



Что нужно знать о видах стоимости бизнеса и подходах к его оценке? Какими могут быть рекомендации по повышению стоимости бизнеса?



ОЦЕНКА БИЗНЕСА: КРАТКО О ВАЖНОМ

ВИДЫ СТОИМОСТИ

ЧАЩЕ ВСЕГО оценка бизнеса предполагает определение его *рыночной стоимости*, отражающей вероятный ценовой уровень, на котором произошла бы сделка купли-продажи при отсутствии каких-либо нетипичных условий финансирования, отсутствии любых дополнительных обязательств сторон сделки, независимости сторон сделки, их заинтересованности, компетентности, а также добровольности их действий. При этом объект оценки, как правило, рассматривается как автономная бизнес-единица и при расчете стоимости не учитываются синергетические эффекты, создаваемые нынешними владельцами бизнеса, и синергетические эффекты, которые могут быть созданы его отдельными потенциальными покупателями. Следует также подчеркнуть, что рыночная стоимость, в соответствии с Международными стандартами оценки (МСО), определяется без вычета каких-либо транзакционных издержек, в том числе налоговых выплат, осуществляемых в связи с проведением сделки.

На самом деле, несмотря на доминирующую «популярность» рыночной стоимости, это не единственный вид стоимости, интересующий стороны сделки. Весьма важную роль в ценообразовании сделки играет также *инвестиционная стоимость*, которая наряду с рыночной предусмотрена и национальным законодательством, и Международными стандартами оценки. В отличие от рыночной стоимости, отражающей некую «типичную» сто-



36

имость с точки зрения рынка, инвестиционная стоимость призвана отражать стоимость для конкретных инвесторов или групп инвесторов, которые могут иметь инвестиционные цели и критерии, отличающиеся от «типичных» рыночных. Кроме того, этот вид стоимости учитывает наличие особых обстоятельств потенциальной сделки, например инвестиционные обязательства покупателя бизнеса, которые могут существенно понизить инвестиционную стоимость по сравнению с рыночной.

Другой важный вид стоимости – *специальная*. Она отражает наличие у актива свойств, делающих его особо привлекательным для конкретного покупателя. Такой покупатель, который может получить от владения активом выгоды, превышающие те, что могут быть получены другими участниками рынка, называется специальным покупателем. Специальная стоимость бизнеса для стратегического инвестора зачастую значительно превышает его рыночную стоимость, поскольку учитывает создаваемые им синергетические эффекты, что и служит мотивом к приобретению бизнеса. В принципе, специальная стоимость бизнеса для покупателя служит для него верхним пределом цены в сделке M&A. Нижним пределом цены в сделке M&A для продавца, как правило, служит рыночная стоимость бизнеса.

Новая (8-я) редакция Международных стандартов оценки предусматривает также другие виды стоимости, используемые в особых обстоятельствах.



ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ

ВЫДЕЛЯЮТ ТРИ базовых подхода к оценке бизнеса: *доходный, рыночный и имущественный*. Особняком стоит *метод реальных опционов*. На сегодняшний день он более популярен в академических кругах, чем среди практикующих оценщиков, но, по всей видимости, это временное явление, поскольку ведущие мировые эксперты в области оценки пророчат ему большое будущее.

Доходный подход к оценке бизнеса предполагает определение стоимости бизнеса посредством расчета приведенной стоимости ожидаемых денежных потоков, которые данный бизнес будет приносить своему владельцу в будущем (включая денежные потоки от возможной продажи бизнеса).

Основными методами доходного подхода являются метод дисконтированных денежных потоков (*DCF*), который также иногда называют методом непрямого капитализации, и метод прямой капитализации. Причем в практике оценки бизнеса превалирует применение первого метода, поскольку он, в отличие от последнего, допускает надлежащую гибкость прогнозирования динамики денежных потоков и обеспечивает возможность учета сложного набора допущений в явном виде.

