

**ЛЕКЦИОННЫЙ МАТЕРИАЛ**  
**по дисциплине «Оценка стоимости компании»**  
для направления подготовки 38.04.08 ФИНАНСЫ И КРЕДИТ  
направленности «Корпоративные финансы в цифровой экономике»

**Содержание**

1. Методология и нормативное обеспечение оценочной деятельности ....	2
2. Методы оценки затратного подхода .....	10
3. Доходный подход в оценке бизнеса .....	13
4. Оценка бизнеса на основе рыночных сравнений .....	16
Список литературы .....	20

# 1. Методология и нормативное обеспечение оценочной деятельности

## Понятие оценки и оценочной деятельности

*Оценка стоимости предприятия* – расчетная или экспертная оценка стоимости имущества предприятия и (или) доходной деятельности предприятия, проводимая специалистами по оценке в определенной последовательности).

*Основные цели* оценки предприятия могут быть обязательными:

- при совершении операций продажи бизнеса или его доли;
- при совершении операций реструктуризации: слиянии, поглощении, выделении или ликвидации;
- получение кредитных средств под залог активов предприятия;
- признание предприятия банкротом с последующей продажей (ликвидацией);
- при вступлении в права наследства;
- совершение операций с участием государства.

*Дополнительно:*

- определение целесообразности выкупа (продажи) долевого участия при выходе одного или нескольких акционеров из состава общества;
- внесение активов в уставный фонд;
- продажа части активов юридического лица;
- оценка текущей платежеспособности и кредитоспособности (целью оценки кредитоспособности предприятия является предоставление банку-кредитору отчета об оценке, на основании которого будет выноситься решение о предоставлении кредита);
- подготовка к выходу предприятия на рынок ценных бумаг;
- покупка (продажа) или дополнительная эмиссия акций;
- оценка бизнеса в целях страхования активов и возможных рисков, связанных с бизнес-деятельностью;
- решение имущественных споров;
- возмещение ущерба нанесенного репутации предприятия, или ущерба, связанного с наступлением страхового случая;
- совершение арендных операций с имуществом предприятия;
- определение рыночной стоимости логотипов, корпоративных знаков и прочих элементов фирменной символики;
- обжалование судебных решений по искам, связанным с изъятием активов предприятия, в случае установления факта необоснованного занижения возмещаемой стоимости имущества.

*Управленческие и инвестиционные цели и задачи* оценки:

- оптимизация ценовой структуры предприятия (имущественного комплекса);
- устранение либо укрепление «слабых» участков в процессе реструктуризации или реорганизации предприятия;
- оценка в целях инвестирования, предполагающая разработку грамотных инвестиционных проектов на основании реальных показателей;

- оценка и увеличение эффективности управленческих методов, исходя из сложившейся в текущих условиях ситуации на рынке;
- разработка грамотных бизнес-стратегий;
- обеспечение эффективной реализации управленческих решений.

*Субъекты оценочной деятельности:* оценщики и заказчики.

*Объекты оценки:*

- предприятие в целом (имущественный комплекс);
- активы (совокупность активов) предприятия;
- право собственности и иные имущественные права;
- права требования, обязательства (долги);
- работы, услуги, информация;
- иные объекты гражданских прав.

*Предмет (база) оценки* – различные виды оценочной стоимости (в зависимости от целей оценки): рыночная; ликвидационная; специальная; инвестиционная и др.

### **Принципы оценки стоимости предприятия**

Выделяют три группы принципов оценки:

- основанные на представлениях собственника;
- связанные с эксплуатацией собственности;
- обусловленные действием рыночной среды.

*Принципы, основанные на представлениях собственника:*

- полезности (полезность бизнеса – его способность приносить доход в данном месте и в течение данного периода времени) – чем больше полезность бизнеса для собственника, тем выше величина оценочной стоимости;
- замещения – максимальная стоимость предприятия определяется наименьшей ценой, по которой может быть приобретен другой объект с эквивалентной полезностью;
- ожидания – полезность бизнеса определяется ожидаемыми выгодами от владения им.

*Принципы, связанные с эксплуатацией собственности:*

- вклада – включение актива в состав бизнеса целесообразно, если полезность актива выше затрат на его включение;
- остаточной продуктивности – чистый доход приписывается земле после того, как оплачены материалы, труд и предпринимательские усилия;
- предельной производительности – добавление факторов производства или улучшений эффективно до тех пор, пока чистая отдача увеличивается быстрее затрат;
- сбалансированности – максимальный доход от предприятия можно получить при соблюдении оптимальных величин факторов производства.

*Принципы, обусловленные действием рыночной среды:*

- соответствия – предприятие должно соответствовать требованиям рынка по оснащенности производства, технологии, уровню доходности и т.д.

