:

- дата составления и порядковый номер отчета;
- основание для проведения оценщиком оценки объекта оценки;
- юридический адрес оценщика и сведения о выданной ему лицензии на осуществление оценочной деятельности по данному виду имущества;
- точное описание объекта оценки, а в отношении объекта оценки, принадлежащего юридическому лицу, реквизиты юридического лица и балансовая стоимость данного объекта оценки;
- стандарты оценки для определения соответствующего вида стоимости объекта оценки, обоснование их использования при проведении оценки данного объекта оценки, перечень использованных при проведении оценки объекта оценки данных с указанием источников их получения, а также принятые при проведении оценки объекта оценки допущения;
- последовательность определения стоимости объекта оценки и её итоговая величина, а также ограничения и пределы применения полученного результата;
- дата определения стоимости объекта оценки;
- перечень документов, используемых оценщиком и устанавливающих количественные и качественные характеристики объекта оценки.

Предлагаемая ниже **структура отчета** об оценке рассматриваться как типовая. Эту структуру не следует воспринимать как единственно возможную. В каждом конкретном случае следует гибко подходить к формированию структуры отчета. Основной принцип – представить всю относящуюся к исследованию информацию понятно и в логической последовательности.

Основные разделы отчета.

1. **Титульный лист.** Должен содержать наименование документа, порядковый номер отчета, дату оценки и дату подготовки отчета.

2. **Введение.** Цель введения в краткой форме изложить все основные данные, касающиеся проведенной оценки, а именно:

- данные о заказчике и исполнителе оценки;
- основание проведения оценки;
- точное описание объекта оценки;
- балансовую стоимость объекта оценки;
- цели и задачи проведения оценки;
- дату оценки;
- сведения о лицензии;

- сведения о страховании оценщика;
- местонахождения оценщика;
- результаты оценки.

Во введении также целесообразно привести определение применяемого стандарта стоимости; основные предположения и ограничивающие условия; нормативные документы и стандарты оценки, в соответствии с которыми проводилась работа; источники использованной информации; последовательность проведения исследования и описание применяемых подходов и методов оценки.

3. **Экономическая информация.** Характеристика макроэкономической и региональной (если необходимо) ситуации должна содержать информацию, которая существенна для оцениваемой компании или для определения показателей, используемых в расчетах.

4. **Отраслевая информация.** В этом разделе необходимо дать характеристику отраслевых особенностей и тенденций отраслевого развития. Особое внимание должно быть уделено сегменту рынка, который занимает выпускаемая предприятием продукция. Здесь можно кратко охарактеризовать место оцениваемого предприятия в отрасли.

5. **Характеристика компании.** В этом разделе необходимо указать реквизиты компании, привести ее историю, указать местоположение, дать характеристику кадрового состава, оборудования, маркетинговой ситуации, системы менеджмента. Необходимо привести данные о структуре капитала компании. Важным моментом является характеристика прошлых сделок с акциями (паями, долями) предприятия. При наличии информации необходимо включить раздел, посвященный планам развития компании.

6. **Финансовый анализ** включает анализ балансовых отчетов, анализ отчетов о прибылях и убытках, анализ финансовых коэффициентов.

7. **Применяемые подходы к оценке.** Выбор конкретных подходов обусловлен характером доступной информации. Нормативные документы предписывают использование всех стандартных подходов к оценке бизнеса. Если оценщик считает невозможным или нецелесообразным применение конкретного подхода в проводимом исследовании, он должен, аргументировано это обосновать. Также должно быть дано обоснование использованных оценщиком методов:

- оценка на основе затратного подхода;
- оценка на основе сравнительного подхода;
- оценка на основе доходного подхода.

Каждый из используемых подходов должен содержать полный расчет и представлять его итог, а также ограничения и пределы применения полученного результата.

8. **Согласование результатов.** Необходимо проанализировать относительную приемлемость каждого подхода для определения итоговой величины стоимости и достоверность данных, использованных при применении каждого

подхода. Итоговое значение величины стоимости должно быть результатом причинно-следственного анализа всей проведенной работы по оценке.

9. **Приложения.** В приложениях должны быть приведены все справочные данные, использованные в отчете, данные по сопоставимым компаниям с указанием источников информации и другие данные, использованные при проведении анализа.

Отчет об оценке также может содержать любые иные сведения, являющиеся, по мнению оценщика, важными для полноты отражения примененного им метода расчета стоимости конкретного объекта.

3. ПОДХОДЫ К ПРОВЕДЕНИЮ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА

Как следует из последовательности проведения оценки, на 4 этапе необходимо провести определение стоимости бизнеса различными подходами.

В соответствии со Стандартами оценки существует три подхода к определению стоимости бизнеса: затратный, сравнительный и доходный, внутри которых могут быть различные методы расчетов. Подходы к оценке представляют собой совокупность конкретных методов расчета, моделирующих использование имущества по одному из описанных вариантов использования.

Доходный подход («источник дохода») — совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от использования объекта оценки. Отметим, что в соответствии с п. 20 ФСО №1 «Оценщик при проведении оценки обязан использовать затратный, сравнительный и доходный подходы к оценке или обосновать отказ от использования того или иного подхода. Оценщик вправе самостоятельно определять конкретные методы оценки в рамках применения каждого из подходов». Наиболее распространенным видом стоимости является рыночная стоимость. Можно констатировать, что более чем в 4/5 случаях проведения оценки определяется величина именно рыночной стоимости.

Затратный подход (соответствует варианту использования «благо») — совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для воспроизводства либо замещения объекта оценки с учетом износа и устаревания.

Сравнительный подход («товар») — совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с объектами-аналогами объекта оценки, в отношении которых имеется информация о ценах.

Стоит отметить, что в последнее время наряду с традиционными подходами в отечественной теории и практике оценки стоимости предприятий начинает активно применяться новый – опционный подход. Рассмотрим последовательно типовые задачи и учебные тесты для оценки стоимости бизнеса доходным, затратным и сравнительным подходом.

3.1. Доходный подход к оценке бизнеса

Изучив данную тему, студент должен:

1. знать:

- сущность доходного подхода к оценке стоимости бизнеса;
- методы оценки, используемые в рамках доходного подхода;
- виды денежных потоков;
- способы расчета денежного потока;
- способы расчета ставки дисконтирования;
- способы расчета величины стоимости в постпрогнозный период;
- способы расчета величины прибыли компании для последующей капитализации;

2. уметь:

- правильно выбрать метод доходного подхода для проведения оценки;
 - правильно выбрать модель денежного потока;
 - провести необходимые предварительные расчеты и определить величину денежных потоков;
 - определить ставку дисконтирования;
 - определить ставку капитализации;
 - определить стоимость компании в постпрогнозный период;
 - рассчитать стоимость компании методом дисконтированных денежных потоков;
 - рассчитать стоимость компании методом капитализации прибыли;
3. приобрести навыки:
- применения доходного подхода к оценке стоимости бизнеса.

Доходный подход к оценке активов основан на принципе ожидания – типичный инвестор или покупатель приобретает объект оценки, ожидая в будущем от него доходы или выгоды. Иными словами, стоимость объекта оценки является функцией от его способности приносить доход в будущем, а именно: от размера единичного поступления дохода, от периодичности поступления дохода, от общего срока, в течение которого объект оценки генерирует доход, а также от рисков, связанных с неполучением дохода.

3.1.1. Основные методы доходного подхода к оценке бизнеса

1. Метод капитализации дохода
2. Метод рыночной выжимки
3. Метод кумулятивного построения ставки дисконтирования
4. Модель оценки капитальных активов (САРМ)
5. Модель арбитражного ценообразования
6. Модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

Метод капитализации дохода

Область применения метода: оценка компаний, не требующих начальных инвестиций, со сложившимися условиями финансирования деятельности, приносящих стабильный доход.

Процедура оценки стоимости бизнеса методом капитализации дохода предполагает, прежде всего, определение вида дохода, получаемого от бизнеса (или долей в бизнесе). Основными видами дохода, используемыми при расчете методом капитализации дохода, являются:

- денежный поток;
- чистая прибыль;
- дивиденд.

