

**Ценовые
мультипликаторы,
сущность виды
возможность
использования**

Мультипликаторы можно разделить на две основные группы - натуральные и финансовые.

К натуральным мультипликаторам относятся такие, в знаменателе которых стоит один из натуральных (измеряемых в штуках, тоннах и т.д.)

К финансовым мультипликаторам относятся такие, в знаменателе которых стоит один из денежных показателей. Фин. мультипликаторы делятся еще на 2 группы - моментные

* Основным отличием финансовых мультипликаторов от натуральных является то, что данные мультипликаторы являются универсальными и применимы для всех отраслей. Натуральные показатели в свою очередь являются специфичными для каждой конкретной отрасли или группы отраслей. Ценовые мультипликаторы являются основным инструментом определения рыночной стоимости предприятия в сравнительном подходе. Ценовые мультипликаторы рассчитываются по всем отобранным предприятиям-аналогам.

Существуют ограничения метода оценки по мультипликаторам. Во-первых, погрешность возникает из-за того, что при оценке по мультипликаторам иногда крайне трудно подобрать группу предприятий-аналогов, максимально похожих на оцениваемое предприятие. Во-вторых, оценка по мультипликаторам - это рыночная оценка, для нее используются соответствующие рыночные показатели. Мультипликаторы могут отражать и ошибки рынка - переоценку или недооценку акций одного предприятия относительно другого

*Базой расчета мультипликатора «Цена/денежный поток» может служить любой показатель прибыли, увеличенный на сумму начисленной амортизации. Следовательно, аналитик может использовать несколько вариантов данного мультипликатора.

* В процессе оценки аналитик стремится исчислить максимальное число мультипликаторов, поскольку применение их к финансовой базе оцениваемой компании приведет к появлению нескольких вариантов стоимости, существенно отличающихся друг от друга. Диапазон полученных результатов может быть достаточно широким. Поэтому большое число используемых мультипликаторов поможет оценщику выявить область наиболее обоснованной величины. Данное суждение основано на математических методах. Однако существуют экономические критерии, обосновывающие степень надежности и объективности того или иного мультипликатора.

- * Например, крупные предприятия лучше оценивать на основе чистой прибыли. Мелкие компании – на основе прибыли до уплаты налогов, поскольку в этом случае устраняется влияние различий в налогообложении. Ориентация на мультипликатор «Цена/денежный поток» предпочтительна при оценке предприятий, в активах которых преобладает недвижимость. Если предприятие имеет достаточно высокий удельный вес активной части основных фондов, более объективный результат даст использование мультипликатора «Цена/прибыль».
- * Наиболее распространенной ситуацией применения мультипликатора «Цена/денежный поток» является убыточность либо незначительная величина прибыли, а также несоответствие фактического полезного срока службы основных фондов предприятия периоду амортизации, принятому в финансовом учете. Это возможно в случае, когда стоимость активов будет незначительной, хотя прослужат они довольно долго

Мультипликатор «Цена/дивиденды»

Данный мультипликатор может рассчитываться как на базе фактически выплаченных дивидендов, так и на основе потенциальных дивидендных выплат. Под потенциальными дивидендами понимаются типичные дивидендные выплаты, рассчитанные по группе сходных предприятий на основе сравнения их фактических дивидендных выплат и чистой прибыли.

* Возможность применения того или иного мультипликатора данной группы зависит от целей оценки. Если оценка проводится в целях поглощения предприятия, то способность выплачивать дивиденды не имеет значения, т.к. она может прекратить свое существование в привычном режиме хозяйствования. При оценке контрольного пакета оценщик ориентируется на потенциальные дивиденды, т.к. инвестор получает право решения дивидендной политики. Фактические дивидендные выплаты важны при оценке миноритарного пакета акций, поскольку инвестор не сможет заставить руководство компании увеличить дивиденды даже при наличии достаточного роста прибыли

* Мультипликатор «Цена/дивиденды» на практике используется достаточно редко, несмотря на доступность необходимой для расчета информации. Это связано с тем, что порядок выплаты дохода инвесторам в открытых и закрытых компаниях существенно различается. В закрытых обществах собственники могут получать денежную выгоду в виде различных выплат, снижения арендной платы и т.д. Мультипликатор «Цена/дивиденды» целесообразно использовать, если дивиденды выплачиваются достаточно стабильно как в аналогах, так и в оцениваемой компании, либо способность компании платить дивиденды может быть обоснованно спрогнозирована. Оценщик должен удостовериться, что сумма дивидендов рассчитана по годовой процентной ставке, даже если дивиденды выплачиваются ежеквартально.

* Мультипликатор «Цена/выручка от реализации»;
«Цена/физический объем»

* Данный мультипликатор используется довольно редко, в основном для проверки объективности результатов, получаемых другими способами.

* Хорошие результаты мультипликатор «Цена/выручка от реализации» дает при оценке предприятий сферы услуг (реклама, страхование, ритуальные услуги и т.д.).
Мультипликатор «Цена/выручка от реализации» не зависит от методов ведения бухгалтерского учета. Несомненным достоинством данного мультипликатора является его универсальность, которая избавляет оценщика от необходимости проведения сложных корректировок, применяемых при расчете мультипликатора «Цена/прибыль».

* Если целью оценки является поглощение компании, то лучше ориентироваться на мультипликатор «Цена/выручка от реализации», так как он исключает возможность повышения цены за счет кратковременного роста прибыли, обеспечиваемого усилиями финансового менеджера. Однако в этом случае оценщик должен тщательно изучить стабильность объема выручки от реализации в будущем. Поскольку поглощение компании сопровождается, как правило, сменой управленческого аппарата, это может привести к полной замене производственного персонала и падению объемов реализации. Особенность применения мультипликатора «Цена/выручка от реализации» заключается в том, что оценщик должен обязательно учитывать структуру капитала оцениваемой компании и аналогов. Если соотношение собственных и заемных средств существенно отличается, то оценку лучше проводить на основе рыночной стоимости инвестированного капитала.5

Схема оценки предприятий с различным соотношением собственных и заемных средств

- * 1. По компании-аналогу рассчитывается инвестированный капитал как сумма рыночной стоимости собственного капитала и долгосрочных обязательств.
- * 2. Рассчитывается бездолговой мультипликатор как отношение инвестированного капитала к финансовому показателю аналога.
- * 3. По оцениваемому предприятию определяется величина инвестированного капитала: адекватный финансовый показатель оцениваемого предприятия умножается на расчетную величину бездолгового мультипликатора.
- * 4. Рассчитывается рыночная стоимость собственного капитала оцениваемого предприятия как разность инвестированного капитала и стоимости долгосрочных обязательств оцениваемой компании. Мультипликатор «Цена/физический объем» является разновидностью мультипликатора «Цена/выручка от реализации». В этом случае цена сопоставляется не со стоимостным, а с натуральным показателем, который может отражать физический объем производства, размер производственных площадей, количество установленного оборудования, а также любую другую единицу измерения мощности.

* Мультипликатор «Цена/балансовая СТОИМОСТЬ»

Для расчета мультипликатора «Цена/балансовая стоимость» в качестве финансовой базы используется балансовая стоимость либо всех, либо чистых активов аналогичных компаний на дату оценки или на последнюю отчетную дату. Данный мультипликатор относится к так называемым моментным показателям, поскольку используется информация о состоянии на конкретную дату, а не за определенный отрезок времени.

Мультипликатор «Цена/чистая стоимость активов» можно применять в том случае, если соблюдаются все следующие условия: а) оцениваемая компания имеет значительные вложения в собственность: недвижимость, ценные бумаги, газовое или нефтяное оборудование;

* б) основной деятельностью компании является хранение, покупка и продажа такой собственности. Управленческий и рабочий персонал добавляет к продукции в этом случае незначительную стоимость. Если применение мультипликатора «Цена/чистая стоимость активов» возможно, то, оценивая сопоставимость, оценщик должен дополнительно учитывать следующие факторы:

* а) необходимо проанализировать по аналогам и оцениваемой компании долю прибыли в выручке от реализации, так как решение о купле-продаже акций может привести к искусственному росту прибыли в последний год;

* б) оценщик должен изучить по всему списку сравниваемых компаний структуру активов, используя различные признаки классификации, такие как виды активов, местоположение и т.д.;

* в) весьма важным представляется анализ чистых активов всех компаний, позволяющий определить наличие и долю в них акций, представляющих контрольные пакеты дочерних фирм;

* г) необходимо оценить ликвидность всех финансовых активов компании, так как соотношение долей акций, принадлежащих открытым и закрытым компаниям, является определяющим признаком

Процесс формирования итоговой величины стоимости состоит из трех основных этапов:

- * • выбор величины мультипликатора, которую целесообразно использовать для оцениваемой компании;
- * • согласование предварительных результатов рыночной стоимости, полученных в результате использования различных видов ценовых мультипликаторов;
- * • внесение итоговых корректировок.