

Палеев Денис Леонидович
к.т.н., доцент кафедры
«Экономика предприятия и предпринимательства»
dlpaleev@yandex.ru

ОЦЕНКА БИЗНЕСА

Тема 3.

Рыночный (сравнительный) подход к оценке бизнеса

Рыночный подход

Сущность метода: стоимость компании зависит от масштабов ее деятельности, которые определяют способность компании генерировать потоки денег в будущем. Стоимость оцениваемой компании определяется на основе стоимости аналогичного бизнеса

Масштаб деятельности задается объемом продаж, чистой прибылью, операционной прибылью, производственными активами компании, количеством клиентов/покупателей ...

Например, если одна компания имеет объем реализации в два раза больше, чем другая, то и стоить она должна в два раза больше, так как будут приносить примерно в два раза большие денег своим инвесторам.

Преимущества метода:

- Наглядность, показывает на конкретных примерах сколько сегодня «рынок» готов заплатить за данный бизнес
- Наименее теоретизированный из всех подходов



- Вызывает наибольшее доверие у публики
- Самый популярный метод

Варианты рыночного подхода

1. Метод рынка капитала - определяется мультипликатор, связывающий стоимость акций компании- аналога с одним из ее финансовых или операционных показателей.

2. Метод прецедентных сделок - позволяет установить связь между ценой сделки по компании-аналогу и одним из ее финансовых или операционным показателем.

**Метод рынка капитала
(компании-аналога,
ценовых мультипликаторов)**

Последовательность оценки

Терминология:

MVIC (market value of invested capital)- рыночная стоимость компании

P (price) -цена компании

1. Выбрать компании - аналоги.



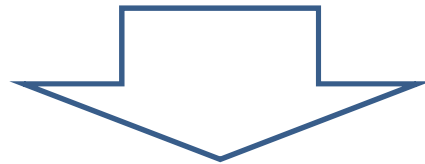
2. Проанализировать котировки акций компаний-аналогов и рассчитать рыночные мультипликаторы.



3. Определить чистую прибыль анализируемой компании и применить мультипликатор компании-аналога к рыночной стоимости анализируемой компании).

Упрощённый пример оценки

- размер капитализации компании-аналога в 8 раз больше её чистой прибыли (мультипликатор P/E, price/earnings ratio = 8)



- чистая прибыль анализируемой компании NI = 100. Рыночная стоимость собственного капитала (капитализация) = $100 * 8 = 800$.

Мультипликатор P/E (price/earnings ratio)

- P/E можно представить как «срок окупаемости» инвестиций в компанию прибылью, полученной от ее деятельности.
- Коэффициент показывает сколько «годовых объемов прибыли» готов заплатить инвестор, покупая акции компании.

Если $PE=8$, то каждый вложенный в компанию рубль окупается прибылью через 8 лет.

Динамические мультипликаторы

(отражают отношение стоимости к потоку выгод*)

- **P/E (Price/Earnings или Price/Net Income)**- отношение стоимости собственного капитала к чистой прибыли
- **MVIC/EBITDA** - отношение стоимости компании к прибыли до выплаты процентов, налогов и амортизации
- **P/R , MVIC/Sales (P/S)**- отношение стоимости компании (собственного капитала) к выручке от реализации или продаж (R-revenue, Sales)
- **MVIC/EBIT** - отношение стоимости компании к прибыли до выплаты процентов и налогов
- **MVIC/(Operating Profit)** - отношение стоимости компании к операционной прибыли
- **MVIC/NCFic** - отношение стоимости компании к чистому потоку денежных средств к владельцам вложенного капитала
- **P/NCFe** - отношение стоимости собственного капитала к чистому потоку денежных средств к владельцам собственного капитала

* Определяются по данным отчёта о прибылях и убытках

Статические показателя

(отражают отношение стоимости к балансовым показателям)

- $MVIC/(Net\ Assets)$ - отношение рыночной стоимости акционерного капитала к балансовой стоимости чистых активов компании
- $MVIC/(Operating\ Assets)$ - отношение рыночной стоимости компании к балансовой стоимости операционных активов компании

Отраслевые мультипликаторы

Определяют за счет каких именно «реальных» факторов компании генерируют прибыль и потоки денежных средств в данной отрасли, связывают стоимость компании с показателями деятельности в натуральных единицах

- в предприятиях связи отношение стоимости компании к числу абонентов (как источнику будущих доходов) $MVIC / (\text{Число абонентов})$
- в нефтяной отрасли это отношение стоимости компании к доказанным запасам $MVIC / (\text{доказанные запасы в млрд. бар. у.н.э.})$
- отношение стоимости к объему добычи $MVIC / (\text{годовой объем добычи в млн.т.})$
- в розничной торговле это отношение стоимости компании к площади торговых залов $MVIC / (\text{Площадь в кв.м.})$
- в транспортной отрасли - отношение стоимости к протяженности перевозок $MVIC / (\text{кол-во километров})$

Трудности в применении метода

Каждый бизнес - уникален! Полных аналогов не бывает.

1. Сложность в подборе компаний-аналогов.
2. Наличие информации о мультипликаторах компаний-аналогов.
3. Нахождение наиболее адекватных оцениваемому бизнесу мультипликаторов.
4. Корректировки и поправки, которые следует сделать, применяя метод мультипликаторов.