За период расчета, как правило, принимается год. В отдельных случаях может быть использован другой временной интервал – месяц, квартал. Величины параметров денежного потока анализируемого периода берутся поданным последней на дату оценки бухгалтерской отчетности и (или) управленческого учета.

та. Величина чистой прибыли может рассчитываться на основе данных бухгалтерской отчетности и (или) управленческого учета и анализа рынка.

Размер выплачиваемого дивиденда в конкретном бизнесе может определяться на основе анализа прошлых дивидендных выплат. При расчете величины дивидендных выплат учитывается:

- величина чистой прибыли;
- фактически выплаченные дивиденды.

Следующим этапом является определение темпов роста дохода оцениваемого предприятия. Темп роста дохода определяется на основе анализа ретроспективной информации за репрезентативный период времени. Возможно также определение темпов роста оцениваемой компании на основе соответствующих бизнес-планов. Оценив возможные темпы роста доходов предприятия, необходимо обратиться к определению коэффициента капитализации. **Коэффициент капитализации** должен определяться применительно к соответствующему виду дохода. К методам определения коэффициента капитализации относятся следующие:

- метод рыночной выжимки;
- метод, предполагающий нахождение разницы между ставкой дисконтирования и среднегодовыми темпами прироста доходов бизнеса в постпрогнозном периоде.

Метод рыночной выжимки

Алгоритм расчета ставки отдачи на капитал методом рыночной выжимки включает следующие этапы:

- отбор компаний– аналогов, информация о продаже которых (или долей в них) имеется в открытых общедоступных источниках или акции которых котируются на рынке;
- определение величины фактического дохода по каждой из сопоставимых компаний;
- определение рыночной капитализации сопоставимых компаний;
- расчет величины ставки капитализации по каждой сопоставимой компании путем деления значения величины дохода на величину рыночной капитализации;
- получение итогового значения ставки капитализации путем обобщения ставок капитализации сопоставимых компаний.

Источником информации о капитализации сопоставимых компаний являются биржевые (или внебиржевые) котировки акций компаний и официальная отчетность данных компаний в средствах массовой информации или в базах данных.

Метод кумулятивного построения ставки дисконтирования

Последовательность расчёта ставки дисконтирования методом кумулятивного построения:

- определение базовой (безрисковой) ставки доходности;

- определение числа факторов риска, влияющих на вероятность получения дохода. Основными факторами являются качество управления, финансовая устойчивость предприятия, диверсификация товарная и территориальная, диверсификация клиентуры, размер предприятия, предсказуемость изменения дохода и прочие факторы;

- определение величины поправки на риск по каждому фактору риска.
- расчет ставки дисконтирования.

Модель оценки капитальных активов (САРМ)

Алгоритм расчета ставки дисконтирования по модели оценки капитальных активов представляет собой следующее:

- определение базовой (безрисковой) ставки доходности;
- определение доходности рынка;
- определение меры систематического риска – коэффициента бета. В качестве значения бета для оцениваемого предприятия может быть использовано средне– отраслевое значение этого показателя. Определение среднеотраслевого значения бета может быть основано на данных агентств, специализирующихся на исследованиях фондового рынка.

Расчет ставки дисконтирования проводится по следующей формуле:

$$R = r_0 + \beta * (R_m - r_0) + S_1 + S_2 + S_3 + C ,$$

где R – ставка дисконтирования (ожидаемая доходность); r_0 – безрисковая ставка; β – мера систематического риска; R_m – доходность рынка; S_1 – премия за риск для малых компаний; S_2 – премия за риск, характерный для отдельной компании (несистематический риск); S_3 – премия за риск для закрытых компаний; C – премия за страховой риск.

Модель арбитражного ценообразования

Модель арбитражного ценообразования определяет функциональную зависимость ставки дисконтирования от набора факторных характеристик. Эта зависимость описывается уравнением регрессии.

Алгоритм расчета ставки дисконтирования по модели арбитражного ценообразования:

- определение значений функциональной характеристики – ставки отдачи на собственный капитал по бизнесам-аналогам;
- определение значений факторных характеристик бизнесов-аналогов, влияющих на значение ставки отдачи. Основными факторными характеристиками могут быть выручка, прибыль после налогообложения, балансовая стоимость активов, стоимость чистых активов, количество филиалов, количество работающих, производительность труда и т. д.
- расчет параметров уравнения регрессии;
- расчет ставки отдачи на капитал в соответствии с полученным уравнением регрессии.

Модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

Под средневзвешенной стоимостью капитала понимаются расходы, связанные с привлечением собственного и заемного капитала. Данная модель применяется в том случае, если в расчетах используется денежный поток для инвестированного капитала. В общем виде формулу модели можно записать следующим образом:

$$WACC = d_e i_e + d_k i_k$$

где d_e – доля собственных средств в капитале компании; d_k – доля заемных средств в инвестированном капитале компании; i_e – стоимость привлечения акционерного капитала; i_k – стоимость привлечения заемных средств.

В качестве расходов, требуемых для получения компанией одного рубля собственных средств, выступает ставка дисконтирования, рассчитанная по моделям оценки капитальных активов или кумулятивного построения. Стоимость заемных средств представляет собой среднюю ставку процента по всем долгосрочным кредитам компании. Порядок налогообложения в значительной степени влияет на средневзвешенную стоимость капитала. Размер экономии равен сумме процентов, отнесенных на себестоимость и скорректированных на уровень ставки налога.

Ставка капитализации для предприятия обычно выводится из ставки дисконта путем вычета ожидаемых среднегодовых темпов роста прибыли или денежного потока (в зависимости от того, какая величина капитализируется). Соответственно, для одного и того же предприятия ставка капитализации обычно ниже, чем ставка дисконта.

3.1.2. Типовые задачи доходного подхода

Задача 1

Денежный поток в последний 5 год прогнозного периода составил 12000 ден. ед., долгосрочные темпы роста объема производства по отрасли составили (по информации Госкомстата) 8,5%, ставка дисконтирования составила 29%. Рассчитать величину стоимости денежного потока в постпрогнозный период.

Задача 2

Денежный поток в первый год прогнозного периода составил 6500 ден. ед., долгосрочные темпы роста объема производства по отрасли составили (по информации Госкомстата) 13,5%, ставка дисконтирования составила 27%. Рассчитать величину стоимости денежного потока в постпрогнозный период.

Задача 3

Имеются два проекта, требующие начальных инвестиций в размере 500 ден. ед. При реализации проекта А инвестор в течении трех лет получает в конце года доход в размере 500 ден. ед., при реализации проекта Б инвестор получает в конце первого и в конце второго года по 300 ден. ед., а в конце третьего года –

1100 ден. ед. Определить доходность проектов, и выбрать наиболее эффективный проект, если ставка дисконтирования составляет 25% годовых.

Задача 4

Имеются два проекта, требующие начальных инвестиций в размере 1000 ден. ед. При реализации проекта А инвестор в течении трех лет получает в конце года доход в размере 1000 ден. ед., при реализации проекта Б инвестор получает в конце первого и в конце второго года по 600 ден. ед., а в конце третьего года – 2200 ден. ед. Определить доходность проектов, если ставка дисконтирования составляет 35% годовых.

Задача 5

Имеются следующие данные о денежных потоках: 1-ый год прогнозного периода составил 413 ден. ед.; 2-ой год прогнозного периода составил 6000 ден. ед.; 3-ий год прогнозного периода составил 12000 ден. ед. Денежный поток в постпрогнозный период составил 58542 ден. ед. Ставка дисконтирования составляет 29%. Рассчитать текущую стоимость денежного потока и стоимости постпрогнозного периода.

Задача 6

Имеются следующие данные о денежных потоках: 1-ый год прогнозного периода составил 500 ден.ед.; 2-ой год прогнозного периода составил 1200 ден.ед.; 3-ий год прогнозного периода составил 2400 ден.ед. Ставка дисконтирования составляет 17%. Рассчитать текущую стоимость денежного потока.

Задача 7

Чистая прибыль компании, работающей в сфере услуг, составляет 800 ден. ед., ставка дисконтирования 39%, долгосрочные темпы роста прибыли 19%. Оцените стоимость компании.

