

# «РОССИЙСКИЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ ИМЕНИ Г.В. ПЛЕХАНОВА»

Дисциплина - «Экономическая стратегия развития  
гостиничного предприятия»

## Тема 7: «Методики оценки стоимости предприятия»

С.С. Скобкин, д.э.н., профессор кафедры гостиничного и  
туристического бизнеса РЭА им. Г.В. Плеханова

# План занятия

- стоимостной подход в оценочной деятельности;
- методы оценки стоимости гостиниц и других предприятий ИГиТ.

# Стоимостной подход в оценочной деятельности

# Понятие стоимостного подхода

- В основе всей оценочной деятельности лежит понятие рыночной стоимости. Рыночная стоимость — это расчетная величина, равная денежной сумме, за которую предполагается переход имущества из рук в руки на дату оценки в результате коммерческой сделки между добровольным покупателем и добровольным продавцом после адекватного маркетинга, при этом каждая из сторон действует компетентно, расчетливо и без принуждения.
- В теории и практике оценки различают две большие группы: стоимость использования (субъективная) и стоимость обмена (объективная).

# Понятие стоимостного подхода

- Стоимость использования носит субъективный характер и отражает намерения владельца, арендатора, не связанные с куплей-продажей объекта, сдачей в субаренду и другими подобными действиями. К стоимости использования относятся инвестиционная, балансовая и другие стоимости.
- При оценке бизнеса рассматриваются такие факторы, влияющие на стоимость предприятия, как доходность, степень контроля над предприятием, ликвидность активов, тип предприятия, квалификация управленческого персонала, диверсифицированность производства и др.

# На что обращает внимание инвестор?

Первое на что покупатель или крупный инвестор обращает внимание при приобретении или поглощении - это финансовые показатели деятельности гостиничного предприятия, на ситуацию на рынке. Инвестору должно быть выгодно, вложить деньги именно в приобретаемый бизнес, а не в другой.

Большое влияние на стоимость реализации предприятия имеют как материальные, так и нематериальные активы компании: стоимость земли, состояние здания и оборудования гостиницы, технологические ноу-хау, владение франшизой, торговой маркой, а также отношение к предприятию со стороны клиентов, знания и опыт персонала, географическое расположение, налаженные отношения с поставщиками и посредниками.

# Стоимость предприятия и гуд-вилл

- Следовательно, стоимость реализации предприятия складывается из *балансовой стоимости и гуд-вилла*.
- Задача стратегии максимизации стоимости гостиничной компании заключается в построении системы повышения балансовой стоимости и стоимости гуд-вилла.

# Недостатки только финансового учета показателей

Учет только финансовых показателей недостаточен для эффективного управления рыночной стоимостью предприятия по нескольким причинам:

- не учитываются нематериальные активы предприятия, которые служат реальными источниками прибыли;
- управление только финансовыми показателями ограничивает объективность принятия решений. Крупные инвестиции увеличивают затраты и уменьшают прибыль гостиничного предприятия. Если при управлении предприятием главный приоритет - повышение прибыли, и руководство сверяется только с этим показателем, многие важные инвестиционные проекты могут быть отвергнуты (особенно инвестиции в нематериальные активы, например приобретение франшизы).



# Показатель EVA – Economic Value Added

Показатель расчета эффективной добавленной стоимости (EVA – Economic Value Added) демонстрирует покупателю или инвестору, достаточно ли зарабатывает данное предприятие по сравнению с альтернативными проектами. EVA помогает руководителю:

- отслеживать в динамике изменение стоимости предприятия;
- увидеть, какие факторы влияют на изменение стоимости предприятия, и отследить величину их влияния;
- построить систему принятия оперативных решений, основываясь на стратегической цели - повышение стоимости предприятия;

# Показатель EVA – Economic Value Added

- вовремя выявлять узкие места (снижение темпов изменения показателей и другие критические тенденции) и своевременно на них реагировать;
- получить инструмент стратегического управления;
- иметь общепринятый и понятный инвестору показатель, характеризующий эффективность работы предприятия.

В настоящее время многие иностранные инвесторы и акционеры требуют от российских компаний в своих отчетах отражать показатель EVA. Главное достоинство управления компанией с использованием показателя EVA - это то, что при расчете он учитывает стоимость капитала, в том числе и собственного капитала компании.

# Показатель EVA – Economic Value Added

- Данный показатель прост и эффективен в использовании, он может быть рассчитан как по предприятию в целом, так и по отдельным инвестиционным проектам. EVA можно использовать и как инструмент принятия инвестиционных решений, и как универсальный показатель сравнения эффективности работы отдельных подразделений или предприятий холдинга.
- Хотя данный показатель при расчете использует большое количество допущений и прогнозов он позволяет учесть все факторы, влияющие на эффективность работы предприятия. Показатель EVA разработан в 90-х годах американской компанией Stern Stewart & Co и в настоящее время широко используется среди ведущих компаний мира.