Последовательность оценки

1. Подготовка финансовой отчетности оцениваемой компании (5 лет).
2. Нормализация отчетности. Выделение неоперационных активов, стоимость которых следует учесть отдельно.
3. Учесть налоговый эффект нормализации.

4. Составить список компаний-аналогов.
5. Подготовить финансовые отчеты компаний-аналогов.
6. Выполнить нормализацию отчетности компаний-аналогов, применяя те же принципы, что и в п.2 (соблюдать принцип соответствия).



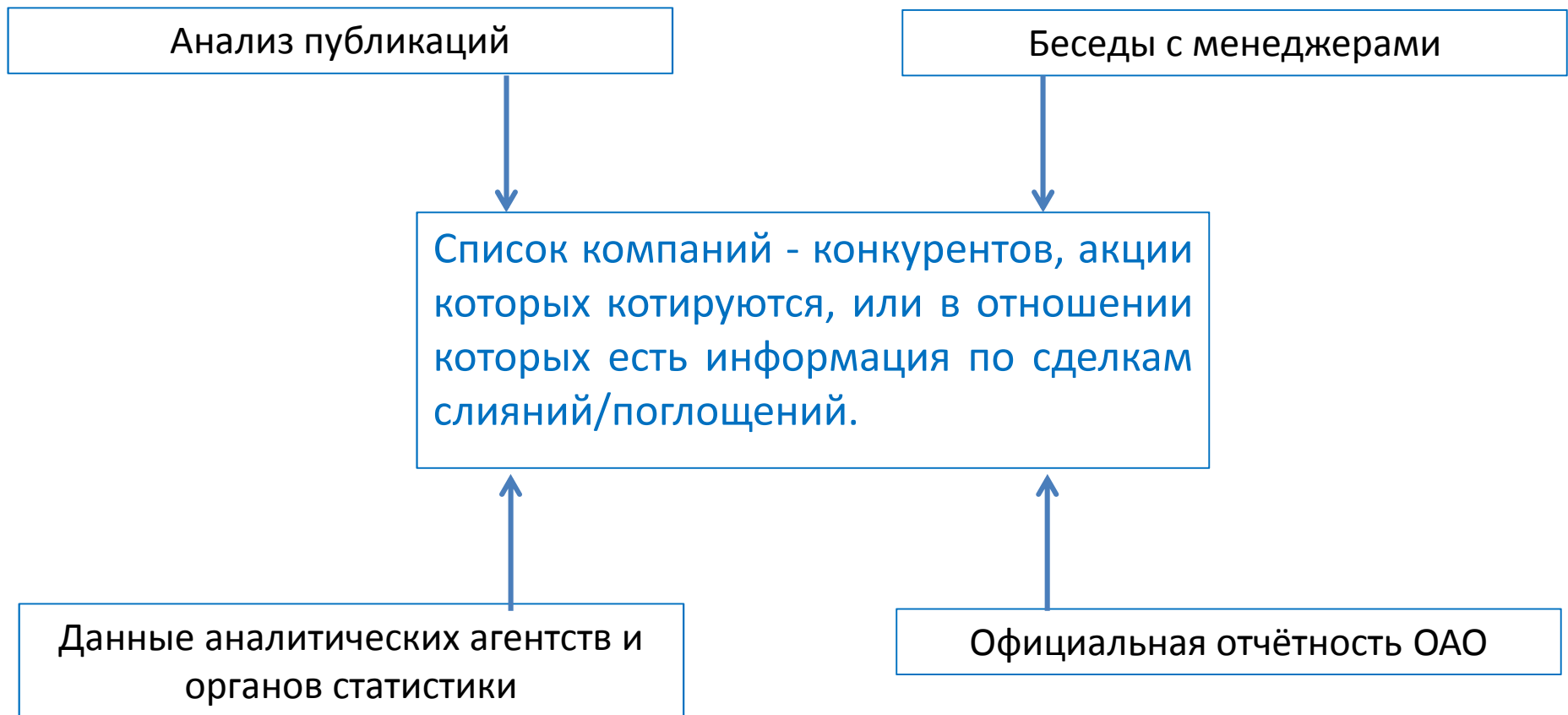
Сравнение компаний

7. Определить список мультипликаторов, в наибольшей мере отражающих бизнес оцениваемой компании.
8. Выбрать период времени, наиболее адекватно отражающий результаты оцениваемого бизнеса (как правило, это - последние 12 мес, иногда - средние результаты за ряд периодов или прогнозные данные на следующий год).
9. Рассчитать мультипликаторы по компаниям-аналогам в соответствии со списком п.7.
10. Сделать поправки к мультипликаторам (вверх или вниз) в соответствии с особенностями оцениваемой компании.

Сравнение компаний

11. Рассчитать стоимость оцениваемой компании с применением выбранных мультипликаторов.
12. Присвоить «весовой коэффициент» каждому из полученных значений.
13. Окинуть взором полученные данные. Применить «здравый смысл».
14. Добавить к полученному значению ранее «вычеркнутые» неоперационные активы. Если считается, что оцениваемая компания работает с дефицитом активов, следует сделать «поправку» в сторону уменьшения стоимости бизнеса на величину потребности в дополнительных активах.
15. Применить скидки и премии в зависимости от наличия ликвидности и контроля.