Задача 8

Ежегодный объем продаж компании, работающей в сфере услуг, составляет 15000 ден. ед. Чистая прибыль 800 ден. ед., ставка дисконтирования 39%, долгосрочные темпы роста прибыли 19%. Оцените стоимость компании.

3.1.3. Вопросы

1. Какой из методов доходного подхода лучше подходит для оценки компании, занимающейся строительством электростанций?
2. Что такое ставка капитализации прибыли?
3. Почему завтра деньги стоят меньше, чем сегодня?
4. Как применять доходный подход к оценке предприятия, если на протяжении последних нескольких лет оно приносит убытки?

5. Что такое компенсация (премия) за риск в составе ставки дисконта. Каково ее финансовое содержание?

6. Когда целесообразно использовать метод дисконтированных денежных потоков?

3.1.4. Тест по доходному подходу

1. На каком из этапов оценщик должен рассмотреть темпы инфляции и долю предприятия на рынке?

- а) определение ставки дисконта;
- б) ретроспективный анализ и прогноз валовой выручки от реализации;
- в) расчет величины стоимости в постпрогнозный период;
- г) выбор модели денежного потока.

2. На каком этапе оценщик должен определить амортизационные отчисления, исходя из нынешнего наличия активов и из будущего их прироста и выбытия?

- а) анализ и прогноз расходов;
- б) анализ и прогноз кредиторской задолженности;
- в) определение длительности прогнозного периода;
- г) внесение итоговых поправок.

3. На каком этапе оценщик должен изучить единовременные и чрезвычайные статьи расходов, которые могут фигурировать в финансовой отчетности за прошлые годы, но в будущем не встретятся?

- а) определение ставки дисконта;
- б) анализ и прогноз инвестиций;
- в) анализ и прогноз расходов;
- г) расчет величины стоимости в постпрогнозный период.

4. Как называется делитель, который применяется для преобразования величины прибыли или денежного потока за один период времени в показатель стоимости?

- а) ставка капитализации;
- б) ставка дисконтирования;
- в) норма возврата капитала.

5. Какая методика определения ставки дисконта применяется для денежного потока для всего инвестированного капитала?

- а) модель оценки капитальных активов;
- б) модель средневзвешенной стоимости капитала;
- в) метод кумулятивного построения.

6. Как называется процентная ставка, используемая для пересчета будущих (то есть отстоящих от нас во времени на разные сроки) потоков доходов, которых может быть несколько, в единую величину текущей (сегодняшней) стоимости, являющуюся базой для определения рыночной стоимости бизнеса?

- а) ставка капитализации;
- б) ставка дисконтирования;
- в) норма возврата капитала.

7. Какой метод расчета стоимости компании в постпрогнозный период используется в том случае, если ожидается банкротство компании с последующей продажей имеющихся активов?

- а) по стоимости чистых активов;
- б) по ликвидационной стоимости;
- в) метод предполагаемой продажи;
- г) модель Гордона.

8. Какая методика определения ставки дисконта применяется для денежного потока для всего инвестированного капитала?

- а) модель оценки капитальных активов;
- б) модель средневзвешенной стоимости капитала;
- в) метод кумулятивного построения.

8. Какой метод оценки необходимо использовать в случае принятия собранием кредиторов решения об инициации на предприятии конкурсного производства?

- а) дисконтированных денежных потоков;
- б) капитализации доходов;
- в) ликвидационной стоимости;
- г) чистых активов.

9. Расчетная величина, за которую предполагается переход имущества из рук в руки на дату оценки в результате сделки между продавцом и покупателем, называется:

- а) рыночной стоимостью;
- б) инвестиционной стоимостью;
- в) специальной стоимостью;
- г) стоимостью воспроизводства.

10. Приведение денежных сумм, возникающих в разное время, к сопоставимому виду называется:

- а) сопоставлением денежных потоков;
- б) периодической оценкой денежных потоков;
- в) временной оценкой денежных потоков;
- г) сравнительной оценкой денежных потоков.

11. Дисконтирование позволяет:

- а) рассчитать настоящую (приведенную) стоимость при заданном периоде, процентной ставке и конкретной сумме в будущем;
- б) определить текущую стоимость взноса, обеспечивающего в будущем получение заданных равновеликих поступлений при известном числе периодов и процентной ставке;
- в) рассчитать величину аннуитета при заданных текущей стоимости аннуитета, процентной ставке и периоде;
- г) определить будущую стоимость при заданном периоде, процентной ставке и текущем взносе;
- д) рассчитать будущую стоимость периодических равновеликих взносов, при заданной величине аннуитета, процентной ставке и периоде.

12. Может ли ставка дисконтирования превышать ставку капитализации?

- а) да;
- б) нет.

13. При стабильном потоке доходов основным методом оценки является:

- а) метод прямой капитализации;
- б) метод дисконтированных денежных потоков;
- в) оба эти метода.

3.2. Затратный подход к оценке бизнеса

Изучив данную тему, студент должен:

1. знать:

- сущность затратного подхода к оценке стоимости бизнеса;
- методы оценки, используемые в рамках затратного подхода;
- порядок расчета чистых активов компании;
- метода расчета стоимости машин и оборудования;
- методы расчета стоимости нематериальных активов;
- методы расчета стоимости финансовых вложений;
- особенности метода ликвидационной стоимости;

2. уметь:

- правильно выбрать метод затратного подхода для проведения оценки;
- правильно определить перечень активов, применяемых к расчету в методе чистых активов;
- правильно определить перечень обязательств, применяемых к расчету в методе чистых активов;
- определить стоимость нематериальных активов при использовании метода чистых активов;
- определить стоимость машин и оборудования при использовании метода чистых активов;

- определить стоимость финансовых вложений при использовании метода чистых активов;

3. приобрести навыки:

- применения затратного подхода к оценке стоимости бизнеса.

Затратный (имущественный) подход рассматривает стоимость предприятия с точки зрения понесенных издержек на его функционирование. Он основывается на изучении возможности инвестора, в приобретении объекта собственности исходя из того, что инвестор не заплатит за объект большую сумму, чем та, в которую обойдется получение соответствующего участка под застройку и возведение аналогичного по назначению и качеству объекта собственности в обозримый период.

В основу затратного подхода положен **принцип замещения**, в соответствии с которым максимальная стоимость объекта собственности не должна превышать наименьшей цены, по которой может быть приобретен другой объект с эквивалентной полезностью. Область применения затратного подхода: оценка рыночной стоимости собственного капитала компаний, исходя из представления о гипотетической продаже ее активов. Наибольшее значение результаты применения методов затратного подхода имеют для оценки холдинговых компаний, компаний, имеющих дочерние и зависимые общества, значимые финансовые вложения; компаний, обладающих существенными активами и пассивами, а также для оценки ликвидационной стоимости бизнеса.

3.2.1. Методы затратного подхода

В соответствии с экономическим содержанием затратного подхода основными методами, используемыми в его рамках, являются:

- метод накопленных чистых активов;
- метод ликвидационной стоимости.

Метод накопленных чистых активов обычно используется в следующих случаях:

- компания обладает значительными материальными активами;
- ожидается, что компания по-прежнему будет действующим предприятием.

Показатель стоимости чистых активов введен первой частью ГК РФ для оценки степени ликвидности организаций.

Чистые активы — это величина, определяемая путем вычитания из суммы активов акционерного общества, принимаемых к расчету, суммы его обязательств, принимаемых к расчету. Порядок расчета стоимости чистых активов в бухгалтерской оценке определяется в соответствии с Порядком оценки стоимости чистых активов акционерных обществ, утвержденным Приказом Минфина РФ № 10н и ФКЦБ 03-6/пз от 29 января 2003 года.

Проведение оценки с помощью методики чистых активов основывается на анализе финансовой отчетности. Она является индикатором финансового состояния предприятия на дату оценки, действительной величины чистой прибыли.

ли, финансового риска и рыночной стоимости материальных и нематериальных активов.