- регрессии и прогрессии – регрессия имеет место, когда предприятие характеризуется излишними применительно к данным рыночным условиям улучшениями; прогрессия имеет место, когда в результате функционирования соседних объектов, рыночная цена данного предприятия окажется выше затрат на его формирование;

- конкуренции – необходимо учитывать уровень конкуренции в данной отрасли в настоящее время и в будущем;

- зависимости от внешней среды – стоимость бизнеса в значительной мере зависит от состояния внешней среды, степени политической и экономической стабильности в стране;

- изменения стоимости – стоимость предприятия изменяется, поэтому оценка стоимости предприятия должна проводиться на определенную дату.

### **Виды оценочной стоимости**

Необходимость проведения оценочных процедур возникает при продаже, слиянии, поглощении, банкротстве, приватизации, инвестировании и др.

Необходимость проведения оценочных процедур определена также и действующим законодательством. Согласно Федеральному закону «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ (ред. от 02.07.2021), выкуп акций обществом осуществляется по их рыночной стоимости (Статья 75).

*Рыночная обоснованная стоимость (fair market value)* – цена, выраженная в денежных единицах или в денежном эквиваленте, по которой собственность перешла бы из рук продавца в руки покупателя при их взаимном желании купить или продать, достаточной информированности о всех имеющих отношение к сделке фактах, причем ни одна из сторон сделки не была бы принуждена к покупке или продаже.

*Инвестиционная стоимость* – конкретная стоимость предприятия для конкретного инвестора (или группы инвесторов), исходя из его личных инвестиционных целей. Может быть выше или ниже рыночной стоимости.

*Внутренняя (фундаментальная) стоимость* – результат аналитических суждений, основанных на выявленных внутренних характеристиках инвестиций. Внутренняя стоимость зависит не от того, насколько данные характеристики соответствуют целям конкретного инвестора, а от того, каким образом они трактуются тем или иным аналитиком.

Финансовый менеджер оценивает внутреннюю стоимость путем тщательного анализа следующих фундаментальных факторов, влияющих на стоимость обыкновенных акций:

- стоимость активов предприятия;
- вероятная будущая прибыль;
- вероятные будущие дивиденды;
- вероятные будущие темпы роста.

Если рыночная стоимость оказывается ниже уровня определенной аналитиком внутренней стоимости, то аналитик считает, что данные акции «выгодно покупать», если рыночная стоимость оказывается выше предполагаемой внутренней стоимости, то аналитик предлагает продать акции.

*Стоимость действующего предприятия (going-concern value)* – является не стандартом стоимости, а допущением относительно состояния предприятия. Оно означает лишь то, что предприятие оценивается как жизнеспособная функционирующая хозяйственная единица, имеющая собственные активы и товарно-материальные запасы, постоянную рабочую силу, осуществляющая деловые операции и не находящаяся под непосредственной угрозой прекращения работы.

*Ликвидационная стоимость (liquidation value)* – сумма, которую собственник может получить при ликвидации предприятия и раздельной распродаже ее активов.

*Балансовая стоимость (book value)* – это бухгалтерский, а не оценочный термин. Балансовая стоимость означает определенную по балансовому отчету предприятия сумму счетов ее активов, за вычетом амортизационных отчислений, а также счетов обязательств.

*Специальная стоимость объекта оценки* – стоимость, для определения которой в договоре об оценке или нормативном правовом акте оговариваются условия, не включенные в понятие рыночной или иной стоимости (страховая, таможенная и т. п.).

## **Основные этапы оценки стоимости предприятия**

Этапы оценки имущества:

1. Подготовительный – определение задачи оценки, сбор и обработка необходимой информации:

- определение искомого вида стоимости;
- идентификация объекта имущества и юридических прав на него;
- определение даты оценки;
- определение цен, в которых выполнена оценка;

2. Оценочный – выполнение необходимых расчетов.

3. Заключительный – составление отчета об оценке стоимости предприятия:

- макроэкономическая информация;
- отраслевая информация;
- описание предприятия;
- описание источников информации;
- анализ финансово-экономического положения предприятия;
- подходы к оценке;
- и др.

## **Информационная база оценки**

Оценка бизнеса основана на анализе стоимости предприятия как инвестиционного товара, т.е. с учетом прошлых затрат, текущего состояния и будущего потенциала.

Классификация информации:

- *внешняя информация*, характеризующая условия функционирования предприятия в регионе, отрасли и экономике в целом;
- *внутренняя информация*, дающая представление о деятельности оцениваемого предприятия.

К *внешней информации* относятся макроэкономические и отраслевые факторы:

1. *Уровень инфляции*. Инвестор стремится получить доход, покрывающий инфляционное изменение цен. Высокая или непрогнозируемая инфляция может свести к нулю ожидаемые результаты производственной деятельности, обеспечивает перераспределение доходов в экономике и повышает предпринимательский риск. Результатом является занижение реальной стоимости имущества предприятия.

Основные источники информации: программы правительства и прогнозы; экономические СМИ.

2. *Темпы экономического развития страны*. Цикличность рыночной экономики определяет необходимость учитывать при расчетах общее состояние экономического развития и ожидаемые темпы экономического роста на ближайшую перспективу.

Основные источники информации: программы правительства; аналитические обзоры информационных агентств; экономические СМИ.

