

ОЦЕНКА БИЗНЕСА

*Самсонова И.А., ст. преп.
кафедры «Финансы и бухгалтер»*



Что мы понимаем под оценкой бизнеса?

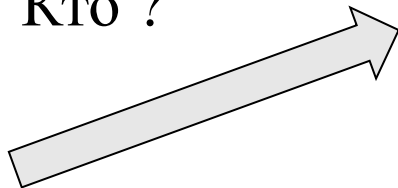
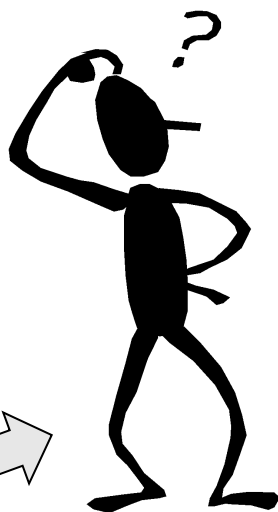


Как ?

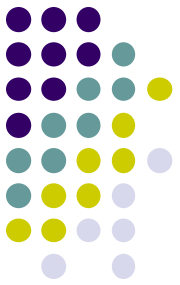
Для чего ?

Кто ?

Что ?



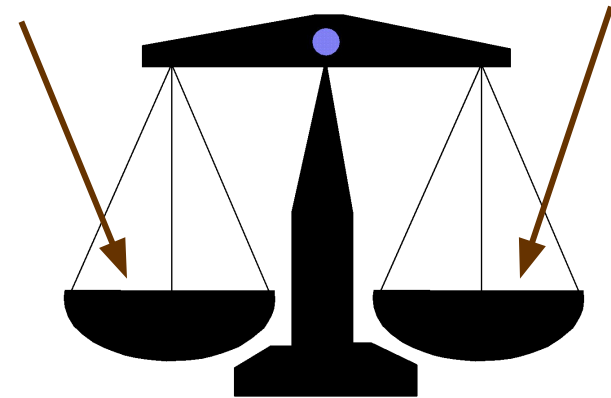
Ценность и стоимость



- Любая оценка это **взвешивание ценности** предполагаемого блага и **стоимости** отказа от других благ
- **Стоимость** это **альтернативная ценность**
- *Но, альтернатив много а стоимость одна, потому что:*
- **Стоимость** определяется ценностью наилучшей из возможных альтернатив
- Ценность добавляется (прирастает) в результате принятия решения, так как в этот момент происходит обмен менее ценного на более ценное - **выбор**.

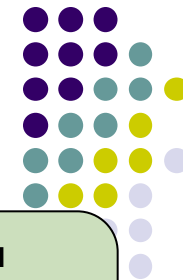
Что дает?

Во что обойдется?



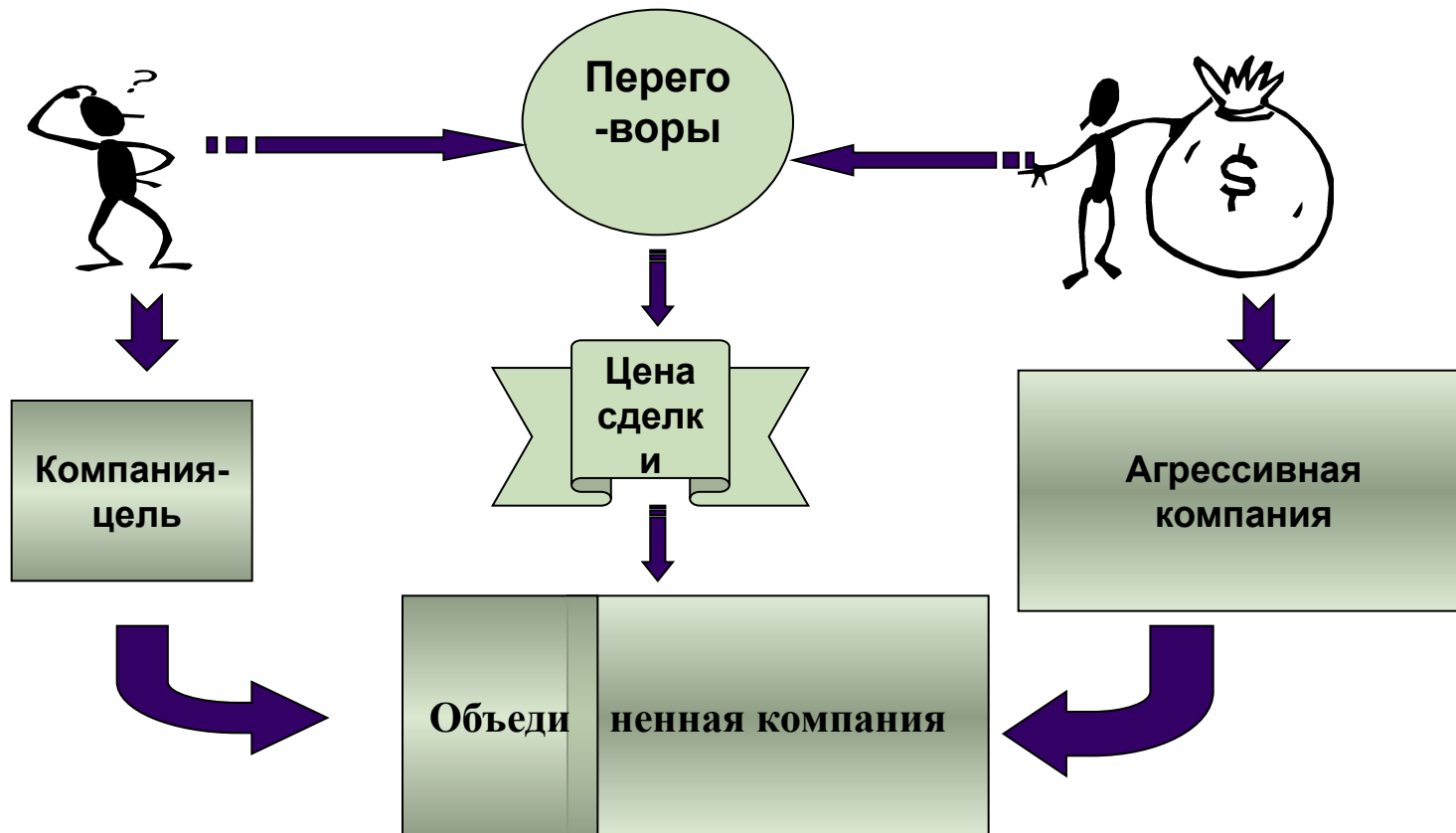
- **Оценка бизнеса это: оценка экономической выгоды от обладания долей в капитале компании**

Взвешивание ценности и стоимости при М&А (Merger and Acquisition)

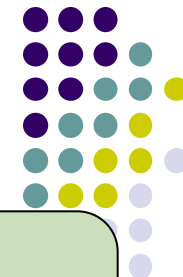


Взвешивание **ценности продажи** компании и **альтернативной стоимости** (ценности других вариантов использования: *не продавать, продать другим покупателям*)

Взвешивание **ценности покупки** компании-цели и **альтернативной стоимости** (ценности альтернативных вложений)