Метод ликвидационной стоимости предприятия применяется в следующих случаях:

- компания находится в состоянии банкротства, или есть серьезные сомнения относительно ее способности оставаться действующим предприятием;
- стоимость компании при ликвидации может быть выше, чем при продолжении деятельности.

Ликвидационная стоимость представляет собой стоимость, которую собственник предприятия может получить при ликвидации предприятия и раздельной продаже ее активов. Расчет ликвидационной стоимости предприятия включает в себя несколько основных этапов, последовательность действий оценщика сводится к следующему.

1. Берется последний балансовый отчет (желательно последний квартальный).

2. Разрабатывается календарный график ликвидации активов, так как продажа различных видов активов предприятия: недвижимого имущества, машин и оборудования, товарно-материальных запасов требует различных временных периодов.

3. Определяется валовая выручка от ликвидации активов.

4. Оценочная стоимость активов уменьшается на величину прямых затрат. К прямым затратам, связанным с ликвидацией предприятия, относятся комиссионные оценочным и юридическим фирмам, налоги и сборы, которые платятся при продаже. С учетом календарного графика ликвидации активов скорректированные стоимости оцениваемых активов дисконтируются на дату оценки по ставке дисконта, учитывающей связанный с этой продажей риск.

5. Ликвидационная стоимость активов уменьшается на расходы, связанные с владением активами до их продажи, включая затраты на сохранение запасов готовой продукции и незавершенного производства, сохранение оборудования, машин, механизмов, объектов недвижимости, а также управленческие расходы по поддержанию работы предприятия вплоть до завершения его ликвидации.

6. Прибавляется (или вычитается) операционная прибыль (убытки) ликвидационного периода.

7. Вычитаются преимущественные права на удовлетворение всех задолженностей.

3.2.2. Основные типы задач, для решения на практических занятиях

Задача 1

Оценивается предприятие со следующими данными по балансу: (тыс. ед.)

- Основные средства – 5000
- Запасы – 1000
- Дебиторская задолженность – 1000
- Денежные средства – 500

- Долговые обязательства – 6000

Согласно заключению оценщика, основные средства стоят на 30% дороже, запасы сырья и материалов стоят на 10% дешевле. 20% дебиторской задолженности не будет собрано.

Задача 2

Определить стоимость земельного участка, если известно, что:

- свободные участки в данной местности давно не продавались;
- цена типового дома с участком колеблется от 200 до 300 тыс. руб.; стоимость аналогичного по размерам земельного участка в ближних окрестностях объекта оценки составляет 90 тыс. руб.;
- прямые издержки на строительство типового дома – 100 тыс. руб.;
- прибыль предпринимателя и косвенные издержки – 80 тыс. руб.

Задача 3

Определить стоимость земельного массива, если известно, что застройщик планирует его разделить на 30 участков и затем продать каждый за 25 тыс. руб. в течение 4 лет (предполагается, что чистый доход будет поступать равномерно, норма отдачи 10%). При этом будут иметь место следующие издержки:

- планировка, очистка, инженерные сети, проект – 180 тыс. руб.;
- управление – 10 тыс. руб.;
- накладные расходы и прибыль подрядчика – 60 тыс. руб.;
- маркетинг – 20 тыс. руб.;
- налоги и страховка – 10 тыс. руб.;
- прибыль предпринимателя – 40 тыс. руб.

Задача 4

Определить накопленный износ объекта недвижимости (коттеджа), если известны следующие сведения об объектах-аналогах:

Элемент сравнения	Объект-аналог		
	1	2	3
Цена продажи, тыс. р.	200	150	350
Стоимость земельного участка	50	30	100
Настоящая стоимость сооружений	150	120	250
Стоимость нового строительства на дату оценки	220	180	360

Задача 5

Определить физический износ жилого здания, если известно, что при его обследовании выявлен физический износ всех конструктивных элементов:

фундаменты – 10%; стены – 15%; перекрытия – 20%; внутренние сантехнические и электротехнические устройства – 50%; кровля – 10%; полы – 35%; окна – 40%; отделочные покрытия – 30%; прочие – 25%.

Задача 6

Определить физический износ жилого здания, если известно, что восстановительная стоимость конструктивных элементов и объективно необходимые затраты на их ремонт составляют соответственно:

- фундаменты – 3 200 тыс. руб., 640 тыс. руб.;
- стены – 4 000 тыс. руб., 1 200 тыс. руб.;
- перекрытия – 800 тыс. руб., 160 тыс. руб.;
- прочие – 8 000 тыс. руб., 2 800 тыс. руб.

Задача 7

Определить физический износ жилого здания, если известно, что восстановительная стоимость, действительный возраст и срок полезного использования его конструктивных элементов составляют соответственно: фундаменты – 1 200 тыс. руб., 10 лет, 15 лет;

- стены – 400 тыс. руб., 5 лет, 10 лет;
- перекрытия – 300 тыс. руб., 6 лет, 15 лет;
- прочие – 900 тыс. руб., 1 год, 10 лет.

3.2.3. Вопросы

1. Что такое чистые активы акционерного общества?
2. Какая базовая формула лежит в основе метода чистых активов?
3. Назовите основные этапы оценки методом стоимости чистых активов?
4. На какие группы (в целях оценки) целесообразно разделить активы предприятия?
5. В чем разница между экономическим, технологическим и функциональным износами оборудования?
6. Чем измеряются экономический, технологический и функциональный виды износа оборудования и недвижимости?
7. Из двух оценок: методом чистых активов и методом ликвидационной стоимости, какая и в каких случаях будет выше и почему?
8. Назовите основные этапы оценки методом ликвидационной стоимости
9. При оценке каких предприятий целесообразно использовать затратный подход как основной?
10. Что общего и различного в оценке стоимости предприятия методом стоимости чистых активов и ликвидационной стоимости?

3.2.4. Тесты по затратному подходу

1. Способность объекта собственности удовлетворять потребность владельца:

- а) принцип полезности;
- б) принцип замещения;
- в) принцип ожидания;
- г) все предыдущие ответы верны;
- д) нет верного ответа.

2. Отрезок времени, в течение которого объект можно использовать, извлекаемая прибыль – это:

- а) срок полезного использования;
- б) срок физической жизни;
- в) эффективный возраст;
- г) срок оставшейся экономической жизни;
- д) нет верного ответа.

3. Затраты на приобретение основных фондов предприятия, числящихся на его балансе — это:

- а) первоначальная стоимость;
- б) восстановительная стоимость;
- в) страховая стоимость;
- г) инвестиционная стоимость.

4. Потребность в оценке стоимости предприятия возникает в случаях:

- а) продажи предприятия;
- б) продажи части имущества предприятия;
- в) реорганизации предприятия;
- г) ликвидация предприятия;
- д) все ответы верны.

5. Снижение первоначальной стоимости объекта в результате его физического и морального износа вследствие его эксплуатации или выработки технологического ресурса называется

- а) амортизацией;
- б) авторизацией;
- в) аккредитацией;
- г) апелляцией;
- д) анимацией.

6. Что такое физический износ?

- а) потеря стоимости за счет ухудшения физического состояния объекта;
- б) потеря стоимости из-за морального устаревания;

- в) потеря стоимости из-за изменения ситуации на рынке;
- г) потеря стоимости за счет изменения финансовых условий;
- д) потеря стоимости из-за изменения законодательных условий.

7. В каких случаях используется затратный подход при оценке стоимости объектов недвижимости?

- а) в условиях пассивного рынка, когда нет аналогичных продаж;
- б) для целей налогообложения;
- в) наравне с другими подходами, для более полного определения стоимости;
- г) для целей страхования;
- д) во всех указанных случаях.

8. Что включает технология оценки недвижимости затратным методом?

- а) оценку стоимости земельного участка;
- б) оценку стоимости восстановления или замещения улучшений;
- в) вычет накопленного улучшениями износа;
- г) суммирование стоимости земельного участка и улучшений;
- д) все перечисленные стадии.

9. Экономический принцип, гласящий, что при наличии нескольких сходных или соразмерных объектов тот, который имеет наименьшую цену, пользуется наибольшим спросом – это

- а) принцип замещения;
- б) принцип соответствия;
- в) принцип регрессии и прогрессии;
- г) принцип полезности;
- д) нет правильного ответа.