# Показатель EVA – Economic Value Added

Существует несколько вариантов расчета EVA, один из них:

$$EVA = \text{NOPAT} - \text{WACC} \times \text{CE};$$

где:

- NOPAT (Net Operation Profit After Taxes) – чистая операционная прибыль после уплаты налогов;
- WACC (Weighted Average Cost of Capital) – средневзвешенная стоимость капитала;
- CE (Capital Employed) – сумма инвестированного капитала.

Рассмотрим подробнее факторы, влияющие на расчет:

# NORAT

- NORAT (чистая операционная прибыль после уплаты налогов) может быть рассчитана как чистая прибыль до налогообложения + проценты к уплате + проценты по лизинговым платежам + амортизация гуд-вилла – сумма уплаченных налогов.
- В дальнейшем может понадобиться детализация расчетных показателей.

# WACC

- WACC (средневзвешенная стоимость капитала) учитывает доли и рыночную стоимость капитала как собственного, так и заемного, связанные с использованием капитала риски, а также риски, присущие данному предприятию.
- Может быть рассчитана как стоимость собственного капитала, умноженная на долю собственного капитала, плюс стоимость заемного капитала, умноженного на долю заемного капитала.

## СЕ (сумма инвестированного капитала)

- СЕ (сумма инвестированного капитала) определяется как: собственный капитал (текущие активы) за вычетом обязательств + собственные денежные средства плюс запасы плюс дебиторская задолженность + основные средства за вычетом амортизации (балансовая стоимость основного капитала).

# Гуд-вилл

- Второй важной составляющей стоимости компании является *гуд-вилл*. Под *гуд-виллом* (англ. *good will*) понимается деловая репутация предприятия. Это нематериальный актив, который присутствует только при наличии избыточной прибыли и не может быть продан отдельно от предприятия.
- Гуд-вилл возникает тогда, когда предприятие получает стабильно высокие прибыли, а доход предприятия на собственный капитал выше среднеотраслевого показателя. Поэтому стоимость бизнеса превосходит стоимость суммарных чистых активов предприятия.
- Фактически гуд-вилл — это количественное выражение преимуществ предприятия, связанных с наличием у предприятия высококвалифицированного менеджмента, постоянной клиентуры, хорошо поставленной системы сбыта, выгодного географического расположения и т. д.



# Расчет гуд-вилла

На гуд-вилл может начисляться амортизация, как на обычные активы. В большинстве случаев невозможно оценить срок полезной службы гуд-вилла и решить, какая часть гуд-вилла должна амортизироваться как расходы в данном году. В целях налогообложения при приобретении одного предприятия другим предприятием изнашиваемые активы оцениваются настолько высоко, насколько это разрешено юридически, оставляя минимально возможную сумму для регистрации гуд-вилла.

Гуд-вилл предприятия вычисляется по следующей формуле:

$$\text{гудвилл предприятия} = \left( \text{среднегодовая чистая прибыль предприятия} - \text{ожидаемая чистая прибыль предприятия} \right) \cdot \text{коэффициент капитализации прибыли предприятия}$$

где

$$\text{ожидаемая чистая прибыль предприятия} = \text{переоцененная рыночная стоимость материальных активов предприятия} \times \text{отраслевой коэффициент отношения чистой прибыли к собственному капиталу}$$

# Нематериальные активы предприятия

Нематериальные активы предприятия условно можно разделить на три группы:

- Неамортизированные активы, имеющие неопределенный срок. Нематериальные активы неотделимые от предприятия: подготовленный персонал, достижения в продвижении услуг, географическое расположение, репутация отеля.
- Неамортизированные активы, имеющие неопределенный срок, но неотделимые от сотрудника гостиничного предприятия: репутация и профессиональные навыки конкретного сотрудника, коммерческие способности и т.д.
- Амортизированные активы, имеющие определенный срок службы. Нематериальные активы, которые можно поставить на баланс предприятия: торговая марка, авторские права и т.д. Актив, который может быть оценен отдельно.

# Управление нематериальными активами

- При управлении стоимостью компании управление нематериальными активами, повышение их стоимости может существенно повлиять на итоговую сумму реализации бизнеса.
- Перевод накопленных знаний в систему корпоративных знаний компании - важный шаг в повышении стоимости компании. Корпоративные знания – совокупность специальных знаний, производственного опыта и навыков, баз знаний и данных, используемых в интеллектуальном капитале фирмы для получения экономических и технологических результатов.
- В целях повышения стоимости гуд-вилла руководству гостиницы целесообразно принять решение о переводе накопленного знания и опыта персонала в общекорпоративную базу знаний.