Оценка при М&А



$$NPV_s = W_s - V_o$$

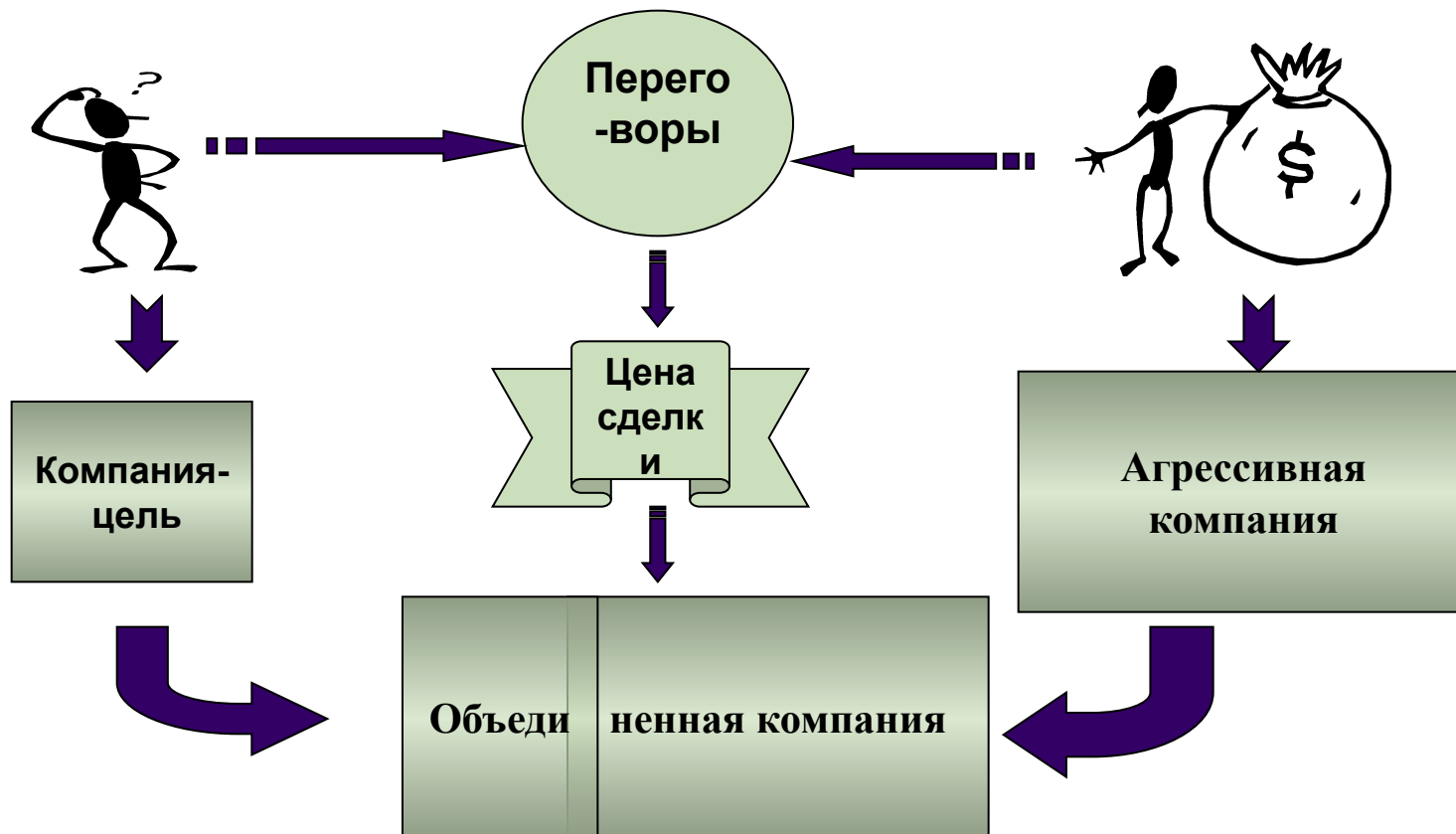
W_s – предполагаемая цена продажи

V_o – ценность компании «как есть»

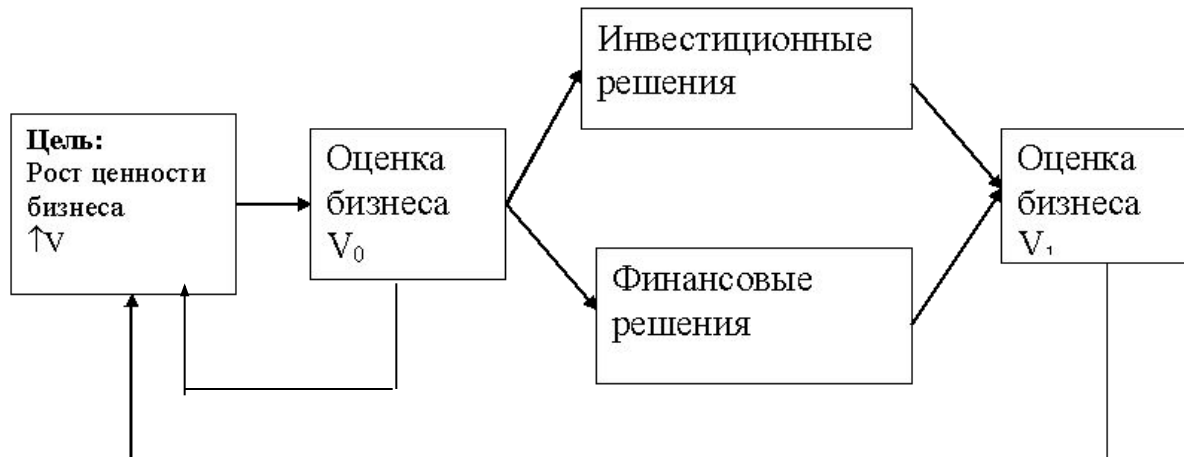
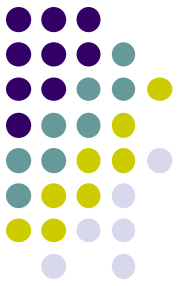
$$NPV_B = V_i - W_B$$

W_B – предполагаемая цена покупки

V_i – ценность компании-цели с учетом ее поглощения



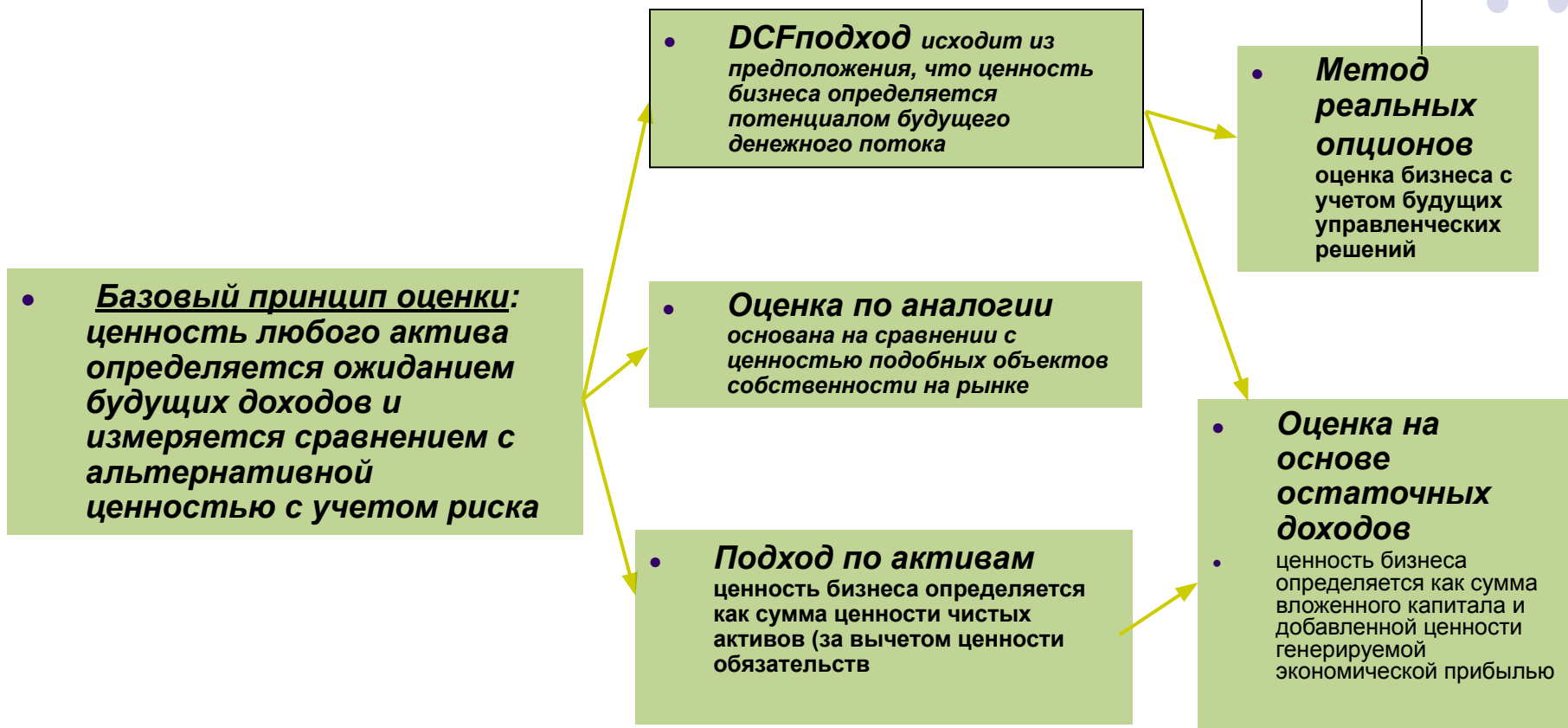
Место оценки бизнеса в управлении ценностью компании (V-value)



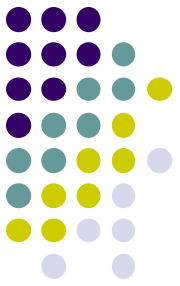
$$NPV = V_I - V_0$$

- NPV – чистая приведенная ценность стратегического решения
- V_I - Ценность компании с учетом стратегического решения
- V_0 - ценность компании без учета стратегического решения

Основные подходы в оценке бизнеса



Наиболее распространенная схема оценки

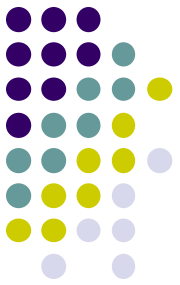


- $$V_E = V_F - V_D$$

Где

- *V_E - ценность собственного капитала*
- *V_F - ценность фирмы*
- *V_D - ценность долга*