10. Что предполагает затратный подход в оценочной деятельности?

- а) анализ балансовых счетов предприятия и их корректировку;
- б) анализ практики продаж объектов в отрасли;
- в) прямое сравнение аналогичных объектов;
- г) анализ доходов и затрат;
- д) нет правильного ответа.

11. Что относится к нематериальным активам?

- а) патенты, гудвилл;
- б) земельный участок;
- в) здания и сооружения;
- г) транспортные средства;
- д) незавершенное строительство и неустановленное оборудование.

11. Что из ниже перечисленного соответствует определению ликвидационной стоимости?

- а) разность между выручкой от продажи активов предприятия на рынке и издержками на ликвидацию;
- б) стоимость активов, равная большей из двух величин –потребительной стоимости активов для данного владельца и стоимости их реализации;
- в) разность между выручкой от продажи активов предприятия по отдельности
- г) стоимость, рассчитанная по конкретному факту;
- д) стоимость, учитывающая индивидуальные требования конкретного инвестора.

13. Какой из ниже перечисленных методов относится к затратному подходу

- а) метод чистых активов;
- б) метод капитализации;
- в) метод сделок;
- г) метод арбитража;
- д) метод ЛИФО.

14. В чем заключается суть принципа полезности?

- а) объект имеет стоимость, так как обладает определенной полезностью
- б) соответствие конкурентоспособности требованиям
- в) определение текущей стоимости дохода, который может быть получен в будущем
- г) полезность определяет конъюнктуру на рынке
- д) полезность приносит доход.

3.3. Сравнительный подход к оценке бизнеса

Изучив данную тему, студент должен:

1. знать:

- сущность и основные особенности сравнительного подхода;
- методы сравнительного подхода: метод сделок, метод рынка капитала, метод отраслевой специфики;
- порядок отбора аналогов для проведения оценки;
- особенности основных мультипликаторов и способы их расчета;
- порядок обобщения результатов оценки в рамках сравнительного подхода;

2. уметь:

- подобрать компании-аналоги для проведения оценки;
- подобрать подходящие мультипликаторы;
- рассчитать значения стоимости выбранными мультипликаторам;
- обобщить результаты и рассчитать стоимость компании в рамках сравнительного подхода;

3. приобрести навыки:

- применения сравнительного подхода к оценке бизнеса и акций.

Экономическое содержание сравнительного подхода заключается в том, что оценка основывается на реально сформированных рынком ценах, интегрально учитывающих все факторы, оказывающие влияние на величину стоимости собственного капитала, в том числе производственные и финансовые возможности оцениваемой компании, перспективы ее развития. Сравнительный подход базируется на принципе альтернативных инвестиций. Основным условием применения методов оценки бизнеса в рамках сравнительного подхода является наличие достоверной информации о сделках с акциями оцениваемой компании и ее аналогов на рынке капитала.

3.3.1. Методы сравнительного подхода

К методам сравнительного подхода относятся:

- метод рынка капитала;
- метод сделок;
- метод отраслевых коэффициентов (соотношений);
- метод статистического моделирования стоимости.

Метод рынка капитала

Область применения метода рынка капитала: оценка компаний по компаниям-аналогам, акции которых обращаются на фондовом рынке.

Алгоритм оценки методом рынка капитала сводится к следующему:

- выявление сопоставимых компаний, акции которых имеют рыночные котировки;
- определение оценочных мультипликаторов, которые наиболее применимы для определения стоимости компании.

Ценовой мультипликатор — это коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой предприятия или акции и финансовой базой, которая является измерителем финансовых результатов деятельности предприятия.

Для расчета мультипликатора необходимо:

1. Определить цену акции по всем компаниям, выбранным в качестве аналога, это даст значение числителя в формуле.
2. Вычислить финансовую базу (прибыль, выручку от реализации, стоимость чистых активов и т.д.) либо за определенный период, либо по состоянию на дату оценки, это даст величину знаменателя. Цена акции берется на последнюю дату, предшествующую дате оценки, либо как среднее значение между максимальными и минимальными величинами за последний месяц.

В качестве финансовой базы должен выступать показатель финансовых результатов либо за последний отчетный год, либо за последние 12 месяцев, либо средняя величина за несколько лет, предшествующих дате оценки. В оценочной практике используются 2 типа мультипликаторов: интервальные и моментные.

К **интервальным мультипликаторам** относятся:

- цена/прибыль,

- цена/выручка от реализации;
- цена/денежный поток;
- цена /дивидендные выплаты

К **моментным мультипликаторам** относятся:

- цена/балансовая стоимость собственного капитала;
- цена/активы;
- цена/чистая стоимость активов.

Выбор наиболее уместного показателя определяется в каждой конкретной ситуации.

Метод сделок

Область применения метода: оценка бизнеса по компаниям-аналогам, с которыми недавно были совершены сделки купли-продажи со 100-процентными долями или (и) с контрольными долями в их собственном капитале.

Алгоритм оценки методом сделок совпадает с алгоритмом оценки методом рынка капитала за исключением следующих элементов:

- на «входе» алгоритма используется информация о сделках с контрольными или крупными долями в собственном капитале сопоставимых компаний;
- соответственно, на «выходе» алгоритма — результат – оценка рыночной стоимости контрольной доли в собственном капитале.

Итоговое значение рыночной стоимости оцениваемой доли определяется:

- характером контроля доли;
- ликвидностью доли.

Метод отраслевых соотношений

Область применения метода: оценка компаний, относящихся к отраслям, в рамках которых сложилось соотношение между стоимостью и факторами ее определяющими; как правило, такие соотношения складываются на развитых рынках по мелким монопродуктовым компаниям.

Алгоритм оценки методом отраслевых соотношений:

- определение основного по отрасли (виду деятельности) ценообразующего фактора; в таком качестве могут выступать: прибыль, денежный поток, выручка и т. д.;
- определение наиболее вероятного соотношения между значением стоимости и значением основного ценообразующего фактора;
- определение абсолютного значения ценообразующего фактора по оцениваемому бизнесу;
- расчет стоимости бизнеса путем умножения абсолютного значения ценообразующего фактора по оцениваемому бизнесу на значение наиболее вероятного соотношения между стоимостью и основным ценообразующим фактором;
- расчет итогового значения рыночной стоимости оцениваемой доли.

Метод статистического моделирования стоимости

Область применения метода: оценка бизнеса по компаниям– аналогам, у которых сложился рынок акций. Допущение метода: взаимосвязь искомой харак-

теристики (стоимости) и факторов определяющих, ее описывается уравнением линейной регрессии. Алгоритм оценки предприятия методом статистического моделирования стоимости:

- отбор не менее 5 компаний– аналогов, акции которых котируются на рынке, или недавно проданных в соответствии с критериями сопоставимости;
- определение значений функциональной характеристики – рыночной капитализации сопоставимых компаний или фиксация цены продажи предприятия;
- по данным бухгалтерской и статистической отчетности определение значений факторных признаков – абсолютных показателей деятельности предприятий-аналогов, влияющих на их стоимость.

Процесс формирования итоговой величины стоимости состоит из трех основных этапов:

- Выбора величины мультипликатора;
- Взвешивания промежуточных результатов
- Внесение итоговых корректировок.

Выбор величины мультипликатора является наиболее сложным этапом, требующим тщательного обоснования, зафиксированного впоследствии в отчете. Поскольку одинаковых компаний не существует, диапазон изменения одного и того же мультипликатора по компаниям аналогам бывает достаточно широк. Аналитик отсекает экстремальные величины и рассчитывает среднее значение мультипликатора по группе аналогов. Затем проводит фин. Анализ. Причем, для выбора конкретного мультипликатора использует фин. коэффициенты и показатели, наиболее тесно связанные с данным мультипликатором. По величине фин. коэффициента определяет положение (ранг) оцениваемой компании в общем списке. Полученные результаты накладываются на ряд мультипликаторов, и достаточно точно определяется величина, которая может быть использована для расчета стоимости оцениваемой компании.