Подбор компаний-аналогов

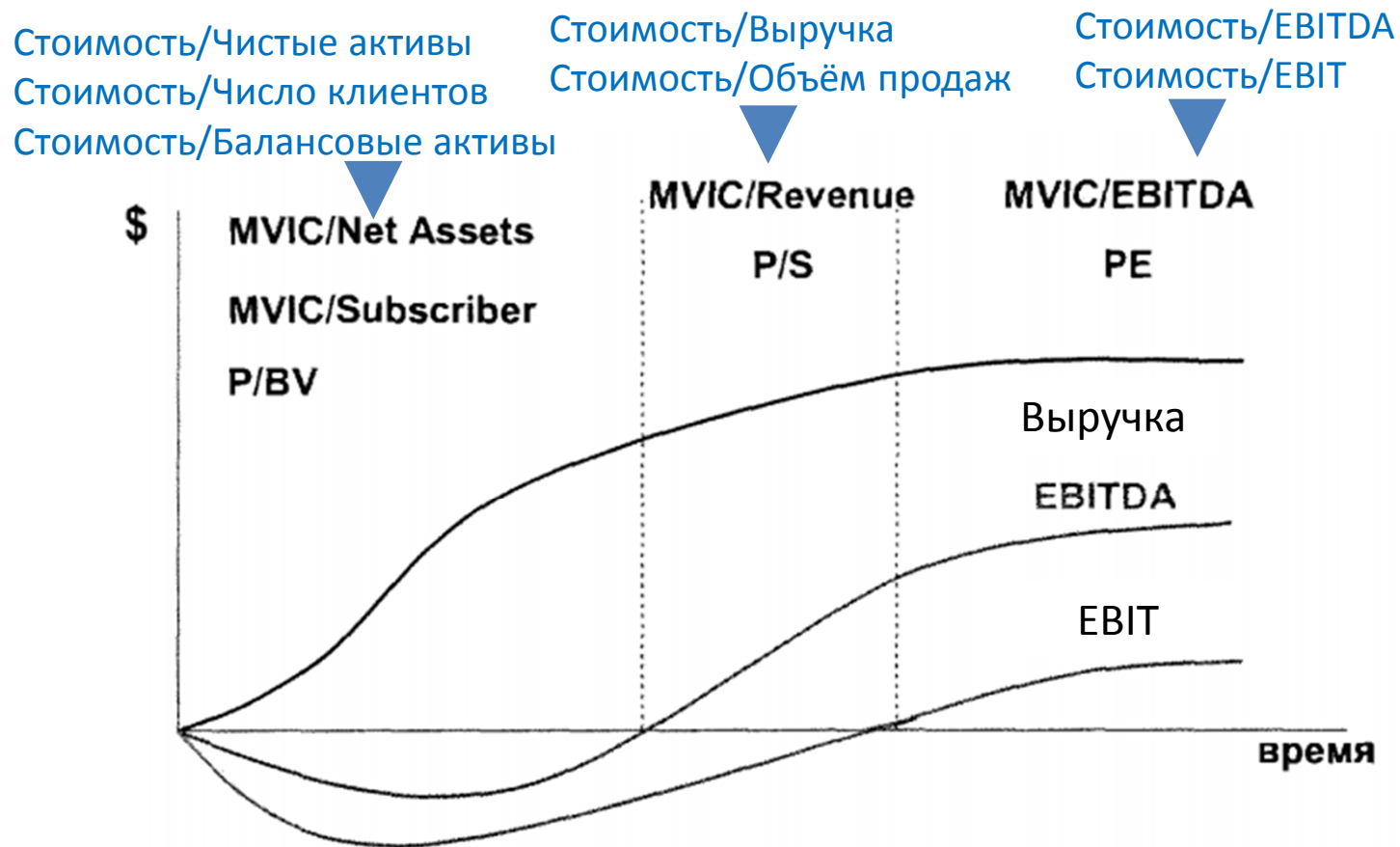


Список критериев «аналогичности»

- **Степень диверсификации бизнеса.** Какой процент дохода компании получен за счёт данного вида деятельности?
- **Сходство выпускаемой продукции и маркетинговая стратегия.** Пример: оцениваемая компания торгует дешевыми часами, а компания-аналог дорогими. Оценивая компания ориентируется на «оборот», конкурент - «на маржу»
- **Стадия жизненного цикла компаний.** Запуск? Рост? Зрелость? Спад? Зрелые компании имеют более устойчивую маржу, больше лояльных покупателей...
- **Тип рынка на котором работают компании.** Промышленный? Потребительский? Аналогами могут быть компании, продающие разные продукты, но работающие на сходных рынках (торговля листовым прокатом и металлической арматурой).
- **Размер компаний: объемы продаж, прибыли, активов, число работающих, количество торговых точек.** Публичные компании больше по размеру, чем «товарищества», однако, могут быть приняты в качестве аналогов.
- **Географическая дифференциация.** Прибыли компаний, работающих в разных регионах сложнее сравнивать.
- **Эффективность менеджмента, взаимоотношения с поставщиками и покупателями.** Например, у крупной компании маржа выше, поскольку поставщики пред оставляют оптовые скидки, но существуют большие затраты на содержание штата советников, юристов, консультантов
- **Структура капитала.** Компаний, имеющие большую собственного капитала получают больше прибыли т.к. не выплачивают проценты по кредитам.
- **Тенденции развития бизнеса, перспективы роста компаний.** Компании в растущих сегментах рынка быстрее растут в цене.
- **Успешность НИОКР компаний в прошлом.**
- **Доступность источников финансирования,** взаимоотношения с банками, кредитная история..
- **Операционный риск:** структура затрат компании.