Оценка методами DCF



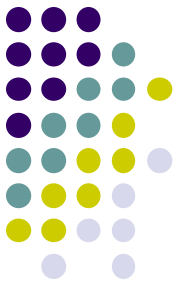
*Ценность компании
равна приведенной
ценности
прогнозируемых будущих
свободных денежных
потоков*

- **Свободный
денежный поток это:**

*сумма денежных средств,
доступная для поставщиков
капитала, которая может
быть изъята из бизнеса без
ущерба для его
деятельности*



Определения свободного денежного потока



- **Денежный поток от активов компании** - это денежный поток генерируемый всеми активами компании, независимо от источников их финансирования

$$FCF=(S-C-DP)(1-T)-(Capex-DP-SV) - \Delta WC,$$

где

- FCF - денежный поток от активов за период
- S - выручка от реализации
- C - текущие расходы
- DP – амортизация
- T - ставка налогообложения
- Capex -капитальные затраты
- SV- ценность высвобождаемых активов
- WC - изменение рабочего капитала

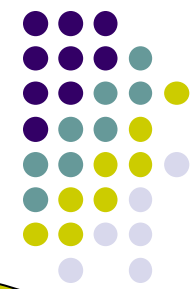
- **Остаточный денежный поток** - это денежный поток остающийся у собственников компании после расчетов с кредиторами

- $RCF= FCF + \Delta D - I + I \times T,$

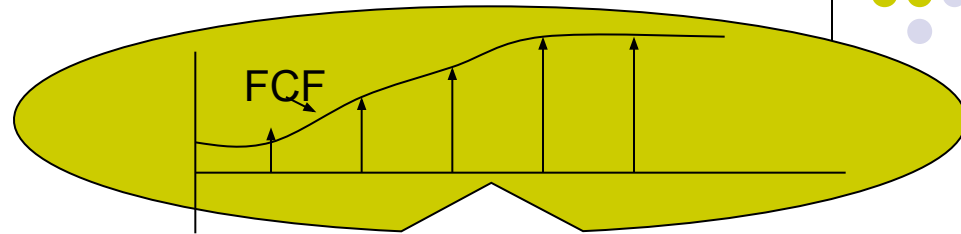
где

- RCF - остаточный денежный поток за период
- FCF - денежный поток от активов за период
- ΔD - чистое изменение долга
- I - процентные платежи по долгу
- $I \times T$ - «налоговый щит»

Основные модели оценки бизнеса на основе денежного потока

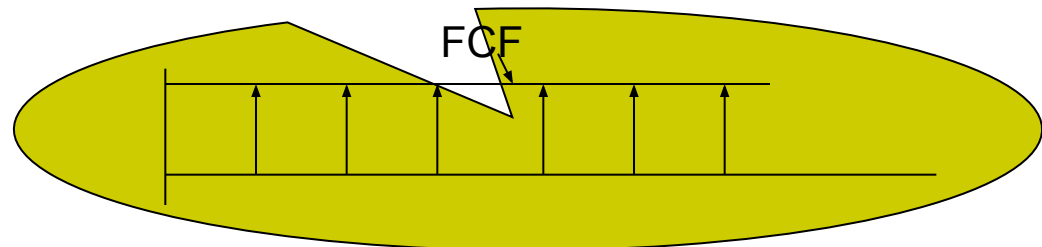


$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$



Модель DCF

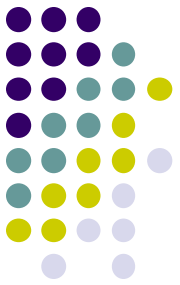
$$V_E = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_n}{(1+WACC)^n} - D$$



Модель капитализации

$$V_E = \frac{FCF_0 \times (1+g)}{WACC - g} - D$$





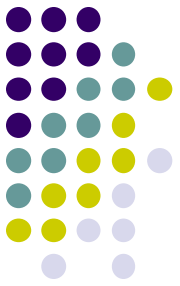
Модель капитализации

$$V_E = \frac{FCF_0 \times (1 + g)}{WACC - g} - D$$

где:

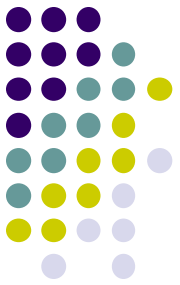
- V_E – ценность собственного капитала фирмы
- FCF_0 – нормализованный свободный денежный поток в базовом периоде;
- $WACC$ – средневзвешенная стоимость капитала компании;
- D – фундаментальная (рыночная) ценность долга
- g – темпы роста FCF фирмы на бесконечном временном горизонте.

Пример применения метода капитализации



- Корпорация владеет 100% долей в дочернем предприятии. Нормализованный свободный денежный поток от активов дочерней компании составил в базовом году - 1 млн. долларов. Ожидаемый постоянный темп роста денежного потока составит 3%. Доля заемного капитала в рыночной структуре капитала дочерней компании составляет 0.2, WACC -15%. Появляется стратегический инвестор, который изъявляет желание выкупить 100% пакет за 8 млн. долларов. Корпорация, в силу определенных причин, отказывается продать свое дочернее предприятие. Определите NPV этого решения.

$$\begin{aligned}V_E &= \frac{FCF_0 \times (1 + g)}{WACC - g} - D = \\ &= \frac{1,000 \times (1 + 0,03)}{0,15 - 0,03} - 0,2 \times V_F = \\ &= 8,583 - 0,2 \times 8,583 = 6,866 \\ NPV &= 6,866 - 8,000 = -1,133\end{aligned}$$



Двухфазная модель DCF

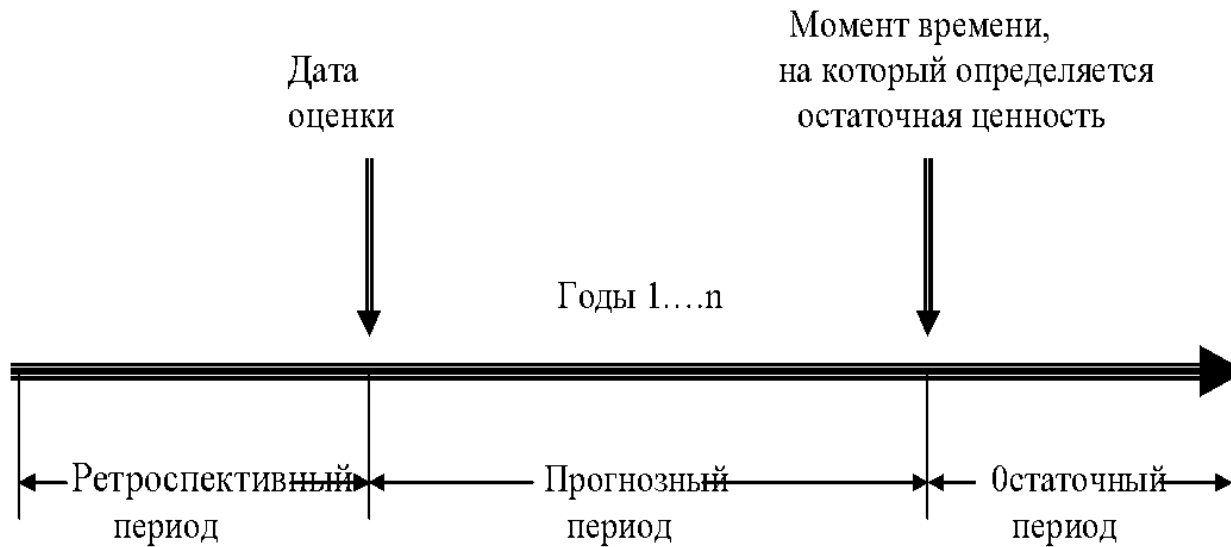


СХЕМА ОЦЕНКИ БИЗНЕСА (метод DCF - WACC)

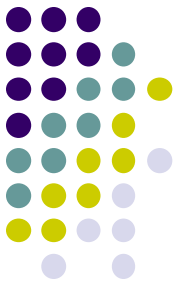
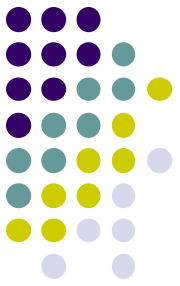


СХЕМА ОЦЕНКИ БИЗНЕСА (метод DCF - WACC)



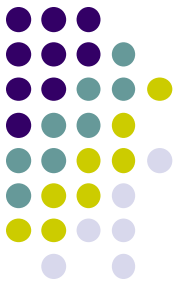
Стратеги
ческий
потенциа
л

FCF

t

Стоимо
сть
капитала

СХЕМА ОЦЕНКИ БИЗНЕСА (метод DCF - WACC)