Применение метода *DCF* для оценки бизнеса предполагает:

- выбор модели оценки (модель потоков на собственный капитал – *FCFE*, модель потоков фирмы – *FCFF*);
- анализ информации о внешней среде (отрасль, макроэкономика и др.);
- выбор типа денежных потоков и ставки дисконтирования (номинальные, реальные);
- изучение бизнеса и анализ ретроспективной финансовой отчетности;
- обоснование продолжительности прогнозного периода;
- построение финансовой модели бизнеса и прогнозирование денежных потоков в рамках прогнозного периода;
- выбор модели определения терминальной стоимости (стоимости на конец прогнозного периода) бизнеса (модель продолжения деятельности бизнеса, модель продажи действующего бизнеса, модель ликвидации бизнеса);
- прогнозирование терминальной стоимости бизнеса;
- выбор способа определения и обоснование ставки дисконтирования;
- анализ рисков бизнеса и их учет в денежных потоках или в ставке дисконтирования;

- выбор способа приведения денежных потоков (от конца года, от середины года);
- определение приведенной стоимости ожидаемых денежных потоков прогнозного периода и терминальной стоимости бизнеса;
- определение суммарной приведенной стоимости бизнеса и учет избыточных активов;
- внесение необходимых поправок, учитывающих уровень ликвидности, уровень контроля и др.

Преимущества метода DCF являются возможности:

- учета перспектив развития бизнеса и стоимостного моделирования различных сценариев;
- гибкого прогнозирования и наглядного представления динамики денежных потоков бизнеса;
- непосредственного учета рисков бизнеса в соответствующих денежных потоках;
- корректного учета влияния специфики конкретного бизнеса на его стоимость;
- учета при определении стоимости сложного набора допущений в явном виде;
- корректного учета наличия гудвила.

В числе проблемных вопросов использования метода DCF необходимо отметить:

- сложность его корректного применения, требующую высокой квалификации и значительного опыта при определении множества параметров, существенно влияющих на стоимость (темпы роста, рентабельность, уровень рисков, потребность в капитальных вложениях и оборотном капитале, ставка дисконтирования, поправки на ликвидность и контроль и др.);
- необходимость экспертного формирования набора допущений относительно базовых параметров расчетов, которые должны быть положены в основу результата оценки бизнеса;
- значительную чувствительность стоимости бизнеса даже к небольшим изменениям исходных параметров расчетов.

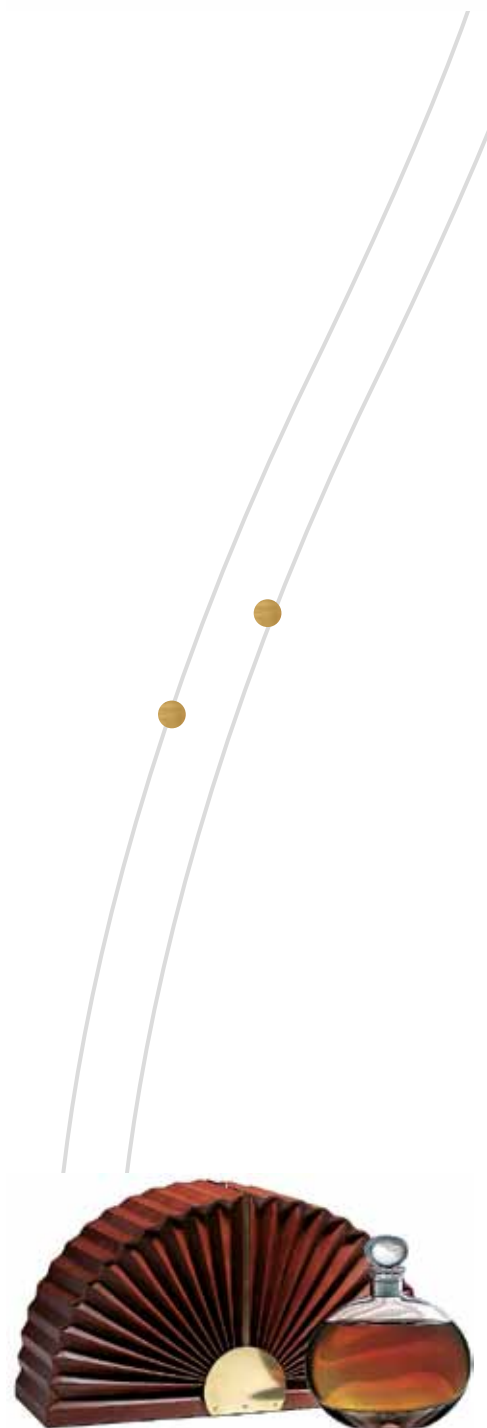
Рыночный подход к оценке бизнеса предполагает определение стоимости бизнеса путем его сравнения с некими аналогами.