Сокращение списка компаний-аналогов

Необходимо выполнить ранжирование критериев «аналогичности» и выбрать компании-аналоги, сопоставимые по ключевым параметрам



Виды прибыли

Выручка (Revenue)

- Себестоимость реализации (COGS) = Валовая прибыль (Gross Margin)
- Операционные расходы (OPEX) = Прибыль до процентов, налога и амортизации (EBITDA)
- Амортизация (DDA) = Прибыль до процентов и налога на прибыль (EBIT)
 - ↓
 - Проценты по кредитам (Interest) = Прибыль до налога на прибыль (EBT)
 - Налог на прибыль (Tax) = Чистая прибыль (Net Income)
- Налог на прибыль от EBIT (Taxes on EBIT) = Чистая операционная прибыль за вычетом налога на прибыль (NOPAT)
 - ↓

Выбор нужных мультипликаторов

Использование самого популярного мультипликатора P/E в Российских условиях имеет сложность по следующим причинам:

- отчетность по международным стандартам ведется не на всех предприятиях
- различия в учетной политике при расчете чистой прибыли
- различия в ставках налогообложения (по странам)

Что делать?

отдавать предпочтение P/EVT, P/EBIT, P/EBITDA, P/R

Какие мультипликаторы лучше?

MVIC/EBITDA

Отношение MVIC/EBITDA свободно от некоторых недостатков:

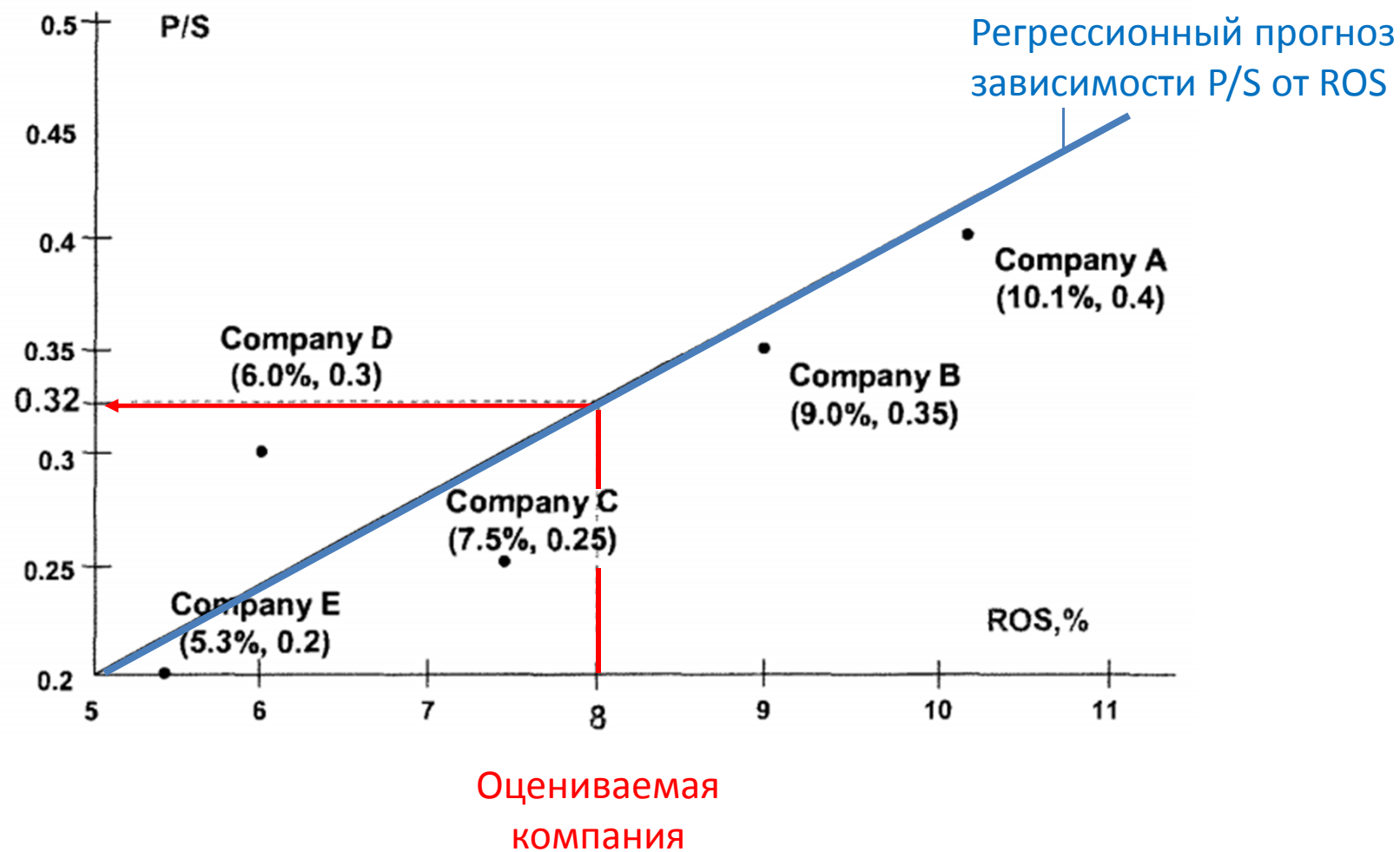
- различие в нормах и методах начисляемой амортизации,
- процентов по кредитам, займам и лизингу;
- налогу на прибыль.