# Система сбалансированных показателей (BSC)

- Интеграционной системой, объединяющей подход к управлению финансовыми и нефинансовыми показателями, является система сбалансированных показателей. Данная система была разработана учеными Д. Нортоном и Р. Капланом в 90-х годах, более половины компаний из рейтинга TOP – 100 применяет данную систему у себя в производстве.
- Данная система относится к области стратегического менеджмента, но в свою очередь позволяет увязать стратегию развития гостиничного предприятия и оперативное управление. Этим достигается сбалансированность системы. Система построена на балансе финансовых и нефинансовых показателей, на основе тщательно отобранных (желательно немногочисленных) факторах (показателях) достижения цели компании.

# Система сбалансированных показателей (BSC)

Все цели компании сбалансированы по различным аспектам деятельности компании, разработчики системы предлагают четыре основных аспекта:

- Финансовая деятельность
- Отношения с потребителями
- Организация производственных процессов
- Обучение и экономический рост

Некоторые компании выделяют отдельный аспект – персонал, или включают его в обучение и экономический рост.

# Система сбалансированных показателей (BSC)

- Система сбалансированных показателей (BSC) имеет на верхнем уровне миссию, стратегию развития компании и на нижнем уровне конкретный вклад каждого работника в достижении данной миссии. Система сбалансированных показателей может быть использована и как инструмент, в рамках которого разрабатывается стратегия, и как инструмент, в рамках которого производится мотивация сотрудников или руководителей подразделений.
- BSC позволяет выявить наиболее важные факторы в рамках критических аспектов деятельности. Руководитель получает удобную картину развития предприятия, исполнитель - возможность планирования своей работы через детализацию целей до уровня конкретных мероприятий. BSC позволяет выявить ответственных за достижение целей компании и используется как инструмент управленческого контроля.

# Составляющие показателя EVA (применяемые и влияющие на его расчет) и гуд-вилла

## 1. EVA (группа А):

- выручка от реализации, рублей;
- себестоимость продукции/услуг, рублей;
- амортизация, рублей;
- сумма прямых и косвенных расходов, рублей;
- процентные платежи по долгу, рублей;
- доли заемного и собственного капитала, %;
- дебиторская и кредиторская задолженность, рублей;
- доходы от основной деятельности и дополнительных услуг, рублей;

# Составляющие показателя EVA (применяемые и влияющие на его расчет) и гуд-вилла

- рисковая премия предприятия, %;
- рыночная ставка процента на заемный капитал, %;
- структура (в суммовом выражении) затрат предприятия, рублей;
- проценты по франшизам и лизинговым платежам, рублей;
- сумма уплаченных налогов, рублей.



# Составляющие показателя EVA (применяемые и влияющие на его расчет) и гуд-вилла

## 2. Гуд-вилл (группа В):

- средний размер поставок одному потребителю, ед.;
- ранжирование покупателей по ABC схеме и доля покупателей в каждой группе, %;
- средний срок действий франшиз, патентов гостиницы, лет;
- доля рынка, %;
- индекс удовлетворенности потребителей, %;
- рост производительности труда, % ;

# Составляющие показателя EVA (применяемые и влияющие на его расчет) и гуд-вилла

- оборачиваемость материальных запасов, %;
- затраты на исследования и разработки, рублей;
- инвестиции в исследование новых рынков, рублей;
- индекс удовлетворенности работников;
- темпы развития рынка или бизнесов, от которых зависит ваш рынок .

# Составляющие показателя EVA (применяемые и влияющие на его расчет) и гуд-вилла

3. Другие показатели, влияющие на деятельность предприятия (группа С):

- рентабельность основного капитала, % ;
- оборачиваемость оборотных средств, %;
- проценты по вложениям свободных денежных средств, рублей;
- себестоимость на одного работника, рублей;
- объем складских запасов, дней/месяцев;
- рентабельность инвестированного капитала;
- рыночная стоимость акций, рублей;
- темпы роста прибыли, выручки, активов.

Показатели могут быть дополнены в зависимости от вида бизнеса.

# Составляющие показателя EVA (применяемые и влияющие на его расчет) и гуд-вилла

- Далее необходимо оценить влияние и вес каждого показателя. Здесь можно использовать метод экспертных оценок, показатели могут быть выделены в ходе обсуждения или рассчитаны по формуле эластичности:

$$E = dY / dX * X / Y;$$

- где: E – эластичность показателя Y по показателю X.

# Составляющие показателя EVA (применяемые и влияющие на его расчет) и гуд-вилла

Выбранные показатели должны соответствовать следующим требованиям:

- должны присутствовать показатели, влияющие на расчет EVA;
- необходимо использовать показатели, имеющие больший вес на итоговый результат (например, при детализации статей себестоимости, статьи с малым весом можно объединить в одну)
- показатели должны ложиться на стратегию развития компании;
- показатели должны быть сбалансированы таким образом, чтобы объективно отражать ситуацию на предприятии.