Итоговая величина стоимости, полученная в результате применения мультипликаторов, должна быть откорректирована в зависимости от конкретных обстоятельств, наиболее типичными являются следующие поправки.

Портфельная скидка предоставляется при наличии непривлекательного для покупателя характера диверсификации производства. Оценщик при определении окончательного варианта стоимости должен учесть имеющиеся активы непроизводственного назначения. Если в процессе финансового анализа выявлена либо недостаточность собственного оборотного капитала, либо экстренная потребность в капитальных вложениях, полученную величину необходимо вычесть. Возможно применение скидки на ликвидность. В некоторых случаях вносится поправка в виде премии за предоставляемые инвестору элементы контроля.

3.3.2. Типовые задачи для решения на практических занятиях

Задача 1

Рассчитать все мультипликаторы по следующим исходным данным. Рыночная цена одной акции = 50 рублей. Количество акций в обращении = 10 000 штук. Денежная выручка от реализации продукции = 200 000 рублей. Затраты на производство и реализацию продукции (в том числе амортизационные отчисления = 40 000 рублей) = 120 000 рублей. Выплаты процентов за кредит = 20 000 рублей. Ставка налога на прибыль = 20%.

Задача 2

Определите стоимость предприятия с помощью сравнительного подхода, если известно, что мультипликатор цена/прибыль по компаниям– аналогам составил 6,9; цена/денежный поток 9,5; цена/выручка 4,1. Прибыль предприятия 50000, выручка составила 1 200 000 руб., денежный поток 200 000 руб. Вес оценки на базе мультипликатора цена/прибыль – 30%, на базе мультипликатора цена/денежный поток 20%, на базе мультипликатора цена/выручка – 50%.

Задача 3

Определить рыночную стоимость акционерного общества «Юпитер», для которого акционерное общество «Сатурн», недавно проданное за 120 000 долларов, является аналогом. Имеются следующие данные:

Показатели	Юпитер	Сатурн
Денежная выручка от реализации продукции	125 000	90 000
Затраты на производство и реализацию (без амортизационных)	80 000	50 000
Амортизационные отчисления	25 000	13 000
Проценты за кредит	5 000	6 000
Уплаченные налоги	8 000	9 000

При расчете рыночной стоимости Юпитера удельный вес стоимости, рассчитанной по мультипликатору «Цена \ Чистая Прибыль» – 0,75, а удельный вес стоимости по мультипликатору «Цена \ Денежный поток» – 0,25.

Задача 4

Оцените обоснованную рыночную стоимость закрытой компании, если известно, что:

Рыночная стоимость одной акции компании-аналога равна 250 руб.

Общее количество акций компании-аналога, указанное в ее опубликованном финансовом отчете, составляет 400 000 акций, из них 80 000 выкуплено компанией и 50 000 ранее выпущенных акций приобретено, но еще не оплачено;

Доли заемного капитала оцениваемой компании и компании-аналога в балансовой стоимости их совокупного капитала одинаковы, а общие абсолютные размеры их задолженности составляют соответственно 7 и 18 млн. руб.;

Средние ставки процента по кредитам, которыми пользуются рассматриваемые фирмы, таковы, что средняя кредитная ставка по оцениваемой компании такая же, что и по компании-аналогу;

Сведений о налоговом статусе компаний (о налоговых льготах) не имеется;

Объявленная прибыль компании-аналога до процентов и налогов равна 3,7 млн. руб., процентные платежи этой компании в отчетном периоде были 150 000 руб., уплаченные налоги на прибыль – 575 000 руб.;

Прибыль оцениваемой компании до процентов и налогов равна 2,7 млн. руб., уплаченные налоги на прибыль – 560 000 руб.

Задача 5

Определить рыночную стоимость собственного капитала (100% пакет акций) ОАО методом компании-аналога. Имеется следующая информация по компаниям:

Показатели	Оцениваемое	Аналог
Количество акций в обращении	150 000	125 000
Рыночная стоимость 1 акции		25
Выручка, тыс. руб.	1 000	920
Себестоимость продукции тыс. руб.	750	700
в т.ч. амортизация	150	160
Уплаченные проценты, тыс. руб.	190	70
Ставка налогообложения	35%	35%

Для определения итоговой величины стоимости использовать следующие веса мультипликаторов:

P/E 35% – P/EBT 35% – P/EBIT 20% – P/CF 10%

3.3.3. Вопросы

1. Какие основные достоинства сравнительного подхода?
2. В каких условиях возможно применение сравнительного подхода и его основных методов
3. Каковы критерии подбора компании-аналога?
4. Какие методы включает в себя сравнительный подход к оценке бизнеса?
5. Могут ли и если да, то как, использоваться в сравнительном подходе, зарубежные аналоги?
6. Что такое ценовой мультипликатор.
7. Какие существуют основные оценочные мультипликаторы? Дайте их сравнительную характеристику
8. Как правильно выбрать мультипликатор для проведения оценки?

9. Почему итоговая величина стоимости нуждается в корректировке?
10. Перечислите основные виды поправок, вносимых оценщиком.

3.3.4. Тест по сравнительному подходу

1. Выберите наиболее важные критерии отбора компаний– аналогов в рамках сравнительного подхода:

- а) одинаковое количество акций в обращении у оцениваемой компании и у компании-аналога;
- б) сходные методики бухгалтерского учета, используемые оцениваемой компанией и аналогами;
- в) ведение бизнеса оцениваемой компанией и аналогами в одной отрасли;
- г) совпадение организационно-правовых форм (открытое/закрытое акционерное общество) оцениваемой компании и аналогов.

2. Выберите основное отличие метода сделок от метода рынка капитала:

- а) метод сделок основывается на информации о реально заключенных сделках, а метод рынка капитала основан на информации о ценах публичных предложений;
- б) метод сделок основывается на информации о сделках с крупными пакетами акций, а метод рынка капитала основывается на информации о сделках с миноритарными пакетами;
- в) метод сделок основывается на информации о сделках с активами компании, а метод рынка капитала основывается на информации о сделках с долгосрочными обязательствами компании.

3. Расположите в нужном порядке этапы оценки стоимости бизнеса в рамках сравнительного подхода:

- а) выбор показателей финансово-хозяйственной деятельности компаний для сравнения;
- б) расчет мультипликаторов;
- в) поиск компаний-аналогов.

4. Какой способ определения величины стоимости в рамках сравнительного подхода наиболее предпочтительный, если в оценке использовались значения мультипликаторов за ряд лет?

- а) как среднее арифметическое простое;
- б) как среднее арифметическое взвешенное;
- в) как медианное значение мультипликатора.

5. Какой основной недостаток мультипликатора «Цена / Стоимость чистых активов»?

- а) стоимость чистых активов – один из наиболее нестабильных показателей деятельности компании;

б) значение стоимости чистых активов относится к коммерческой тайне и недоступно внешним аналитикам.

в) стоимость (балансовая) активов в значительной степени зависит от особенностей бухгалтерского учета, анализ этих особенностей оценщиком затруднен.

6. О чем может говорить высокое значение мультипликатора «Цена / Чистая прибыль»?

а) компания имеет высокую чистую прибыль;

б) компания имеет низкую чистую прибыль, но ее акции высоко ценятся на рынке;

в) компания имеет значительную долю заемных средств в структуре капитала.

7. В каких случаях более уместно применять мультипликатор «Цена / Стоимость чистых активов»?

а) сравниваемые компании работают в сфере чёрной металлургии;

б) сравниваемые компании работают в сфере разработки программного обеспечения;

в) сравниваемые компании работают в банковской сфере.

8. Какой принцип лежит в основе сравнительного подхода к оценке?

а) принцип замещения;

б) принцип вклада;

в) принцип наилучшего и наиболее эффективного использования.

9. Компания-аналог за прошлый год осуществила дополнительную эмиссию акций. Оценщик рассчитывает мультипликатор «Цена/ Прибыль» для компании-аналога. Какое количество акций ему следует использовать при определении показателя «Прибыль в расчете на акцию»?

а) количество акций на начало года (до дополнительной эмиссии);

б) количество акций на конец года (после дополнительной эмиссии);

в) среднее значение указанных двух количеств.