3. *Изменение величины ставки процента*. Движение процентной ставки является реакцией на проводимые меры макроэкономического регулирования и может приводить как к стимулированию инвестиционной активности, так и сдерживать увеличение совокупных расходов в экономике.

Основные источники информации: информационные агентства; экономические СМИ.

4. *Изменение валютного курса*. Изменение валютного курса не точно отражает колебания розничных цен в стране, в то же время инфляционная корректировка финансовой информации в процессе оценки, как правило, проводится по колебаниям курса наиболее стабильной валюты.

Основные источники информации: данные центробанка.

5. *Рынки сбыта*.

Основные источники информации:

- данные отдела маркетинга оцениваемого предприятия;
- государственная статистика;
- отраслевые информационные издания;
- экономические СМИ;
- бизнес-план;
- личные контакты.

6. *Условия конкуренции*. В рыночной экономике наиболее типичны рынки несовершенной конкуренции, на которых механизм свободного конкурентного ценообразования имеет серьезные ограничения. Оценка конкурентоспособности предприятия проводится с учетом типа рынка, а, следовательно, наличия огра-

ничений для вступления в отрасль конкурентов, производящих товары-заменители. Анализ должен дополняться сведениями об объеме производства конкурирующего товара в натуральном и стоимостном выражениях, характеристикой продукции конкурентов (объем, качество обслуживания, цены, каналы сбыта, реклама), о доле реализуемой продукции в общем объеме отечественного производства, а также перечнем основных российских импортеров этого товара.

Основные источники информации:

- государственная статистика;
- данные отдела маркетинга оцениваемого предприятия;
- фирмы-дилеры;
- таможенные данные;
- отраслевые информационные издания;
- бизнес-план.

К внешней информации также относятся взаимодействия предприятия:

- с различными предприятиями;
- со структурами управления и регулирования (налоговыми органами, органами самоуправления);
- со структурами финансово-кредитной системы (банками, кредитными организациями).

*Внутренняя информация* характеризует деятельность оцениваемого предприятия. Она включает:

- данные об истории предприятия;
- описание маркетинговой стратегии предприятия;
- характеристику поставщиков;
- производственные мощности;
- рабочий и управленческий персонал;
- внутреннюю финансовую информацию (данные бухгалтерского баланса, отчета о финансовых результатах и движении денежных средств за 3-5 лет);
- прочую информацию.

Основные источники информации: бизнес-план; интервью с руководителем предприятия; данные отдела маркетинга; финансовая отчетность.

### **Подготовка документации в процессе оценки**

Работа оценщика с внутренней финансовой документацией проводится по следующим направлениям:

- инфляционная корректировка;
- нормализация бухгалтерской отчетности;
- трансформация бухгалтерской отчетности;
- вычисление относительных показателей.

1. *Инфляционная корректировка* документации проводится с целью приведение ретроспективной информации за прошедшие периоды к сопоставимому виду; учет инфляционного изменения цен при составлении прогнозов денежных потоков и ставок дисконта.

Методы корректировки (очищения) показателей на влияние инфляции:

- прямая корректировка активов и денежных сумм на значения инфляционных показателей;

- учет влияния инфляции на активы и денежные суммы посредством включения в процедуру дисконтирования инфляционных показателей.

2. *Нормализация отчетности* проводится с целью определения доходов и расходов, характерных для нормально действующего бизнеса. Она необходима для того, чтобы оценочные заключения имели объективный характер, основывались на реальных показателях, характеризующих деятельность предприятия.

Нормализующие корректировки финансовой документации проводятся по следующим направлениям:

- корректировка разовых, нетипичных доходов и расходов;
- корректировка метода учета операций (например, учет запасов) или метода начисления амортизации;
- корректировка данных бухгалтерской отчетности с целью определения рыночной стоимости активов.

3. *Трансформация отчетности* – корректировка счетов для приведения к международным стандартам бухгалтерского учета.

4. *Вычисление относительных показателей* – как правило, финансовый анализ включает:

- сравнение суммарных показателей в финансовой отчетности;
- анализ финансовых соотношений;
- сравнение с аналогами, т.е. с данными отрасли или сравнимых компаний;
- изучение прогнозной информации.

Рассчитывают: ликвидность; оборачиваемость; соотношение между собственными и заемными средствами; рентабельность; и др.

### **Регулирование оценочной деятельности в Российской Федерации**

Оценочная деятельность осуществляется в соответствии с международными договорами Российской Федерации, Федеральным законом №135-ФЗ от 29.07.1998 г. (ред. от 02.07.2021) «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», а также другими федеральными законами и иными нормативными правовыми актами РФ, регулирующими отношения, возникающие при осуществлении оценочной деятельности.

ФЗ-135 определяет правовые основы регулирования оценочной деятельности в отношении объектов оценки, принадлежащих РФ, субъектам РФ или муниципальным образованиям, физическим лицам и юридическим лицам, для целей совершения сделок с объектами оценки, а также для иных целей.