# Составляющие показателя EVA (применяемые и влияющие на его расчет) и гуд-вилла

- Показатели, участвующие в расчете EVA (группа А) целесообразно включить в аспекты «Финансы». Показатели нематериальных активов (группа В) могут быть разделены по аспектам «Отношения с потребителями», «Организация бизнес-процессов компании», «Персонал, обучение и развитие».
- Так же необходимо добавить показатели из группы «С», косвенно влияющие на расчет добавленной стоимости или характеризующие стратегию развития компании.

# Распределение показателей для гостиничного предприятия

## 1. Финансы:

- выручка от реализации, рублей;
- себестоимость продукции (прямые расходы до распределения косвенных расходов), рублей;
- общепроизводственные расходы (косвенные расходы), рублей;
- процент заемного капитала, %;
- процент собственного капитала, %;
- рисковая сумма предприятия (no show), %;
- сумма уплаченных налогов, рублей;
- стоимость использования заемного капитала;
- стоимость использования собственного капитала;
- активы предприятия, рублей.

# Распределение показателей для гостиничного предприятия

## 2. Отношения с потребителями:

- доля рынка, % ;
- ранжирование покупателей (корпоративные и посредники) по ABC схеме и доля покупателей в каждой группе, %;
- индекс удовлетворенности потребителей, %;
- изменение уровня отпускных цен, рублей;
- темпы развития рынка, %;
- количество потерянных покупателей услуг.



# Распределение показателей для гостиничного предприятия

## 3. Организация бизнес-процессов компании:

- задержки в снабжении предприятия продовольствием и расходными материалами, дней;
- среднее количество дней дебиторской задолженности, дней;
- производственные травмы;
- снижение времени на одну технологическую операцию;
- среднее время принятия решений;
- компьютеризация производства.

# Распределение показателей для гостиничного предприятия

## 4. Персонал, обучение и развитие:

- текучесть кадров;
- средний стаж работы на предприятии, лет;
- средний возраст персонала, лет;
- количество рационализаторских предложений, шт.;
- инвестиции в освоение новых рынков, рублей.

# EVA - показатель повышения добавленной стоимости компании



- В итоге должен быть рассчитан показатель EVA, определены причинно следственные связи показателей и итогового показателя, а также показателей между собой, например, при увеличении инвестиций в освоение новых рынков будет снижаться прибыль предприятия, снижение уровня цен (например, при демпинге) влечет снижение выручки от реализации и т.д.

# Пользователями модели EVA

Пользователями данной модели являются:

- собственники предприятия, в плане контроля повышения стоимости компании;
- менеджеры предприятия, в плане принятия управленческих решений;
- работники предприятия, в плане отражении личного вклада в рост компании;
- инвесторы, в плане рассмотрения предприятия как приложения своих инвестиционных потоков. Для них данная система должна быть прозрачна и понятна, а также давать возможность для дополнительного анализа:
- сторонние организации, в плане поиска долгосрочных и надежных партнеров.

# Применение модели EVA

- Применение рассматриваемой модели управления стоимостью предприятия, используя показатель добавленной экономической стоимости и системы сбалансированных показателей, повысит инвестиционную привлекательность гостиницы, и будет являться одним из факторов повышения рыночной стоимости компании и курса ценных бумаг на фондовом рынке.
- В рамках стоимостного метода управления компанией, направленного на максимизацию стоимости источником стоимости компании служит ее способность создавать свободный денежный поток при приемлемых рисках. То есть стоимость компании складывается из расчета свободного денежного потока, который представляет собой разность между валовым денежным потоком и валовыми инвестициями.

# Методы оценки стоимости гостиниц и других предприятий ИГиТ

# Особенности оценки предприятий ИГиТ

- Гостиницы относятся к тем типам недвижимости, где эксплуатация объекта тесно переплетается с самой собственностью.
- Например, если недвижимость — это только строение и земельный участок, то какая часть стоимости гостиницы связана с тем, что не является недвижимостью: меблировкой, обстановкой, ресторанами, услугами по проведению конференций и прочими предоставляемыми услугами?

# Особенности оценки предприятий ИГиТ

- Однако к гостиницам трудно применить это определение, так как считать гостиницу лишь объектом недвижимости не совсем верно.
- Обычно гостиницы взимают плату, исходя из количества ночей, и их способность приносить доход обусловлена такими независимыми от недвижимости факторами, как уровень и качество предоставляемых услуг, наличие и комфортность дополнительно предоставляемых услуг и уровень создаваемой атмосферы.
- Поэтому оценка гостиниц — сложный процесс, для которого приглашаются специалисты со знанием всевозможных ценообразующих факторов, влияющих на стоимость гостиницы. Таким образом, несмотря на то, что гостиницы обычно считаются недвижимостью, при оценке они все же рассматриваются и как недвижимость, и как бизнес.



