

# Доходный подход к оценке бизнеса



РЫНОЧНАЯ ОЦЕНКА БИЗНЕСА ВО МНОГОМ ЗАВИСИТ ОТ ТОГО, КАКОВЫ ЕГО ПЕРСПЕКТИВЫ. ПРИ ОПРЕДЕЛЕНИИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА УЧИТЫВАЕТСЯ ТОЛЬКО ТА ЧАСТЬ ЕГО КАПИТАЛА, КОТОРАЯ МОЖЕТ ПРИНОСИТЬ ДОХОДЫ В ТОЙ ИЛИ ИНОЙ ФОРМЕ В БУДУЩЕМ. ПРИ ЭТОМ ОЧЕНЬ ВАЖНО, КОГДА ИМЕННО СОБСТВЕННИК БУДЕТ ПОЛУЧАТЬ ДАННЫЕ ДОХОДЫ И С КАКИМ РИСКОМ ЭТО СОПРЯЖЕНО.

# ПРИНЦИП



Доходный подход исходит из того принципа, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму, большую, чем текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса, т.е. принципа ожидания (предвидения).

# Методы доходного подхода



- метод дисконтированных денежных потоков
- метод капитализации прибыли

# Метод дисконтированных денежных потоков



Определение стоимости бизнеса методом дисконтированных денежных потоков (ДДП) основано на предположении о том, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму, большую, чем текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса.

# Применяется для:



- оценки любого действующего предприятия
- оценки предприятий, имеющих определенную историю хозяйственной деятельности и находящихся на стадии роста или стабильного экономического развития

# Этапы оценки предприятия



Выбор

модели

Определение

дисконтных и  
прогнозных

прогноз  
валовой

Анализ и прогноз  
расходов

Анализ и прогноз  
Рисков и  
денежного потока для

каждого года

Определение ставки  
дисконта

Расчет величины стоимости в  
будущих денежных потоках и  
стоимости в постпрогнозный

Внесение итоговых поправок

# ВЫБОР МОДЕЛИ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА



Необходимость выбора денежного потока, на основе которого будет определена стоимость бизнеса, связана с разной степенью риска, присущего финансовым и операционным потокам.

## Модели:

- **бездолговой денежный поток**
- **денежный поток для собственного капитала.**

Бездолговой денежный поток не учитывает суммы выплат процентов по кредиту и увеличение или уменьшение задолженности. Данный вид потока рассматривается с целью определения эффективности вложения капитала в целом



**БЕЗДОЛГОВОЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК =**  
**ЧИСТЫЙ ДОХОД (+ ВЫПЛАТЫ %, СКОРРЕКТИРОВАННЫЕ НА СТАВКУ НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ) + АМОРТИЗАЦИЯ ИЗМЕНЕНИЕ ЧИСТОГО ОБОРОТНОГО КАПИТАЛА КАПИТАЛЬНЫЕ ВЛОЖЕНИЯ + ИЗЪЯТИЯ ВЛОЖЕНИЙ.**



Денежный поток для собственного капитала принимает во внимание изменение (как рост, так и уменьшение) долгосрочной задолженности. С помощью данного вида денежного потока оценивается стоимость только собственного капитала



**ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК ДЛЯ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА =**  
**ЧИСТЫЙ ДОХОД ПОСЛЕ УПЛАТЫ НАЛОГОВ +**  
**АМОРТИЗАЦИЯ +**  
**УВЕЛИЧЕНИЕ ДОЛГОСРОЧНОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ**  
**УМЕНЬШЕНИЕ ДОЛГОСРОЧНОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ –**  
**ИЗМЕНЕНИЕ ЧИСТОГО ОБОРОТНОГО КАПИТАЛА –**  
**КАПИТАЛЬНЫЕ ВЛОЖЕНИЯ + ИЗЪЯТИЯ ВЛОЖЕНИЙ.**

# ВЫБОР ДЛИТЕЛЬНОСТИ ПРОГНОЗНОГО ПЕРИОДА



В качестве прогнозного принимается период, который должен продолжаться до тех пор, пока темпы роста компании не стабилизируются (предполагается, что в остаточный период должны иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или одноуровневый бесконечный поток доходов). В практике оценки принято считать продолжительность периода равным 35 годам. С учетом не стабильной ситуации в экономике России чаще всего применяют период равный **3 годам**.

# ОПРЕДЕЛЕНИЕ РАЗМЕРА ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА



- **Для определения валовых доходов на основе анализа ретроспективных данных по предприятию, общеэкономических перспектив, перспектив развития отрасли с учетом конкуренции, спроса на услуги, планов менеджмента, готовится прогноз в отношении следующих факторов:**
  - перечень предлагаемых услуг,
  - объем предоставления услуг по каждому направлению, цены на услуги,
  - влияния инфляции на цены,
  - производственных мощностей и их расширения.
- **Для определения величины затрат анализируются следующие данные:**
  - постоянные и переменные издержки, их соотношение,
  - влияние инфляции на затраты,
  - единовременные затраты и чрезмерные статьи расходов, имевшие место в прошлом, но которые в будущем не встретятся,
  - будущие ставки налогов,
  - амортизация, которая определяется на основе имеющихся на текущий момент активов предприятия и анализа их будущего прироста и выбытия,
  - условия кредитных линий (в модели потока для собственного капитала).

# СОСТАВЛЕНИЕ ПРОГНОЗА ИНВЕСТИЦИЙ



- **Поскольку капиталовложения непосредственным образом влияют на конечную величину денежного потока, в целях оценки необходимо провести инвестиционный анализ, который включает следующие компоненты:**
  - капиталовложения с целью замены основных активов предприятия по мере их износа, а также приобретения и строительства новых активов для расширения производственных мощностей в будущем,
  - чистый оборотный капитал предприятия (сумма начального чистого оборотного капитала и дополнительного чистого оборотного капитала, необходимого для финансирования будущего роста предприятия),
    - изменение остатка долгосрочной задолженности (получение и погашение ссуд) в случае, если для расчетов выбрана модель денежного потока для собственного капитала.

# ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТАВКИ ДИСКОНТИРОВАНИЯ



Ставка дисконтирования рассчитывается на той же основе, что и денежный поток, к которому она применяется. Для денежного потока собственного капитала применяется дисконт, равный требуемой собственником ставке отдачи на вложенный капитал. Для бездолгового денежного потока применяется дисконт, равный сумме взвешенных ставок с отдачи на собственный капитал и заемные средства (ставка отдачи на заемные средства является процентной ставкой банка по кредитам), где в качестве весов выступают доли заемных и собственных средств в структуре капитала.

# **ДЛЯ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА**



- модель оценки  
капитальных активов**
- кумулятивный подход**

# Метод оценки капитальных активов ( CAPM )

Модель оценки капитальных активов ( CAPM ) основана на предположении, что инвестор, вкладывая средства в той или иной степени рискованный бизнес, стремится к получению дополнительных доходов по сравнению с гарантированными доходами от безрисковых инвестиций.

Дополнительный доход связан с более высокой степенью риска. Модель оценки капитальных активов позволяет измерить дополнительный ожидаемый доход для активов.

$$R = R_f + \beta * ( R_m - R_f ) + C,$$

где  $R$  – ставка дисконтирования или ожидаемая инвестором ставка дохода на собственный капитал;

$R_f$  – безрисковая ставка дохода;

$\beta$  – коэффициент бета (является мерой систематического риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами, происходящими в стране);

$R_m$  – среднерыночная ставка дохода;

$R_m - R_f$  – рыночная премия за вложения в рискованный инвестиционный актив;

$C$  – страновой риск.

# КОМУЛЯТИВНЫЙ ПОДХОД



$$R = R^0 + \sum K_p,$$

где,  $R^0$  – безрисковая ставка;

$K_p$  – компенсация за риск вложения в объект оценки.



Данная модель является наиболее объективной (поскольку основана на реальной рыночной информации, а не на экспертной оценке) и широко используется в странах с развитыми рыночными отношениями. Однако, в условиях российского рынка, применение данной модели требует корректировки: в западной практике за очищенную от риска ставку дохода  $R_f$  обычно принимается ставка по государственным облигациям; считается, что государство является самым надежным гарантом по своим обязательствам (вероятность банкротства, как в случае рассмотрения предприятий частного сектора, исключается). Однако, как показывает практика, в условиях России государственные ценные бумаги не могут считаться безрисковыми. По мнению экспертов, достаточно объективные результаты могут быть получены на основе безрисковой ставки, существующей на Западе, если определение ставки дисконтирования основано на данных по западным компаниям, с прибавлением к ней странового риска с целью учета реальных условий инвестирования, имеющих место в России.

**ДЛЯ БЕЗДОЛГОВОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА**



**МОДЕЛЬ**  
**средневзвешенной**  
**СТОИМОСТИ капитала**

При проведении процедуры дисконтирования необходимо учитывать, как денежные потоки поступают во времени (в начале каждого периода, в конце каждого периода, равномерно в течение года, и т.д.)

$$PV = \frac{1}{(1+R)^n},$$

для середины периода

$$PV = \frac{1}{(1+R)^{(n-0.5)}}$$

где  $n$  - число периодов.

# ОПРЕДЕЛЕНИЕ ОСТАТОЧНОЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

Определение остаточной стоимости основано на предпосылке о том, что бизнес способен приносить доход и по окончании прогнозного периода. Предполагается, что после окончания прогнозного периода ходы бизнеса стабилизируются, и в остаточный период будут иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или бесконечные одноуровневые доходы.

Расчет стоимости в после прогнозный период может быть произведен несколькими методами в зависимости от планируемых изменений, которые вероятны в после прогнозный период. Существуют следующие методы расчетов:

- **по ликвидационной стоимости** – данный метод используется в том случае, если в после прогнозный период ожидается ликвидация компании с последующей перепродажей имеющихся активов. При расчете ликвидационной стоимости необходимо принять во внимание расходы, связанные с ликвидацией, и скидку на срочность (при срочной ликвидации);
- **по стоимости чистых активов** – техника расчетов аналогична расчетам ликвидационной стоимости, но не учитывает затрат на ликвидацию и скидку за срочную продажу активов компании. Данный метод может быть использован для стабильного бизнеса, главной характеристикой которого являются накопленные активы;
- **метод предполагаемой продажи** – состоит в пересчете денежного потока в показатели стоимости с помощью специальных коэффициентов, полученных из анализа ретроспективных данных по продажам сопоставимых компаний;
- **модель Гордона** – капитализирует годовой доход послепрогнозного периода в показатель стоимости при помощи коэффициента капитализации, рассчитанного как разница между ставкой дисконтирования и долгосрочными темпами прироста. При отсутствии темпов роста коэффициент капитализации будет равен ставке дисконтирования.

# МОДЕЛЬ ГОРДОНА



Модель Гордона и метод предполагаемой продажи основаны на прогнозе получения стабильных доходов в остаточный период и предполагает, что величины амортизации и капиталовложений равны. Кроме того, в модели Гордона предполагается, что стратегия развития бизнеса не изменится.

Поскольку по истечении прогнозного периода предполагается дальнейшее стабильное развитие бизнеса, при определении остаточной стоимости компании используется модель Гордона.

1. 
$$V_{ост} = \frac{CF_n * (1 + g)}{R - g}$$



**ГДЕ  $V_{ост}$  ОСТАТОЧНАЯ СТОИМОСТЬ БИЗНЕСА,**

**$CF_N$  ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК ДОХОДОВ ЗА ПОСЛЕДНИЙ ГОД  
ПРОГНОЗНОГО ПЕРИОДА;**

**$R$  СТАВКА ДИСКОНТИРОВАНИЯ ДЛЯ СОБСТВЕННОГО  
КАПИТАЛА;**

**$G$  ДОЛГОСРОЧНЫЕ ТЕМПЫ ПРИРОСТА.**

**Итоговая величина стоимости бизнеса состоит из двух составляющих:**  
**- текущей стоимости денежных потоков в течение прогнозного периода;**  
**- текущего значения стоимости в послепрогнозный период.**

$$V = \frac{CF_1}{1+R} + \frac{CF_2}{(1+R)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+R)^n} + \frac{V_{ост}}{(1+R)^n} = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+R)^i} + \frac{V_{ост}}{(1+R)^n}$$

где  $V$  стоимость объекта оценки;

$CF_{1,2...n}$  доход, полученный от объекта оценки в 1й, 2й,  $n$  й год (период);

$R$  ставка дисконтирования (она учитывает риск вложения средств в данный объект, желаемую отдачу от объекта и другие факторы);

$n$  количество прогнозируемых периодов (лет);

$i$  номер периода

# Внесение заключительных поправок



Для определения рыночной стоимости предприятия полученная величина текущих значений денежных потоков (включая остаточную стоимость) корректируется на ряд поправок:

- плюс стоимость избыточных и неоперационных активов, которые не принимают участия в формировании денежного потока,
- плюс (минус) избыток (недостаток) чистого оборотного капитала;
- минус скрытые обязательства предприятия (например, стоимость природоохранных мероприятий), плюс скрытые резервы;
- плюс стоимость социальных активов в случае их использования доходным образом или минус издержки на их содержание в случае затратного характера данного вида активов.



# Метод капитализации



Метод капитализации доходов является одним из вариантов доходного подхода к оценке бизнеса действующего предприятия. Он основан том, что стоимость доли собственности в предприятии равна текущей стоимости будущих доходов, которые принесет эта собственность. Сущность данного метода выражается формулой:

$$\text{Оцененная стоимость} = \text{Чистая прибыль} / \text{ставка капитализации}$$
$$(V = A / Rk)$$

*Допущения метода капитализации доходов:*

1. Ожидаемые от бизнеса среднегодовые доходы ( $A_{ср}$ ) (или темпы их роста) постоянны.
2. Срок получения доходов неопределенно длительный.

Следует отметить, что, в отличие от оценки недвижимости, в оценке бизнеса данный метод применяется довольно редко из-за значительных колебаний величин прибылей или денежных потоков по годам, характерных для большинства оцениваемых предприятий.

Преимущества метода: *простота расчетов, непосредственное отражение рыночной конъюнктуры.*

Недостатки: *неприменим, если отсутствует информация о рыночных сделках, если объект еще не построен, если объект подвергся серьезным разрушениям в результате стихийного бедствия и т.п.*

# Этапы



1. Анализ финансовой отчетности, ее нормализация и трансформация (при необходимости).

2. Выбор величины прибыли, которая будет капитализирована.

3. Расчет адекватной ставки капитализации.

4. Определение предварительной величины стоимости.

5. Проведение поправок на наличие нефункционирующих активов (если таковые имеются).

6. Проведение поправок на контрольный или неконтрольный характер оцениваемой доли, а также на недостаток ликвидности (если они необходимы).

# Расчет адекватной ставки капитализации



Ставка капитализации для предприятия выводится из ставки дисконта путем вычета ожидаемых среднегодовых темпов роста прибыли или денежного потока (в зависимости от того, какая величина капитализируется). Для одного и того же предприятия ставка капитализации обычно ниже, чем ставка дисконта.

С математической точки зрения, ставка капитализации – это делитель, который применяется для преобразования величины прибыли или денежного потока за один период времени в показатель стоимости.

Чтобы определить адекватную ставку капитализации, нужно сначала рассчитать соответствующую ставку дисконта.

Наиболее распространенные методики определения ставки дисконта:

- модель оценки капитальных активов;
- метод кумулятивного построения;
- модель средневзвешенной стоимости капитала.

При известной ставке дисконтирования ставка капитализации в общем виде:

$$R_k = i - g$$

где  $i$  – ставка дисконтирования,

$g$  – долгосрочные темпы роста дохода или денежного потока.