Под *оценочной деятельностью* понимается профессиональная деятельность субъектов оценочной деятельности, направленная на установление в отношении объектов оценки рыночной, кадастровой, ликвидационной, инвестиционной или иной предусмотренной федеральными стандартами оценки стоимости.

Под *рыночной стоимостью* объекта оценки 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 цены 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 сделки 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.

Под *кадастровой стоимостью* понимается стоимость, установленная в результате проведения государственной кадастровой оценки или в результате рассмотрения споров о результатах определения кадастровой стоимости либо определенная в случаях, предусмотренных статьей 24.19 ФЗ-135.

Под *ликвидационной стоимостью* понимается расчетная величина, отражающая наиболее вероятную цену, по которой данный объект оценки может быть отчужден за срок экспозиции объекта оценки, меньший типичного срока экспозиции объекта оценки для рыночных условий, в условиях, когда продавец вынужден совершить сделку по отчуждению имущества.

Под *инвестиционной стоимостью* понимается стоимость объекта оценки для конкретного лица или группы лиц при установленных данным лицом (лицами) инвестиционных целях использования объекта оценки.

*Субъекты оценочной деятельности* – физические лица, являющиеся членами одной из саморегулируемых организаций оценщиков и застраховавшие свою ответственность в соответствии с требованиями ФЗ-135.

Оценщик может осуществлять оценочную деятельность самостоятельно, занимаясь частной практикой, а также на основании трудового договора между оценщиком и юридическим лицом, которое соответствует условиям, установленным статьей 15.1 ФЗ-135.

Оценщик может осуществлять оценочную деятельность по направлениям, указанным в квалификационном аттестате.

К объектам оценки относятся:

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

ФЗ-135. Глава III. Регулирование оценочной деятельности. Статья 18. Регулирование оценочной деятельности и деятельности саморегулируемых организаций оценщиков:

Государственное регулирование оценочной деятельности и деятельности саморегулируемых организаций оценщиков в части федерального государственного надзора за деятельностью саморегулируемых организаций оценщиков и нормативно-правового регулирования осуществляется федеральными органами исполнительной власти, уполномоченными Правительством РФ.

Регулирование оценочной деятельности осуществляется советом по оценочной деятельности при уполномоченном федеральном органе, осуществляющем функции по нормативно-правовому регулированию оценочной деятельности, а также национальным объединением саморегулируемых организаций оценщиков в части разработки федеральных стандартов оценки, за исключением случаев нарушения сроков, предусмотренных программой разработки федеральных стандартов оценки, саморегулируемыми организациями оценщиков в части разработки и утверждения стандартов и правил оценочной деятельности.

Контроль за деятельностью членов саморегулируемых организаций оценщиков в части соблюдения ими требований ФЗ-135, федеральных стандартов оценки, иных нормативных правовых актов РФ в области оценочной деятельности, стандартов и правил оценочной деятельности, правил деловой и профессиональной этики осуществляется этими саморегулируемыми организациями.

## 2. Методы оценки затратного подхода

### **Затратный подход к оценке стоимости предприятия**

*Затратный (имущественный) подход* к оценке стоимости предприятия основан на расчете затрат, необходимых для восстановления либо замещения объекта оценки с учетом его износа.

Данный подход к оценке предприятия предполагает, что стоимость активов находится в прямой зависимости от суммы затрат ресурсов на их воспроизводство и замещение с учетом физического и морального износа.

Балансовая стоимость активов, пакета акций и обязательств предприятия вследствие объективных причин и факторов (инфляции, курса валюты, изменений конъюнктуры рынка, используемых методов учета и т.д.), как правило, не соответствует рыночной стоимости и не может быть взята за основу оценки.

В результате при оценке предприятия необходимо провести корректировку ее баланса. Для этого проводится оценка обоснованной рыночной стоимости каждого актива баланса в отдельности, затем определяется текущая стоимость обязательств.

Итоговая стоимость предприятия (собственный капитал) определяется как обоснованная рыночная стоимость активов предприятия (А) минус текущая стоимость обязательств (О):  $СК = А - О$ .

Достоинства: подход основывается на существующих активах.

Недостатки: подход не учитывает будущие перспективы; не рассматривает показатели доходности.

Применение: для оценки любых объектов недвижимости, включая предприятия и пакеты акций (за исключением недвижимости, приносящей доход). Данный подход широко используется в строительстве, на рынке страховых услуг, для оценки уникальных объектов и объектов социального назначения.

*Методы затратного подхода к оценке бизнеса:*

- метод чистых активов – рыночная стоимость предприятия определяется как разность между суммами рыночных стоимостей всех активов и ее обязательствами;

- метод ликвидационной стоимости – ликвидационная стоимость предприятия определяется как разность между суммарной стоимостью всех активов и затратами на ее ликвидацию.

## **2.2. Этапы реализации затратного подхода**

*1. Нормализация рыночной отчетности предприятия* – означает выполнение требований международных стандартов финансовой отчетности (МСФО) и плана счетов бухгалтерского учета, что отражается в методических указаниях Минфина РФ и положениях по бухгалтерскому учету (ПБУ), действующих в отчетном периоде.