Недостаток: EBITDA не является показателем, публикуемым в «Отчете о прибылях и убытках», и требует вычисления.

MVIC/Sales (P/S):

- можно использовать в качестве «проверки на здравый смысл» полученных результатов;
- результаты будут сильно зависеть от структуры финансирования компаний;
- рассматривается как «последний шанс» в поиске соответствующего мультипликатора;
- применяется в случае, когда «покупатель» намерен получать «совсем другую прибыль» от того же дохода в будущем.

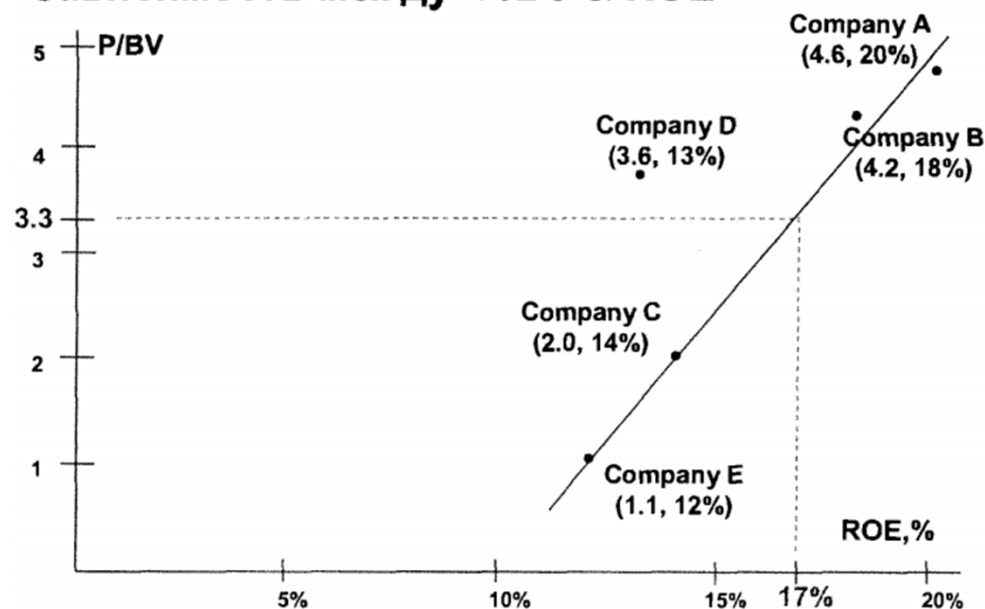
Пример: зависимость между P/S и ROS



Мультипликаторы MVIC/Book Value (P/BV) и MVIC/Net Assets Value

- **book value** - балансовая стоимость материальных чистых активов компании (собственного капитала) или балансовая стоимость вложенного капитала;
- book value берется или на дату оценки, или по данным за последний отчетный период;
- обычно не принимаются в расчет нематериальные активы;
- можно применять к финансовым институтам, а также к компаниям, чей бизнес основан на материальных активах

Зависимость между P/BV & ROE



Выбор временного диапазона

Возможные варианты:

1. Последние 12 месяцев (LTM - last 12 months) - наиболее часто используется. Данные приближены к дате оценки, однако, не всегда доступны по компаниям-аналогам.
2. Последний финансовый год или отчетный период, пересчитанный на год (LQA - last quarter actualized) -наиболее доступны для анализа, но важно, чтобы дата оценки и дата отчетности не сильно разнились.
3. Прогнозные показатели (Forward) - наилучший вариант, но наиболее сложный и дорогой в применении. Некоторые специализированные агентства публикуют прогнозные значения ряда показателей: доход, прибыль, EBITDA.
4. Усредненные за ряд периодов (Average) - используются в случае, если бизнес достаточно стабилен, тенденции будут продолжены.

Пример: оценка стоимости сети ресторанов



Оцениваемая компания «Венеция» имеет сеть из 15 ресторанов с общим объемом дохода 34 млн \$ в год и прибылью 1.66 млн \$ в год.