Основными методами рыночного подхода являются *метод рынка капитала, метод рыночных сделок, метод отраслевых мультипликаторов.*

Метод рынка капитала предполагает оценку бизнеса исходя из значений базовых финансово-экономических параметров деятельности данного бизнеса (дохода, балансовой стоимости собственного капитала, различных видов прибыли: *EBITDA, EBIT*, чистой прибыли и др.) и величин мультипликаторов, вычисленных на основе информации о ценах предложений/сделок с акциями аналогичных бизнесов, являющихся публичными. Результат применения метода рынка капитала, как правило, отражает стоимость на ликвидном миноритарном уровне, что может потребовать внесения соответствующих поправок на уровень ликвидности и уровень контроля для оцениваемого бизнеса.

Метод рыночных сделок отличается от метода рынка капитала тем, что предполагает вычисление вышеуказанных мультипликаторов на основе информации о сделках *M&A*. Поэтому результат применения метода рыночных сделок зачастую отражает стоимость на ликвидном контрольном уровне, что может потребовать внесения соответствующих поправок на уровень ликвидности и уровень контроля для оцениваемого бизнеса.

Традиционно применяемыми в рамках метода рынка капитала и метода рыночных сделок мультипликаторами являются *EV/S* (стоимость компании/доход), *P/S* (капитализация/



[инструменты]

доход), $EV/EBITDA$ (стоимость компании/прибыль до уплаты процентов, налога на прибыль, амортизации материальных и нематериальных активов), P/E (капитализация/чистая прибыль), M/B (капитализация/балансовая стоимость собственного капитала) и еще ряд подобных мультипликаторов. Выбор применяемых мультипликаторов определяется отраслевой принадлежностью бизнеса, наличием актуальной надежной информации и другими факторами.

Метод отраслевых мультипликаторов отличается тем, что предполагает использование мультипликаторов, основанных на операционных показателях, характерных для определенной отрасли, например, таких как количество абонентов (телеком), объем генерируемой электроэнергии, протяженность сетей (энергетика), количество номеров (гостиничный бизнес) и т. п.

Все перечисленные методы также требуют дополнительного внесения поправок на наличие избыточных активов и др.

Базовыми критериями подбора аналогов для оценки бизнеса методами рыночного подхода служат:

- сфера деятельности (бизнес-направления, продукты/услуги);
- масштаб деятельности (объем производства, величина доходов, величина активов);
- география деятельности;
- рост доходов ($CAGR$);
- экономическая эффективность (ROA , ROE , $ROIC$);
- структура капитала и др.

Применение рыночного подхода для оценки бизнеса предполагает:

- изучение бизнеса и анализ отрасли;
- подбор подходящих аналогов;
- калькуляцию релевантных мультипликаторов;
- определение стоимости бизнеса на основе различных использованных мультипликаторов;
- согласование полученных результатов для формирования обоснованной стоимости бизнеса, определенной рыночным подходом.