# Методы оценки

При оценке гостиничных предприятий применяются методы: *затратный, доходный – чистого и дисконтированного денежного потока, сравнительный*. Каждый из этих методов в большей или меньшей степени адекватен цели оценки конкретного предприятия.

Обычно стоимость предприятия оценивается с использованием комбинации всех трех подходов, когда окончательная оценка получается как средневзвешенное значение результатов оценки по каждому методу.

В зависимости от целей и задач процедуры оценки, вес оценки каждым методом существенно различается.

# Затратный метод

- *Затратный метод* предполагает определение текущей стоимости предприятия на основе восстановительной стоимости объекта или стоимости замещения за вычетом накопленного износа.
- Восстановительная стоимость объекта – это стоимость воспроизводства точной копии объекта. Стоимость замещения - это объем затрат на возведение объекта, аналогичного по назначению оцениваемому, в рыночных условиях на дату оценки.
- Главной особенностью затратного подхода является поэлементная оценка имущества предприятия, при которой оцениваемый имущественный комплекс расчленяется на составные части, производится оценка каждой части и далее стоимость всего имущественного комплекса получается путем суммирования стоимостей его частей.

# Затратный метод

- В рамках затратного подхода определения стоимости предприятия существует также прием, так называемый «метод чистых активов».
- Суть этого метода заключается в том, что стоимость бизнеса предприятия оценивается как разность между величиной его активов и объемом обязательств предприятия:

$$\text{Чистые активы} = \text{Активы предприятия} - \text{Обязательства} = \text{Собственный капитал.}$$

# Затратный метод

- Оценка «Активов» и «Обязательств» предприятия производится на дату оценки стоимости бизнеса с учетом реальной ликвидности активов и объема обязательств. Так, например, одним из слагаемых при оценке величины активов является дебиторская задолженность.
- При оценке ее величины по методу чистых активов за основу берется балансовая стоимость дебиторской задолженности, которая корректируется на величину безнадежных долгов – той выручки, которую предприятие уже не рассчитывает получить в обозримом будущем или же, получение которой проблематично.
- В величину обязательств включаются все долги предприятия, включая штрафы и пени, которые, возможно, не отражены в балансе.
- Аналогичная корректировка проводится с другими статьями баланса.

# Затратный метод

Затратный метод для оценки стоимости использует метод приведенных затрат. Расчет текущей стоимости объекта оценки методом приведенных затрат заключается в пересчете фактических прошлых затрат на создание и подготовку к использованию объекта оценки в текущую стоимость. Обобщенная формула текущей стоимости объекта оценки может быть выражена в следующем виде:

$$PV_{\text{пр. затр}} = \text{SUM} (R_i \times K_{\text{пр}}),$$

где  $PV_{\text{пр. затр}}$  - текущая стоимость объекта оценки по методу приведенных затрат;

$R_i$  - расходы на создание (приобретение) оцениваемого объекта на дату их совершения;

$K_{\text{пр}}$  - коэффициенты приведения, учитывающие изменение стоимости денег во времени и инфляцию за период с даты совершения затрат до даты оценки.

## Доходный метод

- *Доходный метод* связывает стоимость действующего предприятия с получением в будущем определенных доходов от этого предприятия. Поэтому стоимость такого актива может измеряться стоимостью будущих благ, аккумулированных доходов, выраженной в денежной форме на настоящий момент.
- Техника расчета стоимости состоит в капитализации будущих доходов бизнеса за вычетом долговых обязательств предприятия на момент оценки. Капитализированный будущий денежный поток рассчитывают двумя способами.

# Свободный денежный доход

- Первый способ – *мультипликаторный* основан на аккумуляции свободного денежного потока.
- Капитализация свободного денежного потока рассчитывается как произведение какой–либо текущей характеристики финансово-экономической деятельности предприятия (выручка; прибыль до налогообложения, вычета амортизации и процентов; прибыль до налогообложения, вычета процентов; чистой прибыли и др.) и соответствующего мультипликатора.
- Мультипликатор определяется по информации, получаемой с рынка продаж предприятий, сопоставимых с оцениваемым.

# Расчет остаточной стоимости гостиницы

Чистый денежный поток гостиничного предприятия на конец 5-го года предполагается 100 000 000 руб.

Ценовой мультипликатор «цена/денежный поток» равен 8. Альтернативные издержки по инвестициям 12%.

Остаточная стоимость гостиницы на конец 5-го года равна:

(чистый денежный поток на конец 5-го года) x (ценовой мультипликатор «цена/денежный поток») =  
100 000 000 руб. x 8 = 800 000 000 руб.