Перечень критериев для выбора компании-аналога

1. Компании, специализирующиеся на ресторанном бизнесе и предлагающие услуги для среднего класса
2. Основная услуга - ужин.
3. Уровень доходов: от 10 до 300 млн. \$ в год
4. Положительная операционная прибыль за последний финансовый год
5. География -США

Выбранные аналоги

| Компания | Кол-во ресторанов | Доход, млн.\$ в год | Доход на одну торговую точку |
|----------------------------|-------------------|---------------------|------------------------------|
| Компания «Венеция» | 15 | 34,19 | 2,28 |
| Компания «Гудбай, Америка» | 56 | 111,52 | 1,99 |
| Компания «Восток» | 24 | 101,66 | 4,24 |
| Компания «Русский сувенир» | 97 | 250,34 | 2,58 |
| Компания «Париж» | 88 | 58,59 | 0,67 |

Дополнительная информация о компаниях

- Компания «Русский сувенир» существенно увеличила операционные расходы за последнее полугодие. В результате чего прибыль в расчёте на одну обыкновенную акцию (EPS, Earnings Per Share) за 12 месяцев сократилась.
- Компания «Русский сувенир» и «Гудбай, Америка» расширили бизнес благодаря слияниям и поглощениям за последние 2 года. Рост сказался на P/E за данный период времени.
- Оцениваемая компания имеет «неоперационные активы» на сумму 15 млн. долл. По аналогам уточнить подобные данные не представляется возможным.

Сравнительная финансовая оценка оцениваемой компании с аналогами

| Показатель | Значение | Характеристика |
|-----------------------|----------|---------------------------|
| К-т ликвидности | 2,1 | Выше среднего |
| Финансовый рычаг | 0,6 | Средний |
| Рентабельность продаж | 25% | Выше среднего |
| Темпы роста | 10% | Ниже среднего |
| Размер компании | | Наименьший из оцениваемых |

Вывод: финансовые показатели оцениваемой компании не имеют резких отличий от аналогов. Можно говорить, что её показатели средние или чуть выше средних. Коррекция мультипликаторов не требуется.

Выбор периода для сравнения

$P/E = \text{Цена за 1 обыкновенную акцию} / EPS$

$$EPS = \frac{\text{Чистая прибыль} - \text{Привилегированные дивиденды}}{\text{Средн. число обыкновенных акций}}$$

Значения P/E

| Компания | За последние 12 месяцев | За последний финансовый год | Прогноз на следующий финансовый год | Среднее за 3 последних года |
|----------------------------|-------------------------|-----------------------------|-------------------------------------|-----------------------------|
| Компания «Гудбай, Америка» | 12,43 | 13,27 | 10,67 | 25,18 |
| Компания «Восток» | 9,12 | 10,80 | н/д | 22,80 |
| Компания «Русский сувенир» | 24,37 | 13,71 | 59,82 | 19,35 |
| Компания «Париж» | 9,76 | 7,42 | н/д | 10,31 |
| Среднее | 13,9 | 11,3 | 35,3 | 19,4 |
| Медиана | 11 | 12 | 35,3 | 21,1 |

Аномальное значение, резкий рост показателя за последний год, статистику следует исключить.
Среднее P/E = 10,4

Принимаем за характерное, т.к. финпоказатели «Венеции» чуть выше средних

Большой разброс, данных мало. Статистика нерелевантна

Компании существенно выросли, но причины роста принципиально отличны от «Венеции». Статистика нерелевантна

Расчёт стоимости по наиболее релевантным мультипликаторам

| Метод | Чистая прибыль (скорректированная) | P/E аналога | MVIC |
|--|---------------------------------------|-------------|---------------|
| P/E по данным за последние 12 мес. | \$ 1 657 350 | 10 | \$ 16 574 000 |
| PE по данным за последний финансовый год | \$ 1 467 264 | 12 | \$ 17 607 000 |

Метод рыночных мультипликаторов

Достоинства метода:

- Оценка выглядит значимой, поскольку акции компаний аналогов реально торгуются. Акция - деньги...
- Данные актуальны, в отличие от данных по «сделкам», которые имели место в прошлом
- Рыночные мультипликаторы настроены на будущее и учитывают ожидания инвесторов.

Недостатки метода:

- Рыночные цены могут определяться не «фундаментальными» причинами.
- В России практически отсутствует «представительный» рынок, так как большие пакеты акций находятся в руках отдельных владельцев и не выставляются на продажу.
- Видение консультанта может не совпадать с видением рынка (особенно в инновационных секторах)

Метод прецедентных сделок

Метод является аналогом метода рынка капитала

Главное отличие заключается в том, что метод сделок основан на использовании информации о реально заключенных сделках по покупке/продаже компаний-аналогов.

Метод рынка капитала – учитывает стоимость без учета премии за контроль (если не вносить корректировки), следовательно в интересах миноритарных акционеров.

Метод сделок позволяет оценить стоимость с учетом контроля, то есть в интересах мажоритарных акционеров.

Метод прецедентных сделок

Преимущества

- Наглядность и демонстрация премии за контроль и синергию
- Качественный сигнал, особенно если есть прецеденты по нашим потенциальным покупателям

Недостатки

- Компания не всегда продаётся целиком
- Статистика быстро устаревает
- Очень маленькая статистическая выборка, не известны дополнительные условия сделок

Причины для слияний и поглощений

- Увеличение доходов
- Сокращение затрат
- Уменьшение налогов и использование налоговых льгот
- Горизонтальная интеграция (увеличение доли рынка)
- Вертикальная интеграция
- Производственная диверсификация
- Использование патентов и технологий других компаний

Условия покупки компании

Пример сделки:

Условия сделки: EBITDA = \$20 млн.