*2. Оценка чистой реализуемой стоимости текущих активов по их видам:*

- товарно-материальные запасы и готовая продукция оцениваются либо по себестоимости, либо по ожидаемой продажной цене за вычетом соответствующих затрат и прибыли продавца, при этом устаревшие запасы списываются;

- дебиторская задолженность оценивается с помощью анализа сроков ее возникновения, просроченная задолженность списывается;

- расходы будущих периодов оцениваются по учетной стоимости, если существует связанная с ними выгода;

- финансовые активы оцениваются обычно по их рыночной стоимости.

*3. Оценка стоимости внеоборотных (материальных) активов.*

Для оценки земли и недвижимости используют доходный, сравнительный и затратный подходы, при этом исходят из варианта наилучшего и наиболее эффективного их использования. Оценка машин и оборудования основывается на затратном и сравнительном подходах. Рыночная стоимость определяется с учетом всех видов износа:

- физический износ – потеря стоимости, вызванная разрушением и другими факторами, сокращающими срок жизни или полезность основных фондов;

- функциональный износ – потеря стоимости, связанная с невозможностью выполнения ею функции назначения;

- экономический износ – потеря стоимости, вызванная внешними факторами (снижение спроса на продукцию, рост конкуренции).

*4. Определение стоимости нематериальных активов.*

Оно проводится следующим образом:

- для оценки патентов и лицензий в основном используют доходный подход;

- для нематериальных активов, не имеющих сложившегося рынка, применяют затратный подход;

- для оценки арендной платы, платежей по лизингу, стоимости поставки сырья на льготных условиях рассчитывают экономию затрат по сравнению со среднерыночным уровнем, которую затем приводят к текущей стоимости.

5. *Стоимость собственного капитала предприятия* (как разность между суммарной рыночной стоимостью активов и стоимостью всех его обязательств).

### **Определение стоимости предприятия методом чистых активов**

Основные сферы применения:

- предприятия с высоким уровнем фондоемкости;
- предприятия не имеющие данных о прибыли в предшествующие периоды;
- новые предприятия;
- предприятия со значительной частью финансовых активов (ценные бумаги, денежные средства);
- холдинговые и инвестиционные компании.

Основные этапы оценки:

- недвижимое имущество, машины и оборудование оценивается по обоснованной рыночной стоимости;
- выявляются и оцениваются нематериальные активы;
- определяется рыночная стоимость финансовых вложений;
- дебиторская задолженность оценивается с точки зрения возможности возврата и переводится в текущую стоимость (дисконтируется);
- обязательства переводятся в текущую стоимость (дисконтируются).

Стоимость оцениваемого бизнеса определяется как разница стоимости активов и обязательств.

### **Определение стоимости предприятия методом ликвидационной стоимости**

Основные сферы применения:

- предприятие находится в состоянии банкротства или высока вероятность прекращения деятельности;
- стоимость чистых активов превышает прибыль от продолжения деятельности; предприятие убыточно или низко рентабельно;
- принято решение о ликвидации.

Основные этапы оценки:

- недвижимое имущество, машины и оборудование оценивается по обоснованной рыночной стоимости;
- приведение стоимости активов к текущей стоимости (если ликвидация занимает большой промежуток времени);
- определяется рыночная стоимость финансовых вложений;
- дебиторская задолженность оценивается с точки зрения возможности возврата и переводится в текущую стоимость (дисконтируется);
- обязательства переводятся в текущую стоимость (дисконтируются);

- учитываются расходы, связанные с продажей: оплата услуг юристов, посредников и т.п., а также расходы на охрану имущества предприятия после прекращения деятельности.

Стоимость оцениваемого бизнеса определяется как разница стоимости активов, обязательств и расходов, связанных с продажей.

Ликвидационная стоимость подразделяется на три вида:

1. Упорядоченная ликвидационная стоимость. Распродажа активов предприятия осуществляется в течение разумного периода времени, чтобы можно было получить высокие цены за продаваемые активы.

2. Принудительная ликвидационная стоимость. Активы распродаются настолько быстро, насколько это возможно, часто одновременно и на одном аукционе.

3. Ликвидационная стоимость прекращения существования активов предприятия. В этом случае активы предприятия не распродаются, а списываются и уничтожаются, а на данном месте строится новое предприятие, дающее значительный экономический либо социальный эффект. В этом случае стоимость предприятия является отрицательной величиной, так как требуются определенные затраты на ликвидацию активов предприятия.

### **3. Доходный подход в оценке бизнеса**

#### **Доходный подход к оценке стоимости предприятия**

Доходный подход основан на рассмотрении предприятия как объекта, генерирующего доход, применении принципа ожидания, расчете денежных потоков.

Метод применяется для оценки любых объектов, приносящих доход.

Методы доходного подхода:

- метод капитализации доходов – рыночная стоимость бизнеса определяется отношением чистого дохода за год к коэффициенту капитализации;

- метод дисконтирования будущего дохода (денежных потоков) – основан на прогнозировании потоков от данного бизнеса, которые затем дисконтируются по ставке дисконта, соответствующей требуемой инвестором ставке дохода.