Тогда текущее значение остаточной стоимости гостиницы равно:

$$800\,000\,000 \text{ руб.} / (1 + 0,12)^5 = 453\,941\,000,48 \text{ руб.}$$



# Дисконтированный денежный поток

- Второй способ базируется на *дисконтировании денежных потоков*. Он основан на том, что текущая стоимость предприятия равна сумме его будущих денежных потоков, дисконтированных по определенной ставке, соответствующей рискам этого предприятия.
- Метод дисконтирования денежных потоков наиболее приемлем с инвестиционной точки зрения. Для инвестора очень важно знать, когда именно он будет получать доходы, и с каким риском это сопряжено.
- Нынешние активы предприятия служат источником его будущего развития. А будущий денежный поток влияет на количество и качество активов. Поэтому сложность оценки методом дисконтирования денежных потоков заключается в синтезе существующей стоимости активов предприятия с будущим ростом этих активов.

## Особенности метода

- Метод дисконтирования денежных потоков не применим к оценке хронически убыточных предприятий. Он также не применим к оценке новых предприятий (пусть даже и многообещающих), так как невозможно дать прогноз денежных потоков предприятия из-за отсутствия прошлых данных о прибыли предприятия.
- Точность результата зависит от достоверности и качества анализируемой информации. Для определения вероятного разброса результатов исследователь может применить анализ чувствительности, изменяя ставку дисконтирования.

# Особенности метода

- Для предприятия, занимающегося многопрофильной деятельностью как гостиница, следует определить денежные потоки для каждого подразделения и дисконтировать эти денежные потоки в соответствии с издержками применения капитала предприятия. Если направления деятельности существенно различаются по критерию «риск — доходность», то можно использовать отражающие эти различия индивидуальные ставки дисконтирования.
- Сначала нужно ответить на вопрос о продолжительности периода прогноза. Ответ зависит от стабильности макроэкономической ситуации (процентные ставки, инфляция, ставки налогообложения и т. д.), стабильности отрасли, стабильности самого предприятия и опыта аналитика в составлении прогнозов. Как правило, период прогноза составляет 1—10 лет.

# Расчет текущей стоимости предприятия

- Текущая стоимость предприятия определяется по следующей формуле:

$$\boxed{\text{текущая стоимость предприятия}} = \boxed{\text{текущая стоимость чистых денежных потоков в течение прогнозируемого периода}} + \boxed{\text{текущее значение остаточной стоимости предприятия}}$$

где *остаточная стоимость предприятия* — это стоимость чистых денежных потоков в течение всех периодов, следующих за прогнозируемым периодом.

Чем продолжительнее периода прогноза, тем меньше влияние остаточной стоимости на текущую стоимость предприятия.

# Понятие чистого денежного потока

- *Чистый денежный поток* — это денежный поток, доступный владельцам акций и облигаций предприятия, за вычетом налогов с процентов и *чистых капитальных инвестиций* (то есть расходов на замещение производственных активов предприятия и поддержание дальнейшей деятельности предприятия, направленной на получение дохода).
- В *методе роста чистого денежного потока* предполагается, что чистый денежный поток предприятия будет расти каждый год с постоянной скоростью на протяжении бесконечного периода.

# Расчет стоимости ресторана

Используя средневзвешенную стоимость капитала WACC и модель Гордона, найдем значение остаточной стоимости ресторана на конец периода прогноза. Например, период прогноза для ресторана 5 лет. Чистый денежный поток на конец 6-го года предполагается равным  $F = 100000$  руб.

Ожидается, что чистый денежный поток предприятия будет расти каждый год с постоянной скоростью  $g = 10\%$ .

Средневзвешенная стоимость капитала  $WACC = 15\%$ .

Определим текущее значение стоимости предприятия.

Воспользуемся моделью Гордона для определения значения остаточной стоимости предприятия на конец 5-го года:  $F :$

$$(WACC - g) = 100000 \text{ руб.} : (0,15 - 0,10) = 200000 \text{ руб.}$$

Тогда текущее значение остаточной стоимости ресторана равно:

$$200000 : (1 + WACC)^5 = 200000 : (1 + 0.15)^5 = 994353,47 \text{ руб.}$$

# Особенности метода роста чистого денежного дохода

- Метод роста чистого денежного потока очень чувствителен к выбору коэффициента ( $g$ ) – рост чистого денежного потока.
- Значение этого коэффициента можно определить на основании данных роста чистых денежных потоков предприятия в предыдущих периодах.

# Оценка стоимости турфирмы

- Ожидаемый чистый денежный поток турфирмы на конец 1-го года равен 500000 руб., на конец 2-го года — 750000 руб., на конец 3-го года — 900000 руб. В дальнейшем прогнозируется ежегодный рост  $g = 10\%$  чистого денежного потока. Средневзвешенная стоимость капитала  $WACC = 15\%$ . Определим текущую стоимость турфирмы.
- Период прогноза 3 года. За ставку дисконтирования примем средневзвешенную стоимость капитала  $WACC = 15\%$ .
- Текущая стоимость предприятия = текущая стоимость чистых денежных потоков предприятия в течение прогнозируемого периода + текущее значение остаточной стоимости предприятия.