Пожалуй, основным преимуществом рыночного подхода является наглядность и относительная простота использования. В числе недостатков рыночного подхода необходимо назвать:

- значительную сложность подбора подходящих аналогов;
- неспособность мультипликаторов учесть специфические особенности оцениваемого бизнеса;
- практическую неосуществимость внесения поправок в мультипликаторы для отражения отличий оцениваемого бизнеса от использованных аналогов (в т.ч. касательно роста, эффективности, рисков и др.);
- статичный, исторический характер мультипликаторов, не позволяющий учесть ожидаемую динамику развития оцениваемого бизнеса.

Имущественный подход к оценке бизнеса предполагает определение стоимости бизнеса посредством вычитания стоимости его обязательств из стоимости его активов.

Основным методом имущественного подхода является метод аккумуляции активов, предполагающий оценку каждого актива/класса активов и обязательств с последующим вычислением стоимости чистых активов.

Сильными сторонами имущественного подхода являются его консерватизм и детализация информации о формировании стоимости бизнеса. К недостаткам имущественного подхода относятся:

- игнорирование перспектив развития бизнеса и, как результат, статичный, «точечный» характер получаемой стоимости;



- невключение в стоимость бизнеса стоимости неидентифицированных нематериальных активов (гудвила), которая может значительно превосходить стоимость всех идентифицированных активов бизнеса – материальных и нематериальных;

- вероятное занижение стоимости успешного и перспективного бизнеса.

Целесообразность и возможность использования вышеприведенных подходов и методов определяется оценщиком в каждом конкретном случае индивидуально исходя из целей оценки, специфики оцениваемого бизнеса, имеющейся информации и т. д.

Результат оценки бизнеса формируется путем согласования результатов, полученных в рамках различных подходов. Согласование результатов, в конечном итоге, базируется на экспертном суждении оценщика, что акцентирует внимание на высоких требованиях к его компетентности и доскональному знанию требований Международных Стандартов Оценки для получения адекватной стоимости бизнеса.

РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ПОВЫШЕНИЮ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

МНОГОЛЕТНИЙ ОПЫТ авторов и практика деятельности в сфере оценки свидетельствует о том, что для максимизации стоимости бизнеса (в том числе для предстоящего осуществления сделок *M&A*, частного или публичного размещения акций) собственникам бизнеса целесообразно как минимум:

1. Обеспечить позитивные тенденции развития бизнеса на протяжении 2–3 лет, предшествующих дате оценки:

- рост доходов (в т. ч. за счет роста объемов производства, развития продуктового ряда, расширения географии деятельности);

- увеличение маржи валовой прибыли (в т. ч. за счет активизации использования операционного рычага, оптимизации производства);

- рост операционной прибыли (в т. ч. за счет оптимизации управленческих, бытовых и прочих операционных расходов);

- рост рентабельности инвестированного капитала *ROIC* и рост превышения *ROIC* над средневзвешенной ценой капитала *WACC* (в т. ч. за счет оптимизации налогового планирования, удешевления долговых заимствований);

- снижение потребности в чистом оборотном капитале относительно дохода – *NWC/Revenue* (в т. ч. за счет оптимизации логистики для повышения оборачиваемости запасов, оптимизации финансовой политики компании по расчетам с кредиторами и дебиторами);

- увеличение рентабельности собственного капитала – *ROE* (в т. ч. за счет активизации использования финансового рычага).

2. Обеспечить уровень корпоративного управления, адекватный амбициям развития бизнеса (в том числе внедрить корпоративные системы бизнес-планирования, бюджетирования, внутреннего контроля, управления рисками).

3. Обеспечить надлежащее регулярное информирование стейкхолдеров (интересантов) бизнеса о достижениях компании (в том числе через *Public Relations u Investor Relations*).

[Валерий Галасюк]

академик АЭН Украины, заслуженный оценщик,
член Совета Украинского общества оценщиков
vv@galasyuk.com

[Виктор Галасюк]

к.э.н., член Правления Института внутренних аудиторов (IIA-Ukraine),
председатель комиссии по оценке инвестиционных проектов УОФА (USFA)
galasyuk@axerly.com