Достоинства:

- учитывает будущие ожидания, относительно затрат, цен, инвестиций и других рыночных тенденций;

- включает в себя рыночный аспект, поскольку требуемая ставка дисконта определяется рынком.

Недостатки: трудности при выработке прогноза; при получении внутренней информации об объекте оценке.

#### **Оценка стоимости предприятия методом капитализации доходов**

*Метод капитализации доходов* применяется в том случае, если предприятие имеет в ретроспективе 3-5 лет устойчивые сопоставимые доходы и у оценщика есть достаточные основания для предположения, что данные доходы будут сохранены и в будущем.

Расчет рыночной стоимости 100% пакета акций компании (РСП) в случае прогнозирования устойчивого уровня получаемой чистой прибыли определяется с использованием формулы расчета бессрочного аннуитета на основе предположения, что в будущем величина чистой прибыли останется неизменной:

$$\text{РСП} = E : K_{\text{кап}} + \text{НФА},$$

где  $E$  – потенциальная чистая прибыль;  $K_{\text{кап}}$  – среднерыночная доходность акций компаний данной отрасли; НФА – стоимость нефункциональных активов компании, т.е. активов, не принимающих участие в производственной деятельности, но находящихся на балансе компании и обладающих реальной ликвидностью.

В случае если в течение прогнозируемого периода предполагается умеренный постоянный прирост чистой прибыли компании, то рыночная стоимость компании рассчитывается по формуле Гордона:

$$\text{РСП} = E (1 - \alpha) : (K_{\text{кап}} - \alpha) + \text{НФА},$$

где  $\alpha$  – коэффициент умеренного ежегодного прироста чистой прибыли компании.

*Подход капитализации на основе показателя выручки от продаж* может считаться укороченным вариантом подхода капитализации будущих доходов, поскольку обычно предполагается, что в конкретной области бизнеса определенный уровень выручки способен обеспечить определенный уровень прибыли.

На основе капитализации выручки от продаж строится *метод отраслевых соотношений*, который используется для ориентировочных оценок стоимости компаний.

«Золотое правило» оценки рыночной стоимости компаний для достаточно большого числа отраслей гласит: покупатель не заплатит за компанию более 4-кратной величины среднегодовой прибыли до налогообложения.

### **Определение стоимости предприятия методом дисконтирования будущего дохода предприятия**

*Метод дисконтирования денежных доходов* используется в случаях, когда:

- ожидается, что будущие уровни доходов предприятия будут существенно отличаться от текущих;
- можно обоснованно оценить будущие денежные доходы предприятия;
- прогнозируемые показатели объемов чистой прибыли компании являются положительными величинами для большинства прогнозных лет;
- ожидается, что показатель объемов чистой прибыли предприятия в последний год прогнозного периода будет положительной величиной;
- предприятие новое и не имеет достаточной ретроспективной истории.

Методологической основой оценки бизнеса является оценка настоящих и будущих доходов предприятия.

*Будущие чистые доходы*, подлежащие оценке и дисконтированию к текущей стоимости, могут быть представлены разными показателями. Как правило, на практике используются *следующие показатели*:

- чистая прибыль – используется метод дисконтированной будущей прибыли (disc o unt ed futur e earning – DFE);

- денежный поток, как разница между прогнозируемыми поступлениями и выплатами денежных средств предприятия – используется метод дисконтированного денежного потока (disc o unt ed cash flow – DCF).

Необходимо количественно определить:

- а) сумму ожидаемого будущего денежного потока или сумму потока прибыли;

- б) соответствующую ставку дисконта, в качестве которой используют:

- стоимость капитала (WACC) – средневзвешенная цена, которую компания уплатила за денежные средства, использованные для формирования своего капитала – для дисконтирования денежного потока для инвестированного капитала;

- ставка доходности собственного капитала ( $R_{ck}$ ), рассчитанная для оцениваемой компании – для дисконтирования денежного потока для собственного капитала.

Важным аспектом прогнозирования будущих денежных потоков является *учет возврата процентов и погашение долгосрочных обязательств*:

- если в течение прогнозного периода предусматривается привлечение и возврат долгосрочных обязательств (кредитов и займов), то рассчитывается денежный поток для собственного капитала или чистый денежный поток, «очищенный» от обязательств по выплате процентов и погашению кредитов;

- если в течение прогнозного периода привлечение или возврат долгосрочных обязательств не планируется, то при расчете денежного потока не учитывается погашение долговых обязательств и выплачиваемых по ним процентов и рассчитывается «бездолговой денежный поток», т.е. денежный поток для всего инвестированного капитала предприятия.

### **Расчет стоимости предприятия методом дисконтированных денежных потоков**

Дисконтированный денежный поток предприятия – сумма дисконтированного денежного потока прогнозного периода ( $PV_{\text{прогн}}$ ) и дисконтированного денежного потока остаточного периода ( $PV_{\text{ост}}$ ):  $DCF = PV_{\text{прогн}} + PV_{\text{ост}}$ .