Стратеги
ческий
потенциа
л



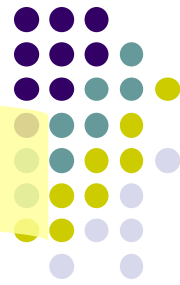
Финансовые
показатели

FCF



Стоимо
сть
капитала

СХЕМА ОЦЕНКИ БИЗНЕСА (метод DCF - WACC)



Стратеги
ческий
потенци
ал



Анализ и прогноз рынка, конкурентного положения
и перспектив компании

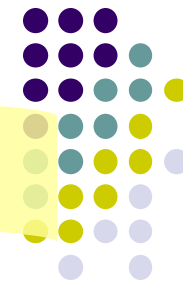


Финансовые
показатели



Стоимо
сть
капитал
а

СХЕМА ОЦЕНКИ БИЗНЕСА (метод DCF - WACC)



Стратеги
ческий
потенци
ал

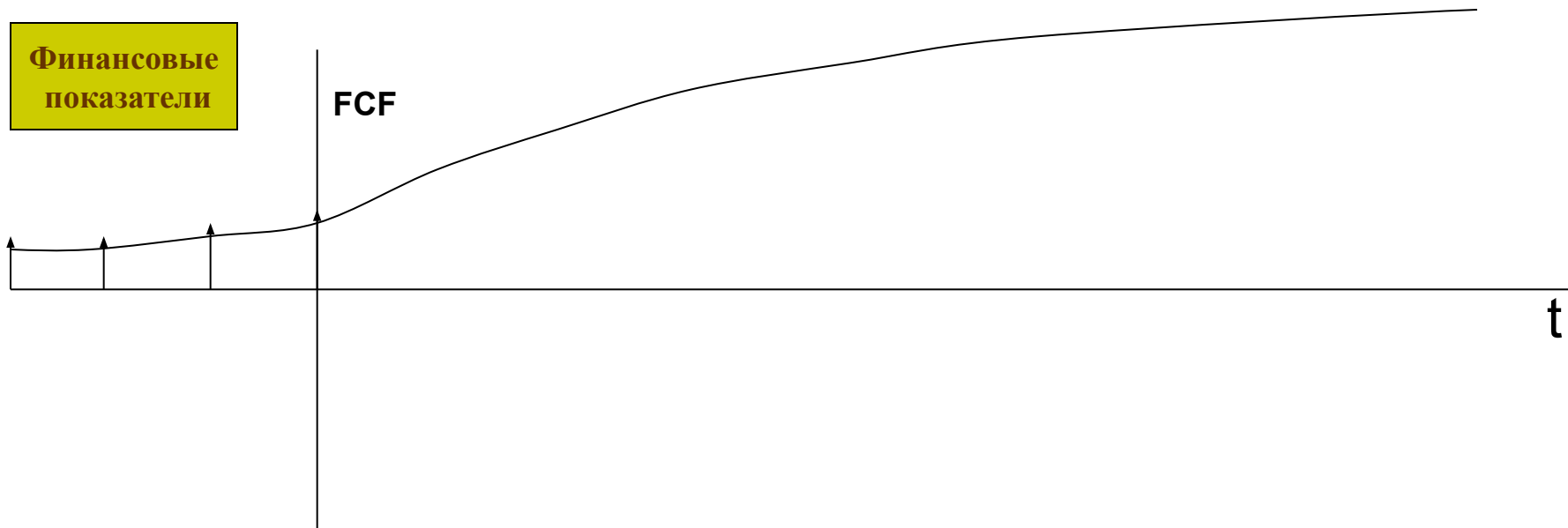


анализ и прогноз рынка, конкурентного положения
и перспектив компании
и инвестиционных возможностей



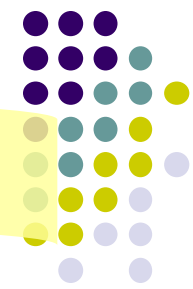
Финансовые
показатели

FCF



Стоимо
сть
капитал
а

СХЕМА ОЦЕНКИ БИЗНЕСА (метод DCF - WACC)



Стратеги
ческий
потенци
л



анализ и прогноз рынка, конкурентного положения
и перспектив развития
бизнеса

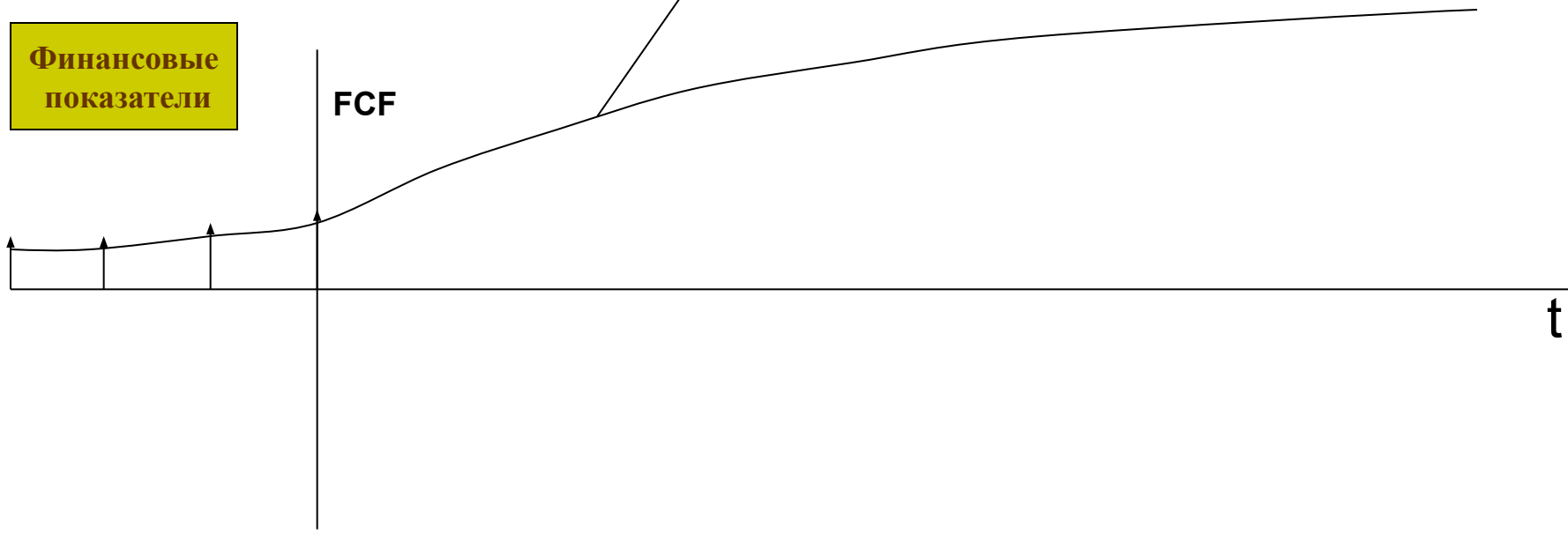


$$FCF = (S - C - DP)(1 - T) - CapEx + DP + SV - \Delta WC$$



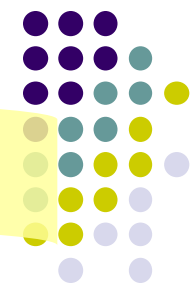
Финансовые
показатели

FCF



Стоимо
сть
капитал
а

СХЕМА ОЦЕНКИ БИЗНЕСА (метод DCF - WACC)



Стратегический потенциал



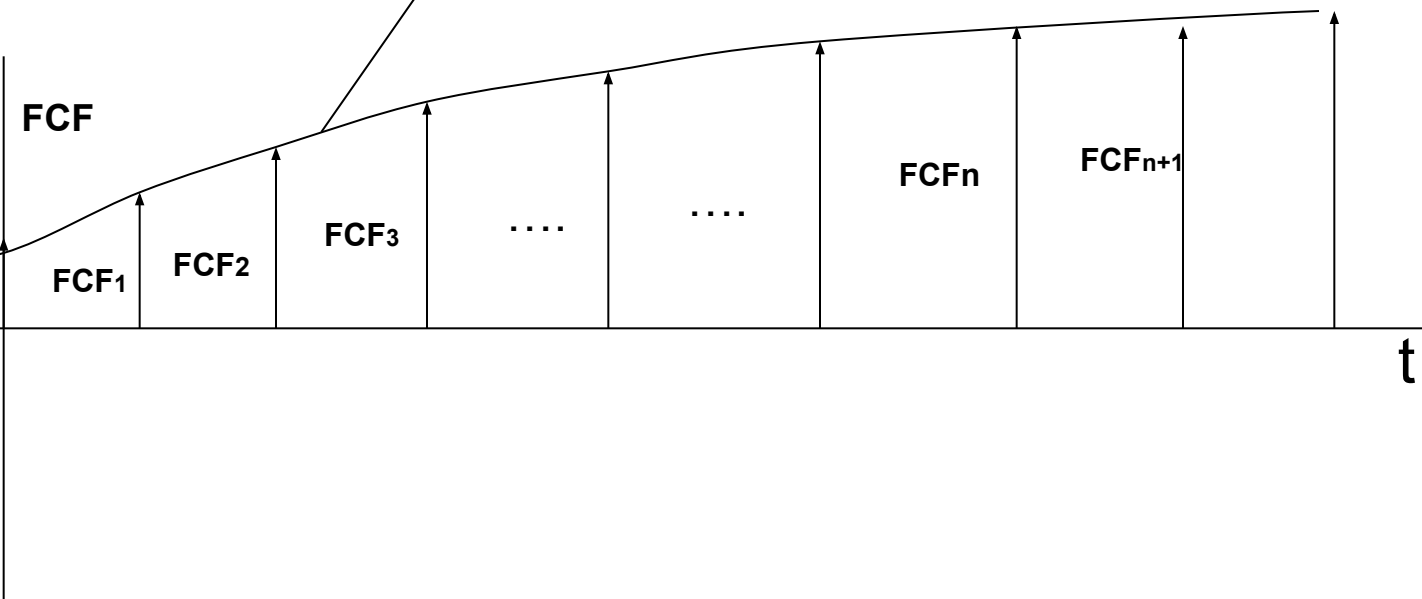
анализ и прогноз рынка, конкурентного положения и перспектив компании