10. Значение мультипликатора «Цена / Прибыль» для компании А составляет 3; для компании Б – 4. Какую компанию рынок считает более перспективной?

а) Компанию А;

б) Компанию Б;

в) определенно ответить нельзя.

11. Значение мультипликатора «Цена / Стоимость чистых активов» для компании А составляет 1,2; для компании Б – 1,3. Какую компанию рынок считает более эффективной?

а) Компанию А;

- б) Компанию Б;
- в) определенно ответить нельзя.

12. Для какой из нижеперечисленных отраслей более оправдано применение мультипликатора «Цена / Выручка»?

- а) розничная торговля продуктами питания;
- б) оптовая торговля электроэнергией;
- в) производство нефтехимического оборудования.

4. ИНТЕГРАЛЬНАЯ ОЦЕНКА БИЗНЕСА

4.1. Методы согласования результатов оценки стоимости бизнеса, полученных на основе различных подходов

Для усреднения нескольких значений стоимости, полученных разными подходами, уместно опять воспользоваться взвешиванием, присвоив свой вес каждому из них. В условиях неразвитого фондового рынка, непрозрачности информации о деятельности компаний и прочих атрибутах еще формирующейся рыночной экономики России, значения стоимости, полученные каждым из подходов, могут различаться значительно. Поэтому правильно оценить вес конкретного подхода крайне важно.

Присвоение весов подходам (рис. 1) оценщик должен убедительно и подробно обосновать в отчете. Для согласования результатов, полученных с использованием различных методов оценки, широкое применение получил «Метод анализа иерархий» Т. Л. Саати, основанный на декомпозиции проблемы согласования результатов и ее представления в виде иерархии.

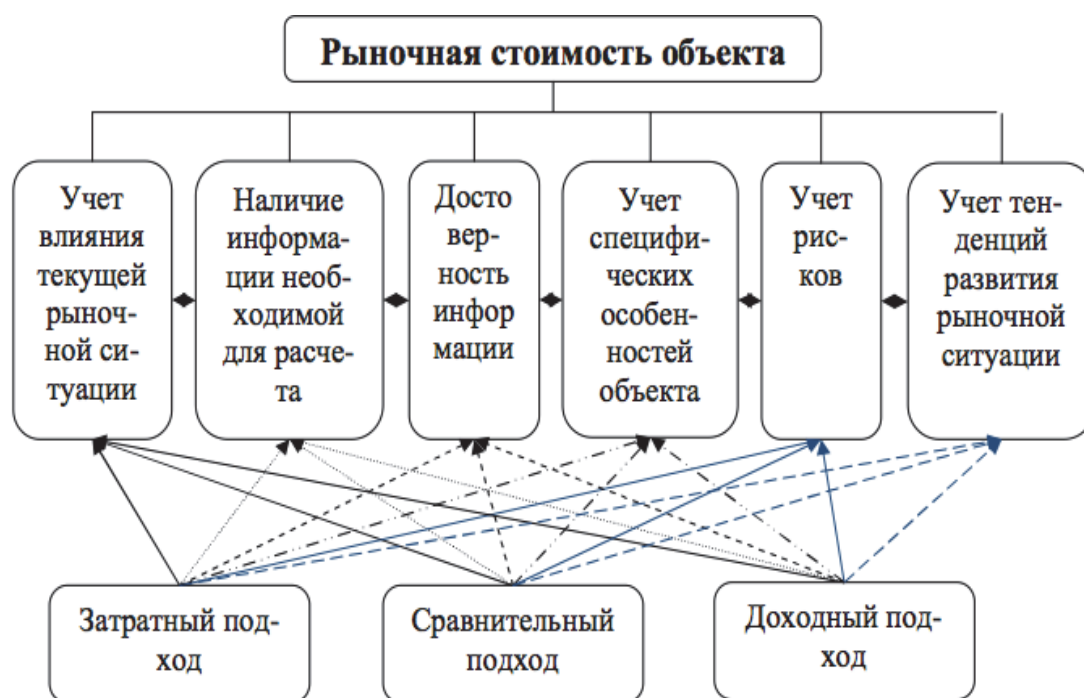


Рис. 1. Иерархия рыночной стоимости объекта

Верхний уровень: цель – согласованная оценка рыночной стоимости объекта оценки.

Средний уровень: критерии согласования – возможность отразить действительные намерения потенциального инвестора и продавца;

- тип, качество, обширность данных, на основе которых проводился анализ;
- способность учитывать специфические особенности объекта, влияющие на его стоимость (местонахождение, размер, потенциальная доходность);

- влияние принятых ограничений и суждений на точность результата в методе.

Нижний уровень: альтернативы – результаты оценки, полученные различными подходами. После декомпозиции проблемы согласования результатов и ее представления в виде иерархии выполняется следующая последовательность действий.

4.2. Учет степени контроля

Стоимость одной акции в составе мажоритарного и миноритарного пакетов различается. Это связано, в первую очередь, с тем, что ключевое влияние на процесс распределения прибыли оказывают не столько сами акционеры, сколько руководство компании, назначаемое, как правило, наиболее крупными акционерами. Миноритарные акционеры не имеют возможности влиять на руководство компании, следовательно, не могут влиять на процесс распределения прибыли. В ситуации, когда контрольный пакет консолидирован в одних руках и акции не торгуются на бирже, стоимость миноритарного пакета акций вообще стремится к нулю.

Лучший пример для иллюстрации смещения стоимости предприятия к владельцам более крупных пакетов — это акционерное общество, где одному акционеру принадлежит 51% акций, а другому – 49%. Небольшая номинальная разница между пакетами приводит к значительному различию рыночных стоимостей каждого из них. Чем более непропорционально распределяются выгоды, генерируемые акционерным обществом, между держателями крупных и мелких пакетов, тем более будет отличаться цена 1 акции в крупном и в мелком пакетах. Это определяет необходимость применения «премии за контроль» (либо «скидки за неконтрольность»). Премия за контроль представляет собой стоимостное выражение преимущества, связанного с правом владельца крупного пакета акций на управление компанией.

Основные выгоды владельцев крупных (контрольных) пакетов — это широкие возможности личного потребления в рамках компании (назначение высоких премий высшему руководству компании), трансфертное ценообразование (перенос прибыли в аффилированные крупным акционерам структуры). Средняя премия за контроль колеблется в пределах 30-40%, скидка со стоимости за меньшую долю около 23%.

Оценщик может ориентироваться на эти цифры, но для окончательного определения поправок следует анализировать структуру.

Методы доходного подхода к оценке бизнеса (метод дисконтированного денежного потока и метод капитализации дохода), методы затратного подхода (метод чистых активов и метод ликвидационной стоимости) и метод сделок (сравнительный подход) в результате расчета дают стоимость всего бизнеса (стоимость 100% акций, включает в себя и стоимость контроля).

Метод рынка капитала в результате расчетов дает стоимость миноритарного пакета акций, на его основе можно определить стоимость всей компании, при-

чем эта стоимость не включает в себя стоимость контроля. Разница между стоимостью компании с учетом контроля и стоимостью компании без учета контроля и составляет стоимость контроля.

$$P = P_0 + P_k,$$

где P – полная стоимость компании (например, рассчитанная методом дисконтированного денежного потока для собственного капитала); P_0 – стоимость компании, исчисленная исходя из стоимости одной акции (например, методом рынка капитала); P_k – стоимость контроля.

Стоимость контроля распределяется между крупными акционерами, имеющими возможность влиять на управление компанией.

4.3. Скидки за низкую ликвидность

Еще одна поправка, которую следует учесть при оценке, это скидка за низкую ликвидность. **Ликвидность** — это способность актива быть быстро проданным за деньги без существенных потерь. Скидка за недостаточную ликвидность – величина, на которую уменьшается стоимость оцениваемого пакета для отражения его недостаточной ликвидности.