Дисконтированный денежный поток прогнозного периода ( $PV_{\text{прогн}}$ ) представляет сумму приведенных денежных потоков по годам прогнозного периода:

$$PV_{\text{прогн}} = \sum_{t=1}^T CF_t : (1 + R_{\text{диск}})^t,$$

где  $CF$  – сумма поступлений по годам  $t$ ;  $T$  – последний год прогнозного периода.

Расчет дисконтированного денежного потока остаточного периода ( $PV_{\text{ост}}$ ) проводится в два этапа:

1. Методом капитализации прибыли по денежному потоку (прибыли) последнего года прогнозного периода определяется стоимость денежного потока (прибыли) остаточного периода, при этом в качестве коэффициента капитализации используется принятая ставка дисконтирования.

2. Рассчитывается дисконтированное значение стоимости денежного потока по ставке дисконтирования для последнего года (Т) прогнозного периода.

Рыночная стоимость компании РСП (стоимость 100% пакета акций) при использовании метода дисконтированных денежных потоков определяется следующим образом:

- при расчете методом дисконтированного бездолгового денежного потока для инвестированного капитала:  $РСП = DCF - ДО + НФА$  (ДО – сумма долгосрочных обязательств предприятия);

- при расчете методом дисконтированного денежного потока для собственного капитала:  $РСП = DCF + НФА$ .

*Основное инвестиционное правило:*

- если будущие денежные потоки или прибыли предприятия определялись с учетом инфляционных ожиданий, т. е. будущие доходы и расходы рассчитывались в текущих (номинальных) ценах, учитывающих инфляцию, то и ставка дисконта тоже должна учитывать инфляцию – номинальный коэффициент дисконтирования  $R_n$ ;

- если будущие денежные потоки или прибыли определялись без учета инфляционных ожиданий, т. е. рассчитывались в реальных ценах, не учитывающих инфляцию, то и ставка дисконта не должна учитывать инфляцию – реальный коэффициент дисконтирования  $R_p$ .

## 4. Оценка бизнеса на основе рыночных сравнений

### Сравнительный подход к оценке стоимости предприятия

*Сравнительный (рыночный) подход* – это совокупность методов расчета стоимости объекта оценки, основанных на сравнении данного объекта с аналогичными объектами, в отношении которых имеется информация о ценах сделок купли-продажи.

Данный подход предполагает, что ценность активов определяется тем, за сколько они могут быть проданы при наличии сформированного рынка, т.е. наиболее вероятной величиной стоимости оцениваемого предприятия может быть реальная цена продажи аналогичного предприятия, зафиксированная рынком.

*Под рыночной стоимостью* объекта оценки понимается наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.

Особенностью сравнительного подхода к оценке предприятий, активов или акций является ориентация итоговой величины стоимости, с одной стороны, на рыночные цены купли-продажи сходных предприятий, а с другой стороны – на фактически достигнутые финансовые результаты.

Возможность применения сравнительного подхода определяется рядом условий:



- наличием организованного рынка, так как предполагается использование данных о фактически совершенных сделках;
- открытостью рынка или доступностью необходимой для оценки информации;
- наличием специальных служб, накапливающих ценовую и финансовую информацию, так как формирование соответствующего банка данных облегчит оценку стоимости объекта.

Достоинства сравнительного подхода:

- основу оценки составляют рыночные данные о ценовой информации; таким образом, оценщик ориентирует покупателя на фактические цены купли-продажи, учитывающие ситуацию на рынке;
- отражение реального спроса и предложения на данный объект инвестирования;
- возможность выбора позволяет инвестору вкладывать капитал в предприятие, обеспечивающее оптимальное соотношение между ценой объекта инвестирования прогнозируемым доходом и уровнем риска.

Недостатки сравнительного подхода:

- базой для расчета мультипликаторов служат ретроспективные данные, т.е. достигнутые в прошлом финансовые показатели, следовательно, этот метод не учитывает возможностей предприятия в будущем;
- при определении степени сходства сравниваемых предприятий с оцениваемой, а также для расчета всех мультипликаторов оценщик должен располагать разносторонней финансовой информацией; получение дополнительной информации по специальному вопросу от компаний-аналогов достаточно сложно;
- поскольку абсолютно сходных предприятий практически не существует, для обеспечения необходимой сопоставимости оценщик должен делать сложные корректировки, выполнять расчеты и вносить некоторые поправки, требующие серьезного обоснования.

### **Методы сравнительного подхода к оценке стоимости предприятия**

В зависимости от целей, объекта и конкретных условий оценки сравнительный подход предполагает использование трех основных методов:

- метод компании-аналога;
- метод сделок;
- метод отраслевых коэффициентов.

*Метод компании-аналога (метод рынка капитала)* основан на использовании цен, сформированных организованным фондовым рынком. Например, базой для сравнения служит цена на единичную акцию акционерных обществ открытого типа. Следовательно, в чистом виде данный метод используется для оценки неконтрольного (миноритарного) пакета акций.