$$FCF = (S - C - DP)(1 - T) - CapEx + DP + SV - \Delta WC$$

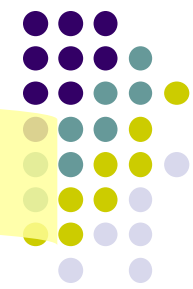


Финансовые показатели



Стоимость капитала

СХЕМА ОЦЕНКИ БИЗНЕСА (метод DCF - WACC)



Стратегический потенциал



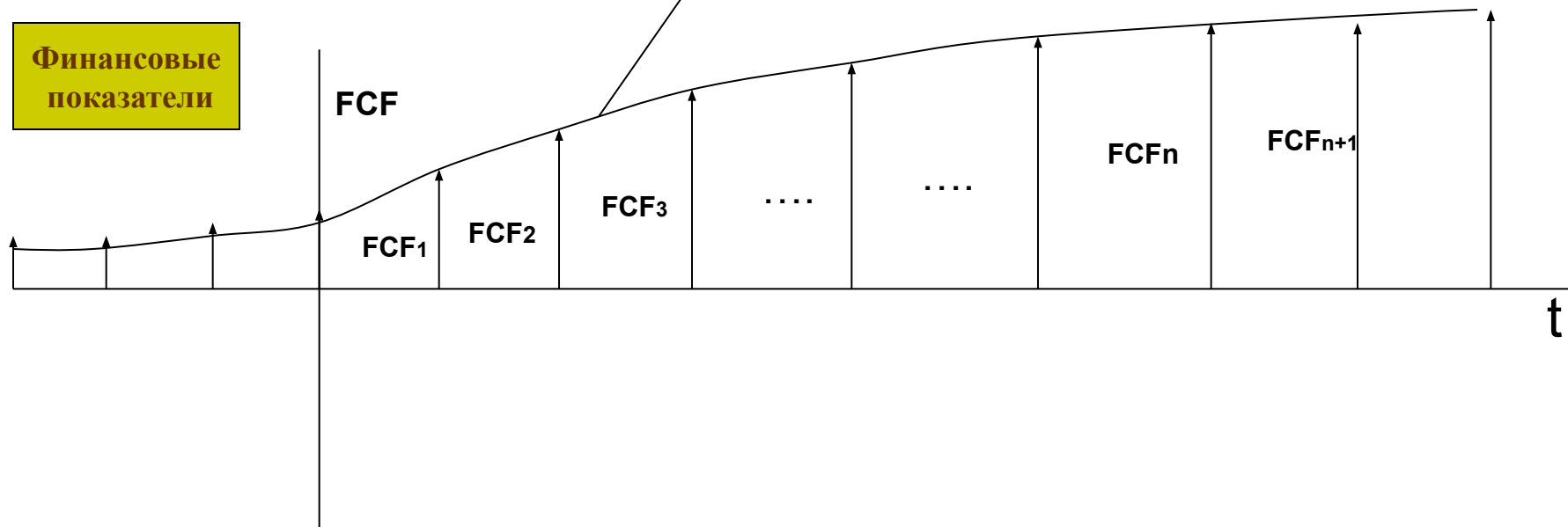
анализ и прогноз рынка, конкурентного положения и перспектив компании



$$FCF = (S - C - DP)(1 - T) - CapEx + DP + SV - \Delta WC$$

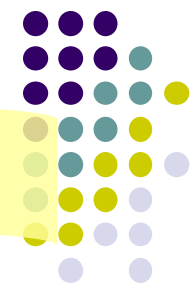


Финансовые показатели



Стоимость капитала

СХЕМА ОЦЕНКИ БИЗНЕСА (метод DCF - WACC)



Стратегический потенциал

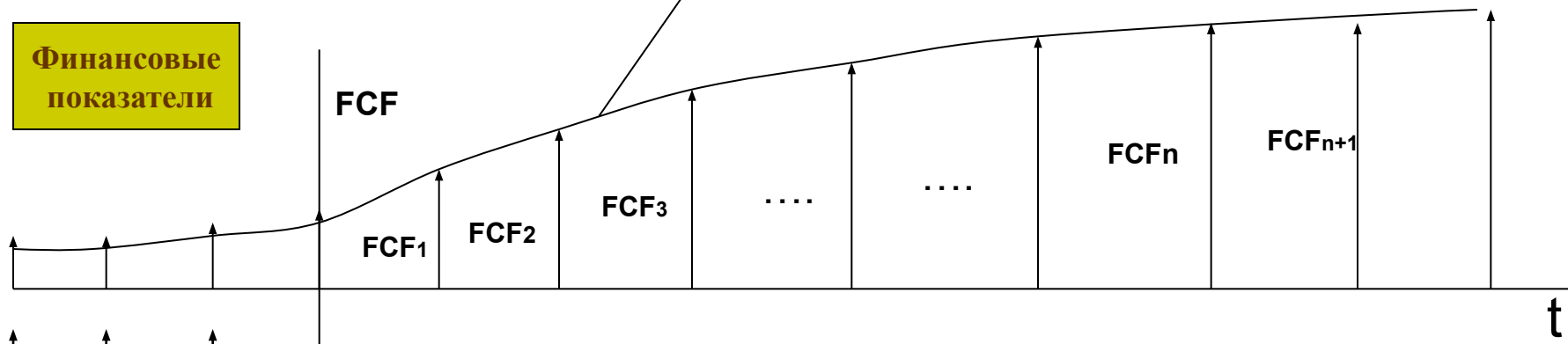


анализ и прогноз рынка, конкурентного положения и перспектив компании

$$FCF = (S - C - DP)(1 - T) - CapEx + DP + SV - \Delta WC$$



Финансовые показатели



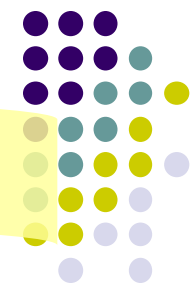
Фактическая структура капитала

Стоимость капитала



Индикаторы финансового и фондового рынков, отраслевая β, отраслевая структура капитала

СХЕМА ОЦЕНКИ БИЗНЕСА (метод DCF - WACC)



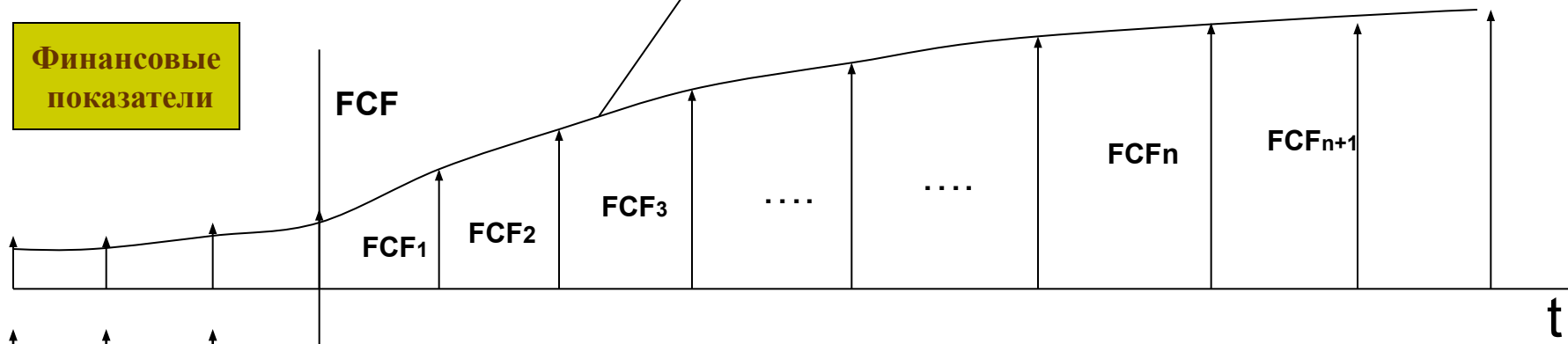
Стратегический потенциал



анализ и прогноз рынка, конкурентного положения и перспектив компании

$$FCF = (S - C - DP)(1 - T) - CapEx + DP + SV - \Delta WC$$

Финансовые показатели



Фактическая структура капитала

Стоимость капитала



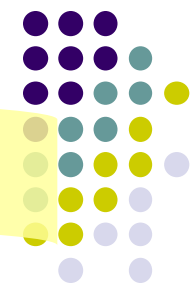
k_d

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) + S_1 + S_2$$

D/E

Индикаторы финансового и фондового рынков, отраслевая β , отраслевая структура капитала