Дебиторская задолженность = \$50 млн.,

Объявленная цена сделки: \$100 млн

Условия оплаты: \$50 млн – сразу и по \$10 млн. каждый год в течение 5 лет

Современная стоимость компании без учёта схемы оплаты:

$$MVIC = 50 + 50 + 10 * 5 = 150 \text{ млн.}$$

Современная стоимость компании с учётом схемы оплаты:

$$MVIC = 50 + 50 + \sum_{t=1}^5 \frac{10}{(1+i)^t} = 138 \text{ млн.}$$

$$MVIC/EBITDA = 138/20 = 7$$

Стоимость компании и цель оценки

Не существует одной универсальной методологии оценки стоимости, применимой во всех случаях !

Стоимость одной и той же компании может быть разной для миноритариев и мажоритариев.

Премия за контроль

Какой пакет акций планируется к продаже/покупке?

Возможные варианты:

1. полный контроль (св. 75% голосов)
2. контрольный пакет (50% + 1 голос)
3. блокирующий пакет (25% + 1 голос)
4. миноритарный пакет (менее 25% голосов)

Основания для «премии» :

1. Влияние на политику дивидендов
2. Возможность выбора ключевых менеджеров
3. Влияние на уровень вознаграждений
4. Принятие решений: закрыть/продолжить
5. Выбор стратегии развития: продукция, услуги, регионы, каналы сбыта...

Проблемы оценки величины премии

- Отсутствие статистических данных о сделках по контрольным и не контрольным пакетам акций
- Как отличить премию за контроль от «премии за синергию»?

Премии и скидки за «контроль»

| Автор исследования | Средняя | Медиана |
|---|---------|---------|
| Премия за контроль | | |
| Pratt S., Reily R.F., Schweighs R.P. (1996) по статистике глобального рынка | 39,9% | 36,3% |
| Лимитовский М.А., Грязнов В.Г. (2002) — по статистике сделок на рынке РФ | - | 28% |
| Скидка за неконтрольный характер | | |
| Pratt S., Reily R.F., Schweighs R.P. (1996) по статистике глобального рынка | 28,5% | 26,6% |
| Лимитовский М.А., Грязнов В.Г. (2002) - по статистике сделок рынка РФ | - | 21,9% |

Скидки за ограниченность ликвидности (lack of marketability)

Эмпирическая основа расчета :

- Сравнение стоимости сделок по акциям «с ограничением» со стоимостью сделок по акциям «без ограничений»
- Сравнение стоимости сделок по акциям до публичной эмиссии (IPO) со стоимостью сделок по акциям после публичной эмиссии (IPO)

| | средняя | медиана |
|---|---------|---------|
| Gelman Study (1970) | 33% | - |
| Trout (1972) | 33,45% | - |
| Moroney (1973) | 35,6% | 33% |
| Maher (1973) | 35,43% | - |
| Standard Research Consultant Study (1982) | - | 45% |
| Williamette Management Associates pre-IPO studies | 32% | 73% |
| Williamette Management Consultant Study (1984) | 35% | - |
| Silber (1988) | 33,75% | - |
| FMV Oppinions, Inc (1992) | 23% | - |
| R.W. Barid & Co (1993) | 47% | 46% |
| John Emory pre-IPO studies | 44% | 47% |
| Coeplin, Sarin, Shapiro (1998) (рынок США) | 20,4% | 18,1% |

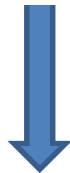
Скидки

Стоимость миноритарного ликвидного пакета

- Рыночный метод - по публичным компаниям
- Доходный метод - «миноритарные» денежные потоки



Скидка за отсутствие ликвидности



Стоимость миноритарного неликвидного пакета

- Отсутствие контроля
- Низкая ликвидность

Стоимость контрольного ликвидного пакета

- Рыночный метод - по сделкам слияний/поглощений, по рынку ЦБ
- Доходный метод - «мажоритарные» денежные потоки
- Затратный метод - метод чистых активов