*Метод сделок (метод продаж)* ориентирован на цены приобретения предприятия в целом либо контрольного пакета акций, что определяет сферу применения данного метода.

*Метод отраслевых коэффициентов (отраслевых соотношений)* основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой и определенными финансовыми параметрами.

Отраслевые коэффициенты рассчитываются на основе длительных статистических наблюдений за ценой продажи предприятий и их важнейшими производственно-финансовыми характеристиками. Сфера применения данного метода – ограниченный круг сходных предприятий, имеющих узкую номенклатуру производства товаров или оказания услуг.

Технологии применения метода компании-аналога и метода сделок в значительной мере совпадают, различие заключается только в типе исходной ценовой информации. Эта информация может отражать:

- либо цену незначительного пакета акций, не дающего контроля;
- либо цену пакета, включающего премию за дополнительный контроль.

Содержание сравнительного подхода:

- выбирается предприятие, аналогичное оцениваемому, которое было недавно продано.
- рассчитывается соотношение между ценой продажи и каким-либо финансовым показателем на предприятии-аналоге; это соотношение называется мультипликатором;
- умножив величину мультипликатора на тот же базовый финансовый показатель оцениваемого предприятия, получаем ее стоимость.

### **Этапы оценки стоимости предприятия при сравнительном подходе**

Сравнительный подход включает следующие основные этапы оценки стоимости предприятия:

- сбор необходимой информации;
- составление списка аналогичных предприятий;
- финансовый анализ;
- расчет мультипликаторов;
- выбор величины мультипликатора;
- определение итоговой величины стоимости компании;
- внесение итоговых корректировок.

#### *1. Сбор необходимой информации о компании.*

Сравнительный подход использует два типа информации:

- рыночная (ценовая) информация;
- финансовая информация.

Современный российский рынок располагает следующими основными источниками, предлагающими информацию ценах на акции компании:

- информационное агентство «Финмаркет» (<http://www.finmarket.ru>);
- информационное агентство АК&М (<https://www.disclosure.ru>): система раскрытия информации на рынке ценных бумаг;
- информация агентства «Рейтер» (<https://www.reuters.com>).

Финансовая информация может быть получена оценщиком как по публикациям в периодической печати (балансовые и финансовые отчеты), так и на основании либо письменного запроса, либо непосредственно на предприятиях-аналогах. Состав такой информации зависит от конкретного объекта оценки, стратегии оценщика и методов оценки.

## *2. Составление списка аналогичных предприятий:*

- определяется максимально возможное число предприятий, имеющих сложившуюся на рынке цену купли-продажи; критерии сопоставимости на этом этапе достаточно свободны;
- составляется список; затем он меняется, поскольку требуется дополнительная информация сверх публикуемой в печати;
- составляется окончательный перечень, предприятий-аналогов; включение предприятий в этот список основано на тщательном анализе дополнительно полученной информации.

## *3. Финансовый анализ.*

Сравнительный подход к оценке предприятия использует все традиционные приемы и методы финансового анализа.

Отличительные черты финансового анализа при сравнительном подходе:

- позволяет определить положение (ранг) оцениваемого предприятия в списке аналогов;
- дает возможность обосновать степень доверия оценщика к конкретному виду мультипликатора; это, в конечном счете, определяет вес каждого варианта стоимости при выведении итоговой величины;
- является основой для внесения необходимых корректировок, обеспечивающих как увеличение сопоставимости, так и обоснованность окончательной стоимости.

## *4. Расчет мультипликаторов.*

Сравнительный подход предполагает использование следующих основных групп мультипликаторов:

- цена/прибыль, цена/денежный поток;
- цена/дивидендные выплаты;
- цена/выручка от продаж, цена/физический объем производства;
- цена/балансовая стоимость активов.

## *5. Выбор величины мультипликатора.*

В расчетах отбрасываются экстремальные величины и определяется средняя величина мультипликатора по группе аналогов. Наилучший результат дает средневзвешенный показатель: основная масса предприятий может быть неравномерно распределена между интервальными группировками диапазона.

## *6. Определение итоговой величины стоимости.*

Наиболее правильным приемом определения итоговой величины является метод взвешивания. При этом в зависимость от конкретных условий, целей и объекта оценки, степени доверия к той или иной информации каждому мультипликатору присваивается свой вес. На основе взвешивания получается итоговая величина стоимости.

## *7. Внесение итоговых корректировок.*

Итоговая величина стоимости, полученная в результате применения мультипликаторов, должна быть скорректирована в зависимости от конкретных обстоятельств.

## Список литературы

1 Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / Н.Ф. Чеботарев. – 3-е изд. [Электронный ресурс]. – М.: Дашков и К, 2017. – 256 с. – Режим доступа: <http://www.znanium.com>.

2 Оценка стоимости бизнеса. Теория и методология / В.В. Царев, А.А. Кантарович [Электронный ресурс]. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2015. – 575 с. – Режим доступа: <http://www.znanium.com>.