СХЕМА ОЦЕНКИ БИЗНЕСА (метод DCF - WACC)



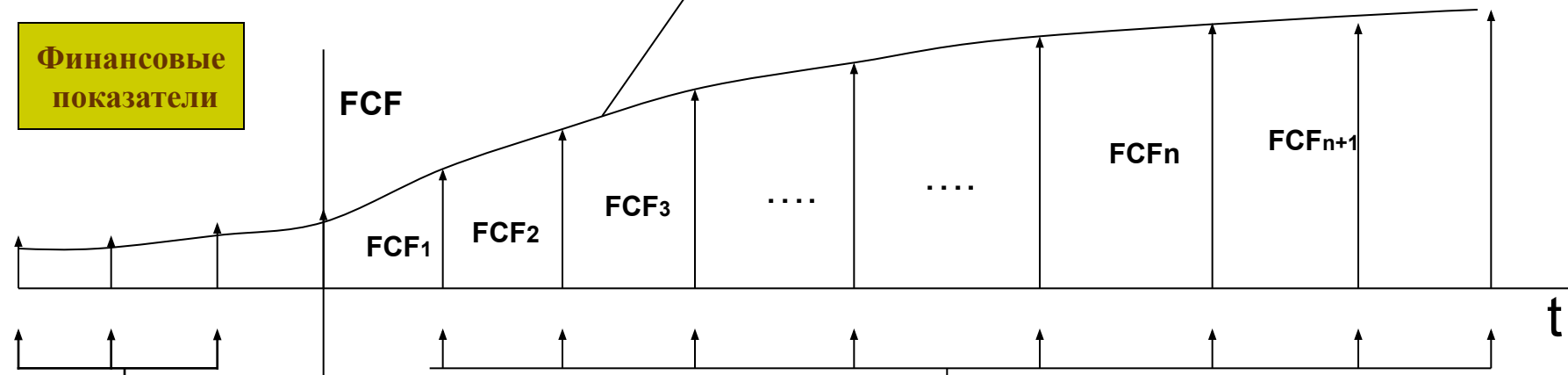
Стратегический потенциал



анализ и прогноз рынка, конкурентного положения и перспектив компании

$$FCF = (S - C - DP)(1 - T) - CapEx + DP + SV - \Delta WC$$

Финансовые показатели



Фактическая структура капитала

Стоимость капитала



$$WACC = k_d * W_d * (1 - T) + k_e * W_e$$

k_d

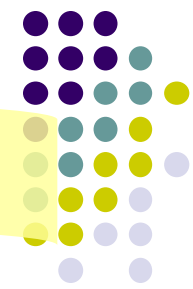
$$k_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + S1 + S2$$

D/E

Индикаторы финансового и фондового рынков, отраслевая β, отраслевая структура капитала



СХЕМА ОЦЕНКИ БИЗНЕСА (метод DCF - WACC)



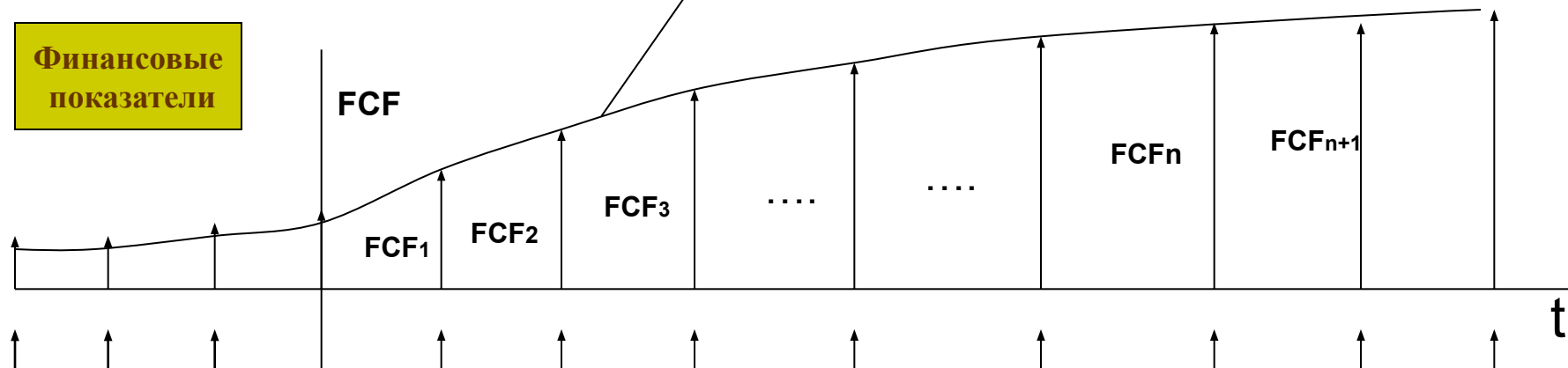
Стратегический потенциал



анализ и прогноз рынка, конкурентного положения и перспектив компании

$$FCF = (S - C - DP)(1 - T) - CapEx + DP + SV - \Delta WC$$

Финансовые показатели



Фактическая структура капитала

Стоимость капитала



$$WACC = k_d * W_d * (1 - T) + k_e * W_e$$

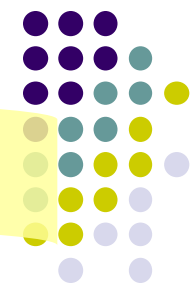
$$k_d$$

$$k_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + S1 + S2$$

$$D/E$$

Индикаторы финансового и фондового рынков, отраслевая β, отраслевая структура капитала

СХЕМА ОЦЕНКИ БИЗНЕСА (метод DCF - WACC)



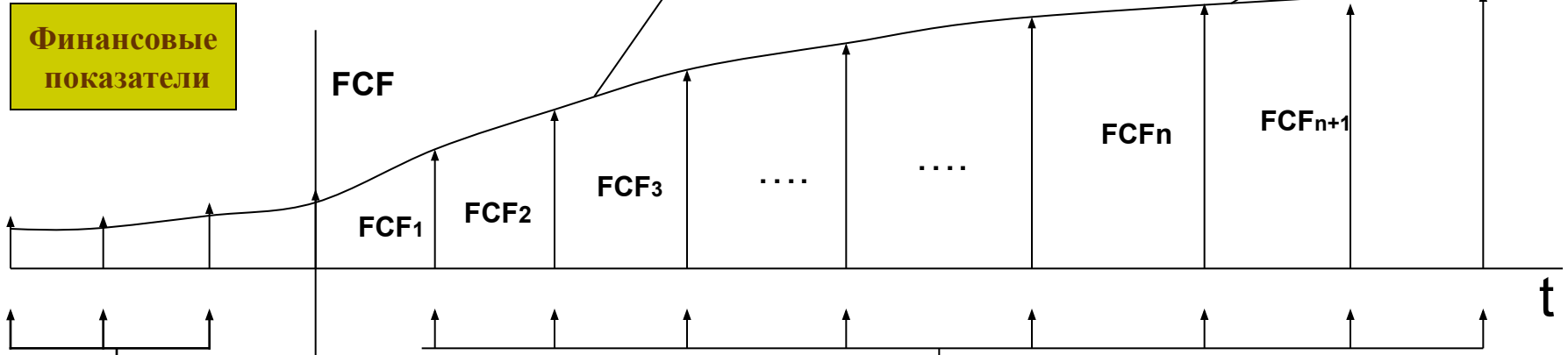
Стратегический потенциал



Анализ и прогноз рынка, конкурентного положения и перспектив компании

$$FCF = (S - C - DP)(1 - T) - CapEx + DP + SV - \Delta WC$$

$$TV_n = FCF_{n+1} / (WACC - g)$$



Финансовые показатели

Фактическая структура капитала

Стоимость капитала

$$WACC = k_d * W_d * (1 - T) + k_e * W_e$$

k_d

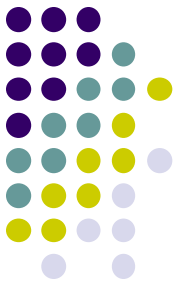
$$k_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + S1 + S2$$

D/E

Индикаторы финансового и фондового рынков, отраслевая β, отраслевая структура капитала



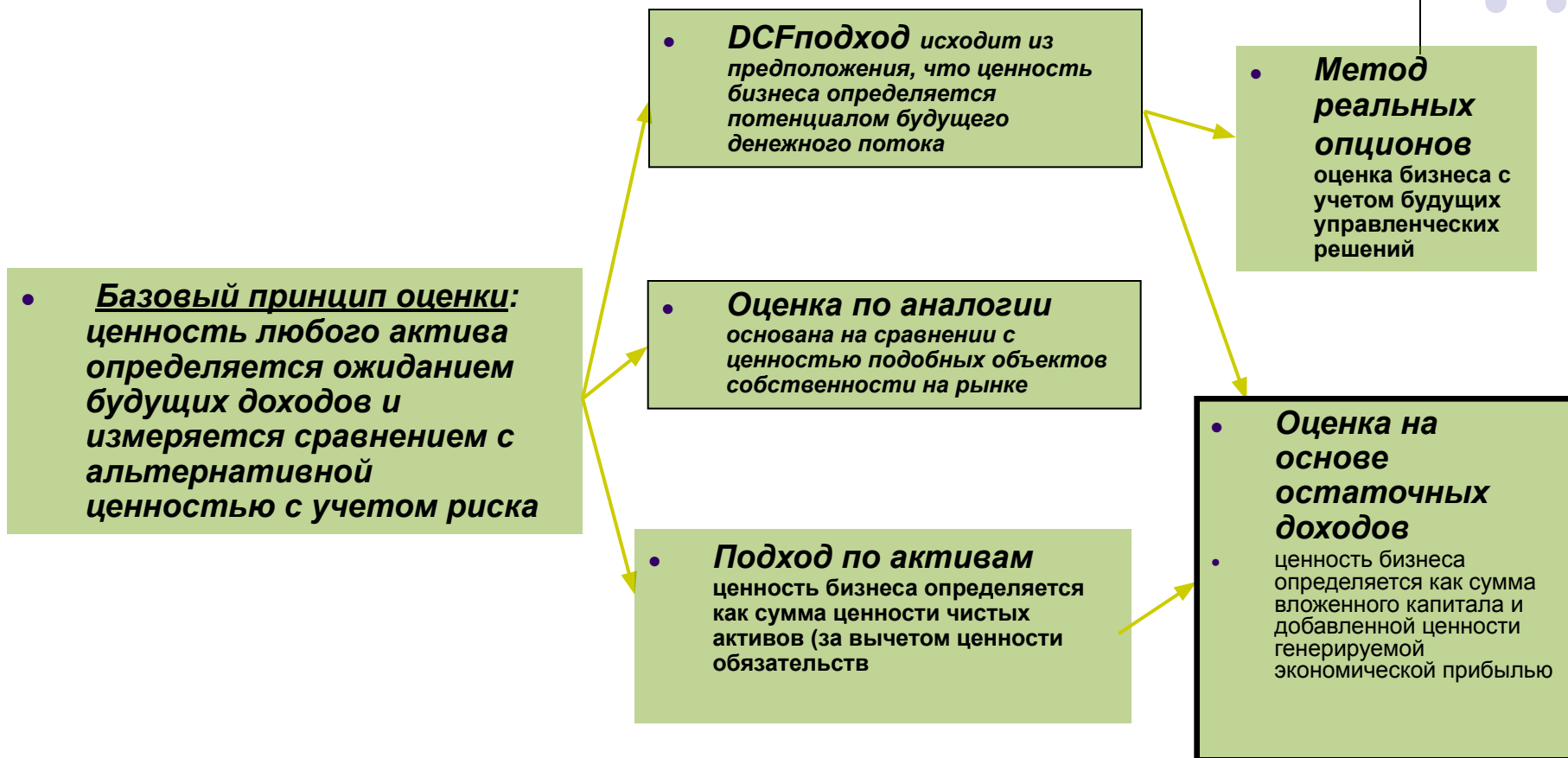
Итоговая формула расчета ценности собственного капитала компании



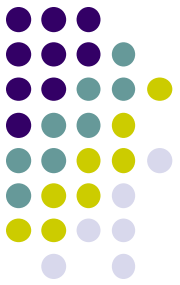
$$V_E = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_n}{(1+WACC)^n} - D$$

- где:
- *FCF_t* – свободные денежные потоки в год t ;
- *TV_n* – терминальная ценность на конец прогнозного периода;
- *$WACC$* – средневзвешенная стоимость капитала

Основные подходы в оценке бизнеса



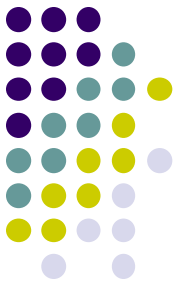
Альтернативная техника DCF-оценки: остаточный доход и EVA



$$V = IC_0 + \Sigma PV(EVA)$$

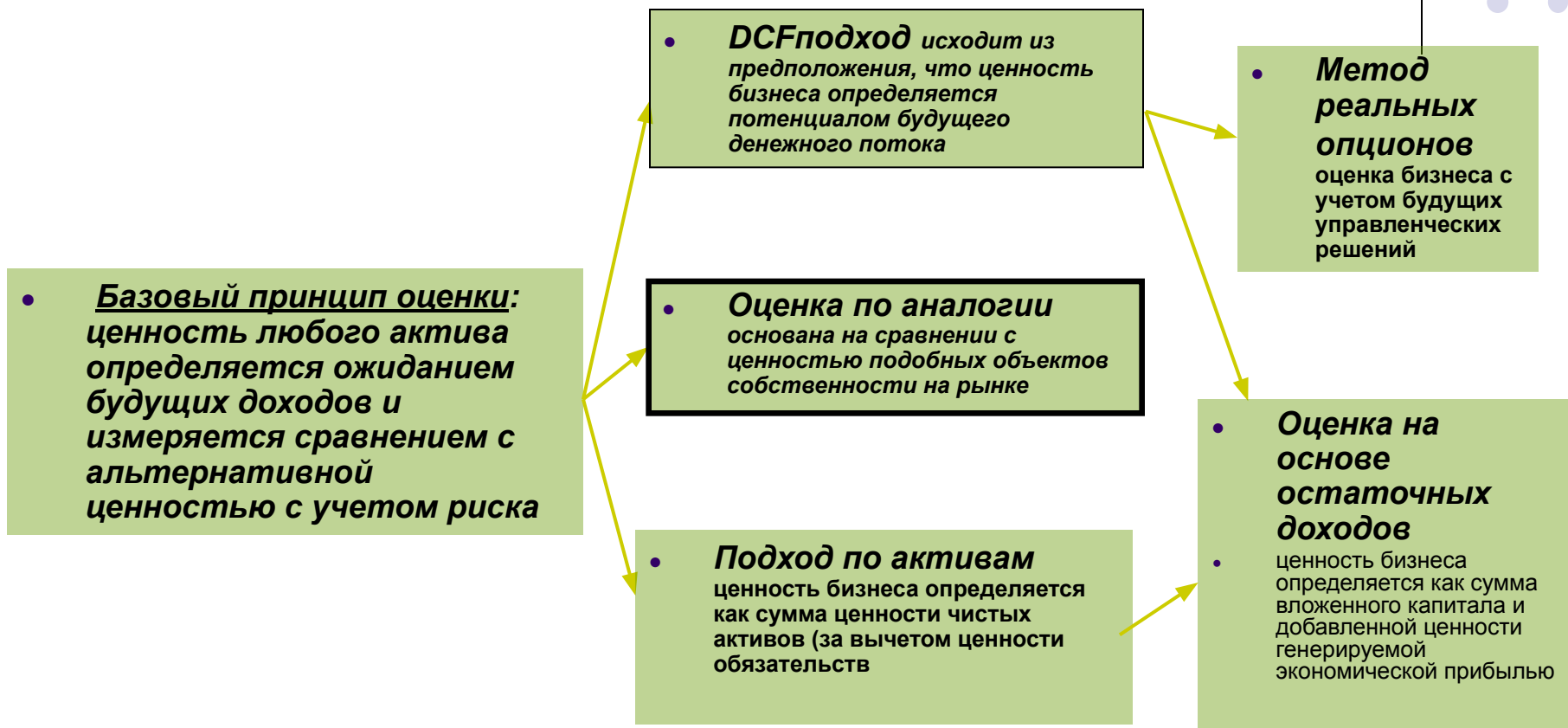
- **V** – экономическая ценность компании
- **IC₀** – инвестированный капитал на дату оценки
- **EVA** – добавленная экономическая ценность, отражающая, по мысли создателей, дополнительную ценность, созданную в текущем периоде

Экономическая добавленная ценность (EVA)

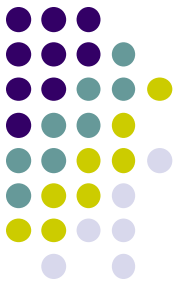


- **$EVA = NOPAT - WACC * IC,$**
- **где:**
- **EVA - экономическая добавленная ценность за год;**
- **NOPAT - посленалоговая операционная прибыль**
- **IC - инвестированный капитал на начало года;**
- **WACC - средневзвешенная стоимость капитала;**

Основные подходы в оценке бизнеса



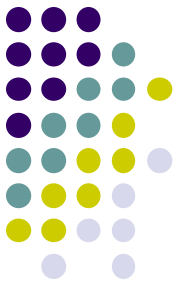
Оценка компании по аналогии



- Применение метода сравнительной оценки
- Ограничения метода
- Место сравнительной оценки

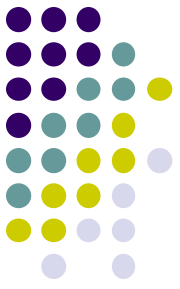


Мультипликаторы оценки



- Основой метода рыночных сопоставлений BAV (by analogy valuation) является использование мультипликаторов, которое обусловлено трудностью установления прямого соотношения цен на акции разных компаний.
- Мультипликаторы позволяют абстрагироваться от влияния на цену акций двух факторов:
 - - Размера компании
 - - Количества акций

Оценка с использованием мультипликатора

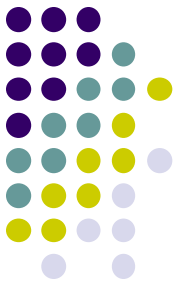


- Суть оценки компании с применением мультипликаторов проста:
- *Допустим, в результате анализа мы пришли к выводу, что» некая компания “Z” является аналогом оцениваемой компании «Y». При этом, компания «Z» котирует свои акции на рынке и известен ее мультипликатор P/E, например 8. У оцениваемой компании известна нормализованная прибыль на одну акцию – EPS, допустим 10 \$. Цена одной акции оцениваемой компании «Y» определяется по формуле:*

$$P_{(Y)} = EPS_{(Y)} \times (P/E)_{(Z)} = 10\$ \times 8\$ = 18\$$$

- В качестве аналога может быть взята не одна компания, а группа компаний аналогов. В этом случае на основе сравнительного анализа определяется мультипликатор, применяемый для оценки компании. Ценность собственного капитала компании определяется посредством умножения цены акции на количество акций и с учетом поправок на контроль и ликвидность.

Виды мультипликаторов



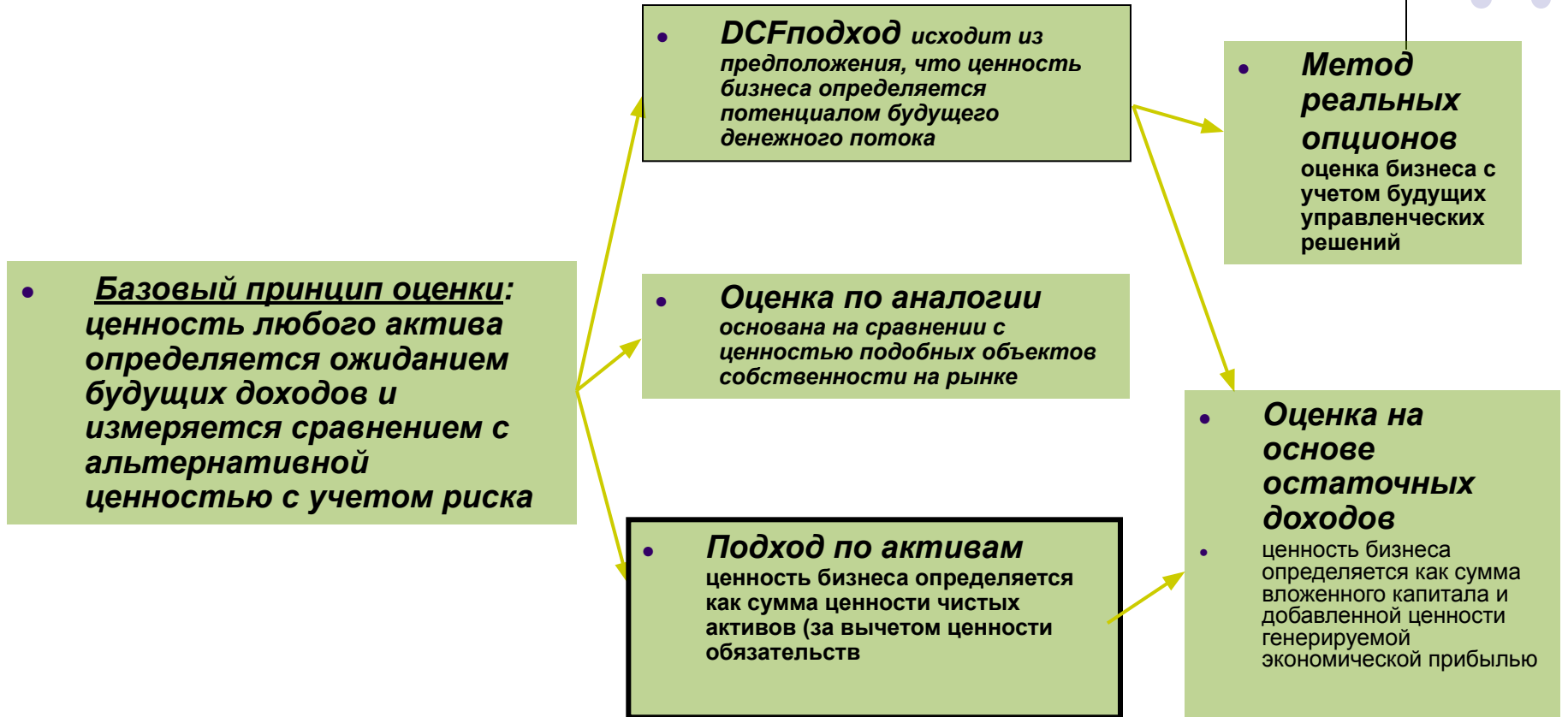
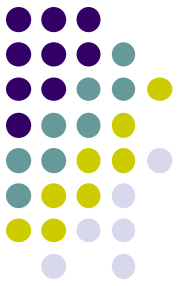
- **Доходные** →
 - На основе отчета о прибылях: P/E, EV/EBITDA, EV/S,
- **Балансовые** →
 - EV/BVA , P/B
- **Натуральные** →
 - EV/capacity и EV/production



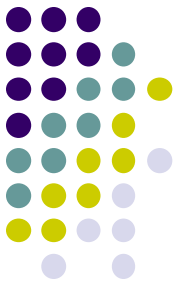
Основные этапы оценки

- 1. Отбор компаний-аналогов.
- 2. Определение оценочного мультипликатора.
- 3. Применение мультипликатора для оценки бизнеса.
- 4. Заключительные поправки.

Основные подходы в оценке бизнеса



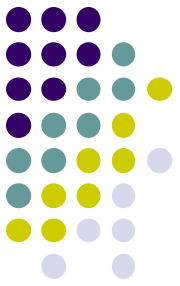
Подход по активам



- Данный подход предполагает ценность компании как сумму ценности ее чистых активов (за вычетом ценности обязательств).
- Существует два метода, использующих данный подход:
 - Метод чистой ценности активов (NAV)
 - Метод ликвидационной ценности (LV)



Различия в оценке по методу NAV и методу LV



- **Метод NAV**

- Активы и обязательства компании корректируются до их рыночной ценности.
- При этом компания рассматривается как действующая

- **Метод LV**

- Чистая выручка от реализации активов компании с учетом погашения обязательств, дисконтируется к дате оценки.

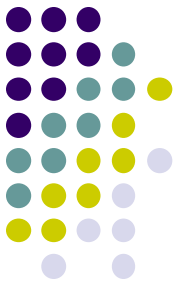
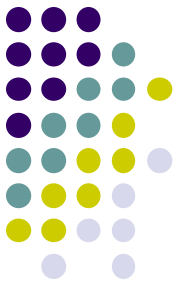


Схема оценки методом NAV

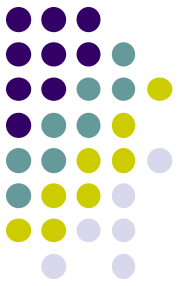
- $NAV = \sum_{i=1}^n VA_i - D + G,$
- где:
- NAV - ценность чистых активов компании
- VA_i - рыночная ценность i-го актива
- D - рыночная ценность обязательств
- G - гудвилл

Общее заключение по оценке



- **Факторы придающие значимость каждому из методов оценки:**
 - **Характер бизнеса и активы компании**
 - **Цели оценки**
 - **Объем и качество доступной информации**

Оценка бизнеса и принятие управленческих решений



- **Методологическое единство всех методов оценки**
- **Комбинирование методов оценки**
- **Оценка бизнеса и управление ценностью компании**