# Оценка стоимости турфирмы

- Текущая стоимость чистых денежных потоков турфирмы в течение прогнозируемого периода равна  $500000 : (1 + 0,15) + 750000 / (1 + 0,15)^2 + 900000 : (1 + 0,15)^3 = 1593655$  руб.

Для нахождения текущего значения остаточной стоимости предприятия воспользуемся методом роста чистого денежного потока.

Чистый денежный поток турфирмы на конец 4-го года равен  $F = 900000 : (1 + 0,10) = 990000$  руб. Тогда значения остаточной стоимости предприятия на конец 3-го года будет  $F : (WACC - g) = 990000 : (0,15 - 0,10) = 19800000$  руб.

Отсюда текущее значение остаточной стоимости предприятия равно  $19800000 : (1 + WACC)^3 = 19800000 / (1 + 0,15)^3 = 13018821$  руб.

Поэтому текущая стоимость турфирмы  $= 1593655 + 13018821 = 14612476$  руб.

# Сравнительный метод оценки предприятия

- *Сравнительный метод* – это оценка стоимости предприятия по аналогам. Данный подход используется в ситуациях, когда оценка осуществляется для целей продажи предприятия.
- Основная процедура оценки стоимости бизнеса методом сравнений, такова. В интересах оценки составляется группа объектов, по своим характеристикам близких к оцениваемому предприятию, и которые недавно были проданы или выставлены на торги.
- По специальной методике, основанной на методе «сопоставимых пар», генерируется последовательность поправок (с накоплением) к ценам сопоставимых объектов, в результате чего формируется рыночная цена оцениваемого объекта.

# Особенности сравнительного метода

- Во-первых, Оценщик использует в качестве ориентира реально сформированные рынком цены на сходные предприятия (акции).
- При наличии развитого финансового рынка фактическая цена купли-продажи предприятия в целом или одной акции наиболее интегрально учитывает многочисленные факторы, влияющие на величину стоимости собственного капитала предприятия.
- К таким факторам можно отнести соотношение спроса и предложения на данный вид бизнеса, уровень риска, перспективы развития отрасли, конкретные особенности предприятия и т.д. Это, в конечном счете, облегчает работу Оценщика, доверяющего рынку.

# Особенности сравнительного метода

- Во-вторых, сравнительный подход базируется на принципе альтернативных инвестиций.
- Инвестор, вкладывая деньги в акции, покупает, прежде всего, будущий доход.
- Производственные, технологические и другие особенности конкретного бизнеса интересуют инвестора только с позиции перспектив получения дохода.
- Стремление получить максимальный доход на размещенные инвестиции при адекватном риске и свободном размещении капитала обеспечивает выравнивание рыночных цен.

# Особенности сравнительного метода

- В-третьих, цена предприятия отражает его производственные и финансовые возможности, положение на рынке, перспективы развития.
- Следовательно, в сходных предприятиях должно совпадать соотношение между ценой и важнейшими финансовыми параметрами, такими как прибыль, дивидендные выплаты, объем реализации, балансовая стоимость собственного капитала.
- Отличительной чертой этих финансовых параметров является их определяющая роль в формировании дохода, получаемого инвестором.

# Метод компании-аналога

*1. Метод компании-аналога.* При использовании метода компании-аналога оценка стоимости готового бизнеса проводится на основании информации о стоимости предприятий-аналогов, акции которых котируются на рынке.

Прежде чем приступить к подбору компаний-аналогов, необходимо проанализировать специфику работы и рынок, занимаемый оцениваемой компанией.

# Метод компании-аналога

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.).

# Метод компании-аналога

- Предприятия-аналоги, отобранные для проведения оценки стоимости сравнительным методом, должны не только осуществлять один вид деятельности с оцениваемой компанией, но и должны были быть проданы не так давно по отношению к сроку продажи компании. При этом компании-аналоги не должны быть вовлечены в процесс поглощения, поскольку это искажает их реальную цену.
- Если между компаниями-аналогами и оцениваемой компанией по каким-либо из перечисленных критериев существуют расхождения, необходимо использовать соответствующие мультипликаторы (коэффициенты, характеризующие соотношения результирующего показателя к одной из его составляющих).



# Метод компании-аналога

Широко распространены следующие виды мультипликаторов:

- стоимость компании/прибыль;
- стоимость компании/денежный поток;
- стоимость компании/рыночная стоимость материальных активов.

В зависимости от того, какая информация о предприятиях-аналогах доступна, могут быть использованы и другие мультипликаторы.

# Метод компании-аналога

При расчете стоимости компании рекомендуется пользоваться несколькими мультипликаторами, заранее рассчитав для каждого степень достоверности (весомость). Достоверность того или иного мультипликатора определяется экспертным методом. При использовании нескольких мультипликаторов формула расчета стоимости компании будет выглядеть следующим образом:

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

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.

