

Сравнительный подход к оценке стоимости предприятия



Справка



В стандарте оценки BVS-I (Business Valuation Standards) Американской Ассоциации Оценщиков (American Society of Appraisers) используется термин **«рыночный подход»** (market approach).

- Это общий способ определения стоимости предприятия или его капитала, в рамках которого применяют один или более методов, основанных на сравнении данного предприятия с аналогичными, уже проданными компаниями.



- **Сравнительный 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 (иногда называемый **рыночным**) предполагает, что ценность активов определяется тем, за сколько они могут быть проданы при наличии сформированного рынка, т.е. наиболее вероятной величиной стоимости оцениваемой компании может быть реальная цена продажи аналогичной фирмы, зафиксированная рынком.



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



Предприятия-аналоги должны относиться к той же отрасли, что и оцениваемая компания, а также быть сходны по следующим основным финансовым и производственным характеристикам:

- размер компании (выручка, численность, стоимость активов и т. д.);
- ассортимент;
- товарная и территориальная диверсификация;
- технологическая и техническая оснащенность;
- риски, связанные с работой;
- сопоставимость предполагаемой сделки (форма сделки, условия финансирования, условия оплаты и т. д.).



Особое внимание уделяется:

- теоретическому обоснованию сравнительного подхода, сфере его использования, особенностям применяемых методов расчета оценочных показателей;
- критериям отбора аналогичных компаний;
- характеристике важнейших ценовых мультипликаторов и особенностям их использования в оценочной практике;
- основным этапам формирования итоговой величины стоимости;
- расчету величин мультипликаторов, обоснованию системы весов для промежуточных результатов, внесению поправок.

Положения сравнительного подхода к оценке стоимости предприятия



- При оценке стоимости в качестве ориентира используются реально сформированные рынком цены на аналогичные предприятия (активы, акции).
- Инвестор, вкладывая средства в компанию или ее активы, использует принцип альтернативных инвестиций, т. е. из возможных направлений вложенных средств стремится получить максимальный доход на размещенный капитал при одинаковом уровне риска.
- Инвестор, вкладывая деньги в активы, покупает, прежде всего, будущий доход. Производственные, технологические и другие особенности конкретного производства интересуют инвестора только с позиций перспектив получения дохода.
- Цена компании отражает ее производственные и финансовые возможности, положение на рынке, перспективы развития.

Методы сравнительного подхода к оценке стоимости компании



- метод компании-аналога (рыночный метод)
- 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 компании 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 рассчитаны на основе длительных статистических наблюдений за ценой продажи компаний и их важнейшими производственно-финансовыми характеристиками.



Опыт западных оценочных фирм свидетельствует:

- бухгалтерские фирмы и рекламные агентства продаются соответственно за 0,5 и 0,7 годовой выручки;
- рестораны и туристические агентства – соответственно за 0,25 – 0,5 и 0,04 – 0,1 валовой выручки;
- автозаправочные станции – за 1,2-2,0 месячной выручки;
- предприятия розничной торговли – за 0,75-1,5 от величины чистого годового дохода, увеличенной на стоимость оборудования и запасов, которыми располагает оцениваемое предприятие;
- машиностроительные предприятия – за 1,05-2,5 суммы чистого дохода и запасов.

Суть сравнительного подхода при определении стоимости компаний заключается в следующем:



- 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 оцениваемой компании, получаем ее стоимость.
- *Например*, необходимо оценить компанию, получившую в истекшем году чистую прибыль в размере 150 млн. руб. Известно, что недавно была продана сходная компания за 3000 млн. руб., чистая прибыль которой составила 300 млн. руб. Рассчитаем мультипликатор "цена/чистая прибыль" по компании-аналогу: $3000 : 300 = 10$, откуда стоимость оцениваемой компании: $150 \cdot 10 = 1500$ млн. руб.



Преимущества 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 компанию, обеспечивающую оптимальное соотношение между ценой объекта инвестирования прогнозируемым доходом и уровнем риска.



Недостатки сравнительного подхода:

- *Во-первых*, базой для расчета мультипликаторов служат ретроспективные данные, т.е. достигнутые в прошлом финансовые показатели. Следовательно, этот метод не учитывает возможностей компании в будущем.
- *Во-вторых*, при определении степени сходства сравниваемых компаний 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.
- *В-третьих*, 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.