Высокая ликвидность увеличивает стоимость ценной бумаги, низкая – снижает по сравнению со стоимостью аналогичных, но легко реализуемых ценных бумаг. При определении скидки на недостаточную ликвидность следует выделить факторы, увеличивающие и уменьшающие размер данной скидки:

Характер компании — закрытые компании, в отношении которых существует и законодательное ограничение свободной продажи акций, менее ликвидны по сравнению с открытыми.

Размер пакета акций — при покупке небольших пакетов ценных бумаг скидка за отсутствие ликвидности больше, чем при покупке контрольного пакета. Покупатель контрольного пакета в меньшей степени озабочен его ликвидностью, чем портфельный инвестор, зарабатывающий на торговле акциями.

Существует метод, позволяющий определить скидку за низкую ликвидность, обусловленную закрытым характером компании: показатель Р/Е («цена / прибыль») для закрытой компании сравнивается с таким же показателем для сопоставимой публичной компании, чьи свободно обращаются на фондовых рынках. Разница (в процентах) и обозначит скидку за низкую ликвидность, обусловленную характером компании.

4.4. Последовательность применения скидок

Важно помнить, что разные методы оценки бизнеса по-разному учитывают степень контроля и степень ликвидности. Значение стоимости бизнеса, полученное методом дисконтированных денежных потоков, методом капитализации прибыли, методом чистых активов, методом ликвидационной стоимости, уже включает в себя премию за контроль и не включает скидку за низкую ликвидность. Значение стоимости миноритарного пакета акции, полученное методом

рынка капитала, включает в себя и поправку на ликвидность, и поправку на низкую степень контроля. Значение стоимости контрольного пакета акций, полученное методом сделок, включает и премию за контроль, и поправку на степень ликвидности. Важно отметить, что поправка на степень ликвидности производится после того как применена поправка на степень контроля.

4.5. Вопросы и задачи

1. Почему результаты оценки, полученные различными подходами, могут значительно различаться?
2. Какие факторы необходимо учесть при выводе итоговой величины стоимости предприятия?
3. Какие критерии лежат основе определения весов для согласования результатов оценки?
4. Что такое «степень контроля»?
5. Чем определяется ликвидность пакета акций?

Задача 1

Оценивается ОАО «Вавилон» – дочерняя компания холдинга «Альфа». Профиль деятельности компании – полиграфические услуги. Промышленное оборудование, используемое в процессе производства, принадлежит компании, куплено недавно. В процессе работы оценщиком выявлены аналоги ОАО «Вавилон»: два полиграфических предприятия, которые были недавно проданы. Сравнение осуществлялось основными сравнительными мультипликаторам на основе данных публичной отчетности.

Холдинг «Альфа» намеревается внести 100% акций ОАО «Вавилон» в уставный капитал нового предприятия – совместный проект с холдингом «Бета». Оценка производится для определения рыночной стоимости имущества, подлежащего внесению в уставный капитал. Известно, что управлением ОАО «Вавилон» будет заниматься холдинг «Бета», его планы деятельности оценщику неизвестны. В процессе оценки были получены следующие результаты: Метод капитализации дохода – 25 млн. рублей. Метод чистых активов – 34 млн. рублей. Метод сделок – 30 млн. рублей.

Проведите согласование полученных оценщиком результатов и определите итоговое значение стоимости 100% акций ОАО «Вавилон».

Задача 2

Оценивается пакет акций ОАО «Витязь», размер пакета 40%. Вторым акционером ОАО «Витязь» является держатель 60% акций, недружественно настроенный по отношению к владельцу 40%. Стоимость бизнеса ОАО «Витязь» (стоимость 100% акций), оцененная методом дисконтированных денежных потоков, составила 1 000 000 у.е. Стоимость бизнеса ОАО «Витязь» (стоимость 100% акций), оцененная методом чистых активов, составила 1 200 000 у.е. Стоимость 1 акции ОАО «Витязь», рассчитанная методом рынка капитала, со-

ставила 3 у.е., количество акций в обращении 220 000. Поскольку подробная информация о деятельности ОАО «Витязь» была не доступна оценщику (оценку заказывал не контрольный акционер), веса подходам были присвоены так: доходный – 0,3, затратный – 0,3, сравнительный – 0,4. Определите итоговое значение стоимости 40% акций ОАО «Витязь».

ПРИЛОЖЕНИЕ

Показатели дохода, используемые для построения ценовых мультипликаторов

№ п/п	Показатель	Английское наименование	Методика расчета
1.	Выручка	Sales	
2	Себестоимость реализации (не включает амортизацию)		
3.	Амортизация		
4.	Валовая прибыль	Gross margin (gross profit)	= 1 - 2
5.	Коммерческие и общекорпоративные расходы		
6.	Прочие операционные расходы		
7.	Прочие операционные доходы		
8.	Прибыль от реализации	Sales Margin	= 4 - 5 - 6 + 7
9.	Прочие внереализационные расходы		
10.	Прочие внереализационные доходы		
11.	Прибыль до уплаты налогов, процентов и амортизации	EBITDA	= 8 - 9 + 10
12.	Прибыль до уплаты процентов и налогов (операционная маржа)	EBIT	= 11 - 3
13.	Проценты к получению		
14.	Проценты к уплате		
15.	Прибыль до налогообложения	EBT	= 12 + 13 - 14
16.	Налог на прибыль		
17.	Чистая прибыль	E	= 15 - 16
18.	Дивиденды	DIV	DIV ≤ E
19.	Денежная чистая прибыль	Cash Earnings	= 17 + 3
20.	Увеличение собственного оборотного капитала		
21.	Чистый денежный поток от операционной деятельности	FOCF	= 12 + 3 - 20
22.	Капиталовложения		
23.	Денежный поток компании	FCFF	= 21 - 22
24.	Увеличение (уменьшение) основного долга		
25.	Чистый денежный поток для собственного капитала (для акционеров)	FCFE	= 23 + 24

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Федеральный закон от 29.07.1998г. № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (с изменениями).
2. Федеральный закон №143-ФЗ от 14.11.2002 г. «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации».
3. Федеральный стандарт оценки №1 «Общие понятия, подходы к оценке и требования к проведению оценки (ФСО №1)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 20.07.2007г, №256;
4. Федеральный стандарт оценки № 2 «Цель оценки и виды стоимости (ФСО №2)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 20.07.2007 г. №255;
5. Федеральный стандарт оценки № 3 «Требования к отчету об оценке (ФСО №3)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 20.07.2007 г. №254.
6. Валдайцев, С.В. Оценка бизнеса: учебник / С.В. Валдайцев. – М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2004.
7. Есипов, В.Е. Оценка бизнеса: практическое руководство / В.Е. Есипов, Г.А. Маховикова, С.К. Мирзажанов. – М.: Эксмо, 2008.
8. Ильин, М.О. Оценка стоимости бизнеса / М.О. Ильин – М.: ВАВТ, 2013.
9. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Д. Муррин. – М.: ЗАО «Олимп– Бизнес», 2005.
10. Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – М.: Финансы и статистика, 2005.
11. Чиркова Е. Как оценить бизнес по аналогии / Е. Чиркова. – М.: Альпина Бизнес Букс, Альпина Паблишер, 2009.
12. Бюллетень банковской статистики Центрального банка Российской Федерации. – [http:// www.cbr.ru/publ/main.asp?Prtid=BBS](http://www.cbr.ru/publ/main.asp?Prtid=BBS).
13. http://www.srosovet.ru/info/materials/for_beginners.
14. Интернет-портал «Банк знаний оценщика». – <http://www.it.iksys.ru>.
15. Раздел «Оценочная деятельность» сайта. – www.maxosite.ru.

Учебное издание

Галкина Лидия Александровна,
Антоненко Елизавета Викторовна

**ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА:
ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ
И ПРАКТИЧЕСКОЕ ПРИМЕНЕНИЕ**

Учебное пособие для практических занятий

Техн. редактор *А.В. Миних*

Издательский центр Южно-Уральского государственного университета

Подписано в печать 11.11.2016. Формат 60×84 1/16. Печать цифровая.
Усл. печ. л. 2,56. Тираж 100 экз. Заказ 485/494.

Отпечатано в типографии Издательского центра ЮУрГУ.
454080, г. Челябинск, проспект Ленина, 76.