# Метод компании-аналога

- Суть сравнительного подхода при определении стоимости предприятия заключается в следующем.
- Выбирается предприятие, аналогичное оцениваемому, которое было недавно продано.
- Затем рассчитывается соотношение между ценой продажи и каким-либо финансовым показателем по предприятию-аналогу. Это соотношение называется мультипликатором.
- Умножив величину мультипликатора на тот же базовый финансовый показатель оцениваемой компании, получим ее стоимость.

# Метод компании-аналога – этапы оценки

Процесс оценки предприятия методами компании-аналога и сделок включает следующие основные этапы.

- I этап. Сбор необходимой информации.
- II этап. Сопоставление списка аналогичных предприятий.
- III этап. Финансовый анализ.
- IV этап. Расчет оценочных мультипликаторов.
- V этап. Выбор величины мультипликатора.
- VI этап. Определение итоговой величины стоимости.
- VII этап. Внесение итоговых корректировок.

# Метод компании-аналога – источники информации

*Рыночная информация* представляет собой данные о фактических ценах, купли-продажи акций, сходных с оцениваемой компанией.

Качество и доступность информации зависят от уровня развития фондового рынка.

Формирование отечественного фондового рынка не завершено, однако целый ряд агентств публикуют ежедневные бюллетени о состоянии финансовых рынков, предложениях на покупку/продажу ценных бумаг, исследования активности рынков акций крупнейших предприятий.

# Метод компании-аналога – источники информации

- *Финансовая информация* обычно представлена бухгалтерской и финансовой отчетностью, а также дополнительными сведениями, позволяющими как определить сходство компаний, так и провести необходимые корректировки, обеспечивающие нужную сопоставимость.
- Дополнительная информация позволит правильно применить стандарты системы национальных счетов, выявить излишек или недостаток активов, внести поправки на экстраординарные события и т. д.

# Метод компании-аналога – источники информации

Финансовая информация должна быть представлена отчетностью за текущий год и предшествующий период. Ретроинформация собирается обычно за 5 лет.

Однако этот период может быть другим, если условия деятельности предприятия будут существенно отличаться от тех, в которых оно работает на момент оценки.

Финансовая информация должна быть собрана не только по оцениваемой компании, но и по аналогам.

# Процесс отбора сопоставимых компаний

- На первом этапе определяется так называемый круг "подозреваемых". В него входит максимально возможное число предприятий, сходных с оцениваемым. Поиск таких компаний начинается с определения основных конкурентов, просмотра списка слившихся и приобретенных компаний за последний год. Возможно использование электронных баз, однако такая информация нуждается в дополнительных сведениях, т.к. не бывает достаточно полной.
- Критерии сопоставимости на первом этапе достаточно условны и обычно ограничиваются сходством отрасли.



# Процесс отбора сопоставимых компаний

- На втором этапе составляется список «кандидатов». Поскольку аналитику требуется дополнительная информация сверх официальной отчетности, он должен собрать ее непосредственно на предприятиях.
- Поэтому первоначальный список может сократиться из-за отказа некоторых фирм в представлении необходимых сведений, а также из-за плохого качества, недостоверности представленной информации.
- Критерии оценки должны соответствовать важнейшим характеристикам фирм. Если аналог отвечает всем критериям, то он может использоваться на последующих этапах оценки. Принятие решения о сопоставимости лежит на Оценщике.

# Процесс отбора сопоставимых компаний

- На третьем этапе составляется окончательный список аналогов, который позволит аналитику определить стоимость оцениваемой фирмы.
- Включение предприятий в этот список основано на тщательном анализе дополнительно полученной информации.
- На этом этапе аналитик ужесточает критерии сопоставимости и оценивает такие факторы, как уровень диверсификации производства, положение на рынке, характер конкуренции и т. д.

# Оценка финансового риска

Оценка финансового риска осуществляется следующими способами:

- а) сравнивается структура капитала или соотношение собственных и заемных средств;
- б) оценивается ликвидность или возможность оплачивать текущие обязательства текущими активами;
- в) анализируется кредитоспособность фирмы или, другими словами, способность привлекать заемные средства на выгодных условиях.

# Финансовый анализ

Отличительные черты финансового анализа при сравнительном подходе проявляются в следующем:

во-первых, финансовый анализ позволяет определить место или ранг оцениваемой компании в списке аналогов;

во-вторых, финансовый анализ позволяет обосновать степень доверия Оценщика к конкретному виду мультипликатора в общем их числе. Это в конечном счете определяет вес каждого варианта стоимости при выведении итоговой величины;

в-третьих, финансовый анализ является основой для внесения необходимых корректировок, обеспечивающий как увеличение сопоставимости, так и обоснованность окончательной стоимости.

# Ценовой мультