

# КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

## *Практическое занятие 2* ***Стоимость компании***

*по теме*  
*Стоимость капитала корпорации и политика дивидендных*  
*выплат.*

Сущность подходов к оценке стоимости предприятия к настоящему времени четко определена в соответствующих нормативных документах, в частности, в ставших концентрацией американского опыта стандартах BSV Американского Общества Оценщиков (ASA).

Так, в стандарте BSV-I даны определения методов оценки стоимости компании.

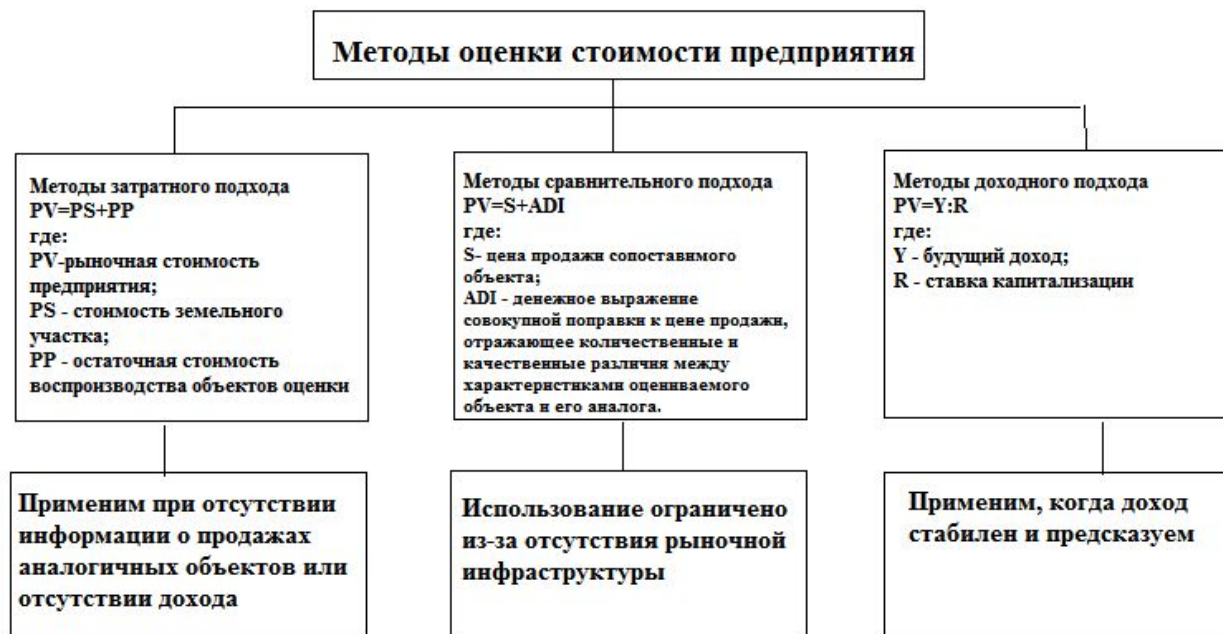


Рис 1. Методы оценки стоимости предприятия

Затратный подход или подход на основе активов (asset based approach) - это общий способ определения стоимости предприятия и/или его собственного капитала, в рамках которого используется один или более методов, основанных непосредственно на исчислении стоимости активов предприятия за вычетом обязательств (сам подход регламентируется стандартом BSV-IV).



Рис.2 Методы затратного подхода

Балансовая стоимость активов и обязательств компании вследствие инфляции, изменений конъюнктуры рынка, используемых методов учета, как правило, не соответствует рыночной стоимости. В результате перед оценщиком встает задача проведения корректировки баланса компании. Для осуществления этого предварительно проводится оценка обоснованной рыночной стоимости каждого актива баланса в отдельности, затем определяется текущая стоимость обязательств и, наконец, из обоснованной рыночной стоимости суммы активов компании вычитается текущая стоимость всех ее обязательств. Результат показывает оценочную стоимость собственного капитала компании.

Доходный подход (income approach) - это общий способ определения стоимости компании и/или ее собственного капитала, в рамках которого используется один или более методов, основанных на пересчете ожидаемых доходов (сам подход регламентируется стандартом BSV-VII).

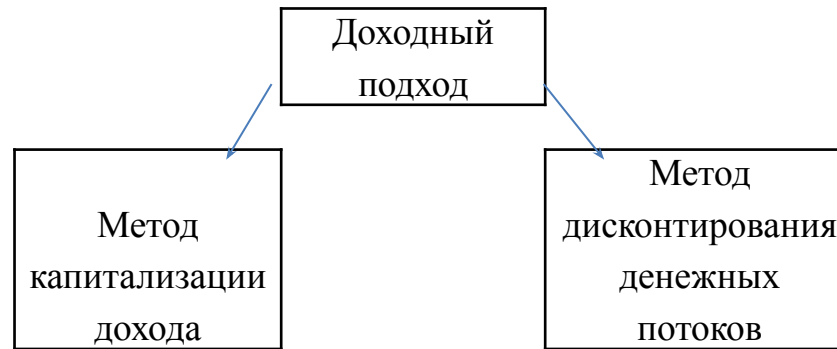


Рис. 3 Методы доходного подхода

Согласно методу капитализации дохода рыночная стоимость бизнеса определяется по формуле:

$$V = D/R,$$

где:

D — чистый доход бизнеса за год;

R — коэффициент капитализации.

Метод дисконтирования денежных потоков основан на прогнозировании потоков от данного бизнеса, которые затем дисконтируются по ставке дисконта, соответствующей требуемой инвестором ставке дохода.

Сравнительный подход (рыночный) (market approach) - это общий способ определения стоимости компании и/или ее собственного капитала, в рамках которого используется один или более методов, основанных на сравнении данной компании с аналогичными, уже проданными, капиталовложениями (сам подход регламентируется стандартом BSV-VI).

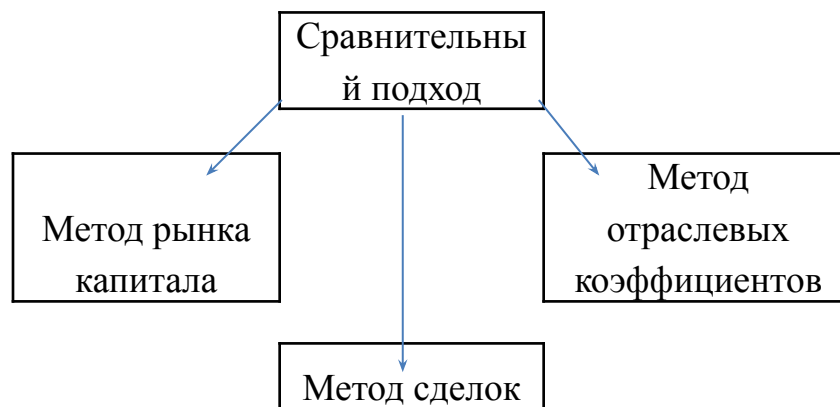


Рис.4 Методы сравнительного подхода

Метод рынка капитала основан на рыночных ценах акций аналогичных компаний. Инвестор, действуя по принципу замещения (или альтернативной инвестиции), может инвестировать либо в эти компании, либо в оцениваемую. Поэтому данные о компании, чьи акции находятся в свободной продаже, при использовании соответствующих корректировок должны послужить ориентиром для определения цены оцениваемой компании.

Метод сделок основан на анализе цен приобретения контрольных пакетов акций сходных компаний.

Метод отраслевых коэффициентов позволяет рассчитывать ориентировочную стоимость бизнеса по формулам, выведенным на основе отраслевой статистики.

Обычно при оценке компании в зависимости от целей оценки, выбранной стоимости (стоимость действующей компании или стоимость компании по активам), поставленных условий, состояния самого объекта оценки и состояния экономической среды используют сочетание двух-трех методов, наиболее подходящих в данной ситуации.

Конкретное использование методов оценки стоимости компании во многом зависит от условий оценки, определяемых, в свою очередь, особенностями объекта оценки и целями оценки. Так, метод компании-аналога и метод сделок применяются, если обеспечена репрезентативность выбора аналогов объекта оценки и другой используемой информации.



**Таблица 1. Достоинства и недостатки подходов к оценке стоимости компании**

| Подход                   | Достоинства  | Недостатки   |
|--------------------------|--|--|
| Затратный                | Основывается на реально существующих активах   | -Приводит к заниженной стоимости чистых активов<br>-Необходима рыночная переоценка всех основных фондов<br>-Не учитывает стоимость нематериальных ресурсов предприятия<br>-Не учитывает перспектив в деятельности предприятия и, соответственно, будущих результатов деятельности<br>-Необходимость большого количества корректировок, связанных с непрозрачностью бухгалтерской отчетности. |
| Доходный                 | Учитывает будущие результаты в деятельности предприятия<br>Учитывает экономическое устаревание предприятия | -Предполагает трудоемкий прогноз<br>-Сложность осуществления долгосрочного планирования<br>-Частично носит вероятностный характер  |
| Рыночный (сравнительный) | Отражает реальную практику покупки предприятий   | -Основан на прошлом, нет учета будущих ожиданий<br>-Необходим целый ряд поправок<br>-Необходимо использовать труднодоступные данные<br>-Отсутствие адекватной базы для сравнения с аналогами   |

*Внутренняя стоимость компании.*  
Определим внутреннюю стоимость  
компании по методике Баффета.  
Внутренняя стоимость может быть  
определена просто: это дисконтированная  
стоимость денег, которые могут быть  
изъяты из бизнеса в течение времени его  
существования.

**Таблица 2. Оценка внутренней стоимости компании ОАО «МТС» по методике Уоррена Баффета**

| Показатель  | 2010 г.<br>тыс. руб. | 2011 г.<br>тыс. руб. | Итоговый<br>расчет(сумма<br>предыдущего и<br>отчетного),<br>тыс. руб. |
|---|----------------------|----------------------|---|
| 1. Чистая операционная прибыль<br>=НОРАТ=ЕВИТ*(1-Эффективная<br>ставка налога на прибыль/100) | 36 421 692           | 68 227 003           | 104 648 696   |
| 2. Изменение внеоборотных активов и<br>оборотного капитала                                    | 1 235 936            | 71 364 254           | 72 600 190  |
| 3. Доход владельца за весь период п.1-<br>п.2   | 35 185 756           | -3 137 251           | 32 048 506  |
| 4. Среднеарифметическое значение<br>дохода владельца за период =<br>п.3/2                     | x                    | x                    | 16 024 253  |
| 5. Ставка дисконта, %<br>(Средневзвешенная рыночная<br>цена капитала,%) = WACC<br>рыночный    | x                    | x                    | 18,3117552  |
| 6. Внутренняя стоимость =<br>п.4/(п.5/100)  | x                    | x                    | 87 508 011  |

- Затратный подход к оценке бизнеса основан на определении стоимости активов и обязательств.

Стоимость компании = стоимость активов – стоимость обязательств

- Метод стоимости чистых активов – стоимость бизнеса равна рыночной стоимости всех активов компании за вычетом текущей стоимости обязательств.
- Метод ликвидационной стоимости – стоимость бизнеса равна суммарной стоимости всех активов компании за вычетом обязательств и с учетом затрат на его ликвидацию.

Если предполагается продолжение функционирования компании как имущественного комплекса, применяют метод чистых активов.

- Сравнительный подход – совокупность методов оценки, основанных на сравнении объекта оценки с объектами – аналогами, в отношении которых имеется информация о ценах. Сравнительный подход к оценке бизнеса во многом аналогичен методу капитализации доходов.

Для сравнения выбираются конкурирующие с оцениваемым бизнесом объекты, проводится соответствующая корректировка данных.

- Доходный подход – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых от использования объекта оценки. При оценке с позиции доходного подхода основным фактором, определяющим величину стоимости объекта, считается доход. Чем больше доход, приносимый объектом оценки, тем больше величина стоимости компании при прочих равных условиях.

### Таблица 3. Методы сравнительного подхода

| Название метода                   | Особенности расчета стоимости компании  |
|-----------------------------------|---|
| 1. Метод рынка капитала           | Стоимость бизнеса определяется на основе анализа рыночных цен акций аналогичных компаний.               |
| 2. Метод сделок                   | Стоимость бизнеса определяется с учетом цен приобретения контрольных пакетов акций компаний - аналогов. |
| 3. Метод отраслевых коэффициентов | Стоимость бизнеса рассчитывается на основе отраслевой статистики. Метод не дает точных результатов.     |

Для расчетов по методам 1 и 2 необходимо использование оценочных мультипликаторов, определяемых по формуле:

$$M = C / \Phi Б$$

где M- оценочный мультипликатор;

C- цена продажи компании – аналога;

ФБ- финансовая база.

**Таблица 4. Расчет оценочных мультипликаторов компаний – аналогов для ОАО «МТС»**

| мультипликаторы                              | значения мультипликаторов | финансовые базы 2011 год, тыс. руб. | оценка стоимости компании, тыс. руб. = Значения мультипликаторов* финансовая база | степень достоверности (весомость) | результат расчета =Степень достоверности *оценка стоимости предприятия |
|--|---------------------------|-------------------------------------|---|-----------------------------------|--|
| <b>интервальные мультипликаторы</b>          |                           |                                     |   |                                   |  |
| цена/ чистая прибыль                         | 4                         | 52 855 121                          | 211420484   | 0,2                               | 42284096,8   |
| цена/ денежный поток (прибыль + амортизация) | 3                         | 84 811 955                          | 254435865   | 0,2                               | 50887173   |
| цена/ выручка                                | 0,8                       | 246 965 174                         | 197572139,2   | 0,2                               | 39514427,84  |
| <b>моментные мультипликаторы</b>             |                           |                                     |   |                                   |  |
| цена/ балансовая стоимость активов           | 1                         | 90 489 923                          | 90489923  | 0,2                               | 18097984,6   |
| цена/ стоимость чистых активов               | 1,5                       | 104 899 066                         | 157348599   | 0,2                               | 31469719,8   |
| <b>Итоговая стоимость</b>                    |                           |                                     |   | 1                                 | 182253402  |

Расчет по методу капитализации чистого дохода.

Данный расчет проводится с использованием формулы:

$$V = I/R,$$

где  $V$  – стоимость бизнеса;  $I$  – чистый доход;  $R$  – норма прибыли (дохода).

Для 2011 г. в компании ОАО «МТС»:

чистый доход, тыс. руб. = 52855121

норма доходности, % = 18,3117552

При этом стоимость бизнеса составляет  
288640386,5 тыс. руб.

Таблица 5. Итоговая оценка стоимости компании ОАО  
«МТС»

| Подходы к оценке   | значение<br>стоимости,<br>тыс. руб. | степень<br>достоверности<br>(весомость) |
|--|-------------------------------------|---|
| Доходный подход  | 222213327,12                        | 0,60                                    |
| Сравнительный подход   | 182253402,04                        | 0,20                                    |
| Затратный подход (стоимость чистых активов)                        | 104899066,00                        | 0,20                                    |
| Итоговая оценка бизнеса  | 169788598,4                         |   |
| Коэффициент Тобина   | 40,25                               |   |
| Стоимость по доходному подходу за вычетом стоимости чистых активов | 211723420,52                        |   |



Сопоставляя результаты оценки стоимости ОАО «МТС», полученные при применении трех подходов к оценке бизнеса — затратного, доходного и сравнительного, можно сделать следующие выводы.

Оценка рыночной стоимости предприятия по затратному подходу, который рассматривает стоимость компании с точки зрения понесенных издержек, показала наименьший результат (104899066,00 тыс. руб.). Это объясняется существенной долей заемных средств в пассиве баланса. Однако можно с уверенностью сказать, что это явление временное, поскольку компания осваивает новые площадки и расширяет свою деятельность, поэтому несет существенные издержки, по которым пока не в состоянии расплатиться (высока величина обязательств).

Рыночная стоимость компании по доходному подходу превышает результат, полученный по сравнительному подходу. Это указывает на то, что рынок пока недооценивает ОАО «МТС», поскольку сравнительный подход предполагает, что ценность собственного капитала фирмы определяется той суммой, за которую она может быть продана.

Результат, полученный при применении доходного подхода, отражает будущую стоимость бизнеса на момент оценки. Необходимо стремиться к тому, чтобы результат, полученный при применении сравнительного подхода, сравнялся с рыночной стоимостью при использовании доходного подхода.