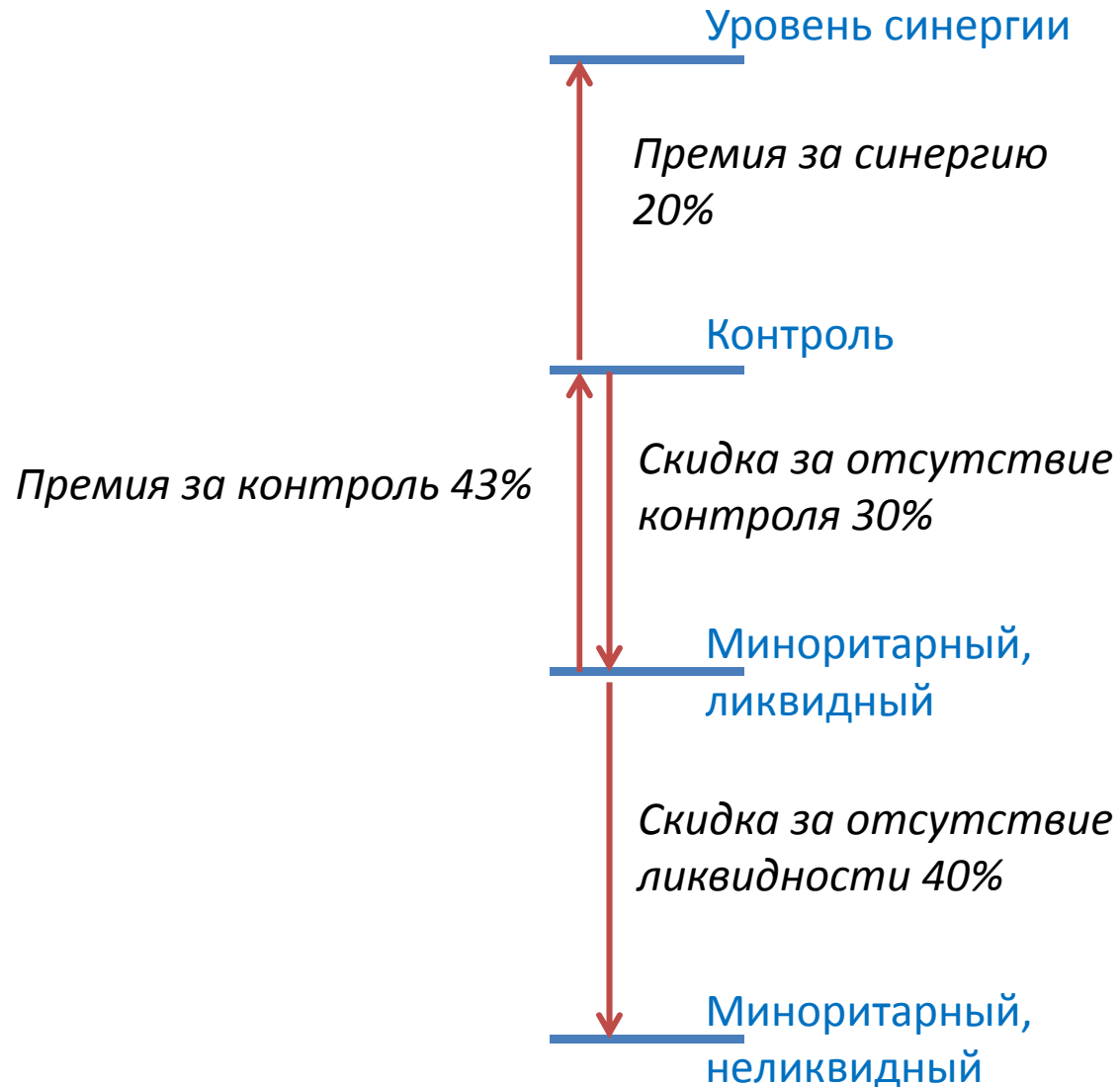
Скидка за отсутствие ликвидности
и контроля



Стоимость миноритарного неликвидного пакета

- Отсутствие контроля
- Низкая ликвидность

Схема расчета скидок и премий



Пример расчёта

Необходимо оценить рыночную стоимость неконтрольного пакета акций номинальной стоимостью 10 тыс. руб. для предприятия без IPO

По данным рынка имеется информация о продаже контрольного пакета акций предприятия-аналога. Рыночная стоимость акций из контрольного пакета с общим номиналом 10 тыс.руб. была оценена в 100 тыс. руб..

Решение:

- Если бы оцениваемый пакет акций полностью соответствовал бы сделке-аналогу, то его цена была бы 100 тыс.
- Т.к. оцениваемый пакет не контрольный то используем скидку «за отсутствие контроля» -30%
- Цена «неконтрольного пакета» $70\% \text{ от } 100 = 70 \text{ тыс.}$
- Т.к. оцениваемый пакет акций не имеет IPO то применяем «скидку за неликвидность»- $40\% \text{ от } 70\% * 100 \text{ т.е. } 28\% \text{ от } 100 \text{ тыс}$
- Суммарная скидка $(30\% + 28\%) \text{ от } 100 \text{ тыс.}$
- Цена неконтрольного, нелеквидного пакета 58 тыс.

Синергия

Синергия (Synergy) - это свойство увеличения результата деятельности объединенных компаний больше, чем простая арифметическая сумма результатов отдельных компаний

Говорят, что синергия имеет место, когда $2+2=5$.

Например, до объединения одно предприятие имело чистую прибыль 10 млн., другое 2 млн., а после объединения прибыль возросла до 15 млн.

Пример расчета синергии

Компания А планирует приобретение компании Б. Специалисты считают, что при объединении:

- удастся увеличить доход от реализации на 3 млн. в год, и этот эффект будет продолжаться в течение 3 лет. (например, наличие патента или ноу-хау).
Далее это преимущество исчезнет
- Расходы удастся сократить на 0.5 млн. в год, и это преимущество сохранится в обозримом будущем
- Налоги уменьшатся на 0.3 млн. в первый и на 0.2 млн. во второй год, за счет налоговых зачетов (льгот) компании Б.

Оценка эффекта от синергии

Вероятность получения дополнительных доходов неопределенно, выбираем высокую ставку дисконтирования



Получение налоговых льгот обусловлено законодательством, и ставку выбираем минимальной

$$PV1 = 3/1.15 + 3/1.15^2 + 3/1.15^3 = 6.85 \text{ млн.}$$

$$PV2 = 0.5/0.1 = 5 \text{ млн.}$$

$$PV3 = 0.3/1.05 + 0.2/1.05^2 = 0.48 \text{ млн.}$$

Итого : 12.33 млн.

При выкупе акций у существующих акционеров стоимость покупки следует увеличить на величину синергетического эффекта.