Этапы оценки стоимости компании при сравнительном подходе



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



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": "Внебиржевой рынок. Ежедневный информационный бюллетень о предложениях на покупку/продажу ценных бумаг", "Финансовый маркетинг. Ежедневный информационный бюллетень о состоянии финансовых рынков";
- АК&М: «Исследование активности рынков акций 12 крупнейших предприятий»;
- информация агентства «Рейтер»;
- зарубежные источники.

Составление списка аналогичных предприятий.



- *Определяется максимально возможное число предприятий, имеющих сложившуюся на рынке цену купли-продажи. Критерии сопоставимости на этом этапе достаточно свободны, в первую очередь это сходство отрасли, производимой продукции (услуг), объем производства, соотношение собственных и заемных средств, сопоставимость определяется на основе информации, публикуемой в печати.*
- *Составляется список. Затем он меняется, поскольку требуется дополнительная информация сверх публикуемой в печати, а ее можно собрать непосредственно в компаниях. Поэтому первоначальный список может сократиться из-за отказа некоторых компаний в предоставлении необходимых сведений, а также из-за плохого качества или недостоверности информации.*
- *Составляется окончательный перечень, компаний-аналогов. Включение предприятий в этот список основано на тщательном анализе дополнительно полученной информации. На этом этапе ужесточаются критерии сопоставимости, рассматриваются уровень диверсификации производства, положение на рынке, характер конкуренции, изучаются динамика объемов производства, прибыль, дивидендные выплаты и др.*



Финансовый анализ

Отличительные черты финансового анализа при сравнительном подходе проявляются в следующем:

- позволяет определить положение (ранг) оцениваемой компании в списке аналогов.
- дает возможность обосновать степень доверия оценщика к конкретному виду мультипликатора.
- является основой для внесения необходимых корректировок, обеспечивающих как увеличение сопоставимости, так и обоснованность окончательной стоимости.



Расчет мультипликаторов

Сравнительный подход оценке бизнеса предполагает использование следующих основных групп мультипликаторов:

- 1 группа — цена/прибыль, цена/денежный поток;
- 2 группа — цена/дивидендные выплаты,
- 3 группа — цена/выручка от реализации, цена/физический объем производства;
- 4 группа — цена/балансовая стоимость активов.



Мультипликатор цена/дивиденды

Этот метод основан на определении дивидендной отдачи свободно обращающихся на рынке акций по сопоставимым компаниям.

Например: дивидендная отдача акции компании-аналога, рассчитываемая как отношение рыночной цены акции к сумме дивидендных выплат составляет 12.5%, а оцениваемая фирма выплатила (или способная выплатить) дивиденды в сумме 400 000 руб. на акцию.

Стоимость акции оцениваемой компании, определяемая методом капитализации дивидендов, составит $400\ 000/0.125 = 3\ 200\ 000$ руб.



Мультипликатор цена/выручка от реализации, цена/фактический объем производства

- Используется в комплексе с другими методами, однако наиболее целесообразно его применять при оценке в сфере услуг.

Например: прибыль компании составляет 25% от ее продаж, а требуемый доход на инвестиции в данной отрасли составляет 31.4%. В этом случае покупатели будут готовы заплатить за фирму $0.25/0.314$ или 80% годовой выручки от реализации продукции и услуг. Если за год фирма реализует продукцию на сумму 500 млн. руб., то цена компании составит $500 \times 0.8 = 400$ млн. руб.

Мультипликатор цена/физический объем целесообразно использовать для оценки бизнеса с узкой номенклатурой производства и услуг.



Выбор величины мультипликатора

- Этот этап наиболее сложен и требует особенно тщательного обоснования, отраженного впоследствии в отчете. Поскольку одинаковых компаний не существует, диапазон величины одного и того же мультипликатора по компаниям-аналогам бывает достаточно широк. Поэтому в расчетах отбрасываются экстремальные величины и определяется средняя величина мультипликатора по группе аналогов.
- Наилучший результат дает **средневзвешенный показатель**: основная масса таких компаний может быть неравномерно распределена между интервальными группировками диапазона.



- *Например*, диапазон мультипликатора "цена/балансовая стоимость" по 15 компаниям, взятым в качестве аналога, составляет диапазон значений: 0,92 – 5,67. Отсюда средневзвешенная величина равна 2,15, так как центр диапазона лежит в точке $(5,67 - 0,92) : 2 = 2,375$.
Опыт показывает, что большинство компаний имеют величину мультипликатора несколько ниже средней. Это хорошо коррелирует с финансовым коэффициентом "доход на собственный капитал".



- Проанализируем этот коэффициент по компаниям-аналогам. Диапазон ($-4,1\% - 15,6\%$): средневзвешенная величина равна $8,3296$, что несколько меньше центра диапазона: $(15,6 - (-4,1)) : 2 = 9,85$. Доход на собственный капитал в оцениваемой компании $12,5\%$.

Величина мультипликатора для оцениваемой компании может быть получена либо методом трендовой прямой, либо анализом соотношения трех величин:

- средневзвешенной величины мультипликатора,*
- средневзвешенной величины финансового коэффициента*
- фактической величины финансового коэффициента оцениваемой компании.*

При расчете стоимости компании рекомендуется пользоваться несколькими мультипликаторами, заранее рассчитав для каждого степень достоверности (весомость).



$$\text{Стоимость компании} = \sum_{i=1}^n (K_i \times M_i \times V_i),$$

ГДЕ n — количество показателей деятельности, используемых при оценке стоимости компании;

K_i — показатель деятельности оцениваемого предприятия;

M_i — мультипликатор по i -му показателю;

V_i — вес i -го мультипликатора.



Коэффициент корреляции — показатель, характеризующий степень зависимости двух величин. Это безразмерная величина, значение которой лежит между -1 и $+1$.

- Если при возрастании одной величины наблюдается рост другой, то говорят о положительной корреляции, если происходит обратное, то коэффициент корреляции отрицателен.
- Чем сильнее зависимость между исследуемыми величинами, тем ближе значение коэффициента корреляции к 1 (-1).
- Если взаимосвязь между показателями отсутствует, то коэффициент корреляции будет равен нулю.



Таблица 1 Мультипликаторы для оценки компаний, работающих на арендованных площадях

Мультипликатор	Договор аренды сроком до года		Договор аренды сроком от года до трех	
	Значение мультипликатора	Весомость	Значение мультипликатора	Весомость
Цена/чистая прибыль	1,21	0,36	1,67	0,39
Цена/выручка	0,17	0,3	0,26	0,28
Цена/стоимость материальных активов	2,37	0,34	3,94	0,33

Таблица 2 Мультипликаторы для оценки компаний, работающих на условиях долгосрочной аренды

Вид бизнеса	Цена/чистая прибыль (весомость – 0,37)	Цена/выручка (весомость – 0,26)	Цена/стоимость материальных активов (весомость – 0,37)
Рестораны	2,33	0,58	1,75
Торговые сети	1,42	0,15	3,08
Остальные виды бизнеса	1,99	0,36	2,23

Компания характеризовалась следующими основными показателями:
выручка за 2003 год — 600 млн руб., чистая прибыль компании — 42,5 млн руб., стоимость материальных активов бизнеса — 1,5 млн руб.



Для расчета стоимости компаний использовался метод компаний-аналогов, описанный выше. Мультипликаторы, используемые в расчетах, были взяты из табл. 1 для компаний, договор аренды у которых заключен на период от года до трех лет.

- Стоимость бизнеса = **73,31 млн руб.** ($600 \text{ млн руб.} \times 0,26 \times 0,28 + 42,5 \text{ млн руб.} \times 1,67 \times 0,39 + 1,5 \text{ млн руб.} \times 3,94 \times 0,33$).

В результате сумма сделки по продаже компании составила 67 млн руб., в то время как первоначальное предложение было 50 млн руб.



Определение итоговой величины стоимости

- Сравнимый подход позволяет использовать максимальное число всех возможных вариантов мультипликаторов. Следовательно, процессе расчета будет получено столько же вариантов стоимости.
Если в качестве итоговой величины предложить простую среднюю всех полученных величин, это будет означать одинаковую меру доверия всем мультипликаторам. Наиболее правильным приемом определения итоговой величины является *метод взвешивания*. При этом в зависимости 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, которая может быть основой для последующих корректировок.



Внесение итоговых корректировок

Типичны следующие поправки:

- *Портфельная скидка* предоставляется при наличии непривлекательного для покупателя характера диверсификации финансовых инструментов в портфеле.
- При определении окончательного варианта стоимости нужно *учитывать активы производственного назначения*. Если выявлены недостаточность собственного оборотного капитала либо экстренная потребность в капитальных вложениях, полученную величину необходимо вычесть.
- Возможно применение *скидки при низкой ликвидности* контрольного пакета акций.
- В некоторых случаях вносится поправка в виде *премии за предоставляемые инвестору элементы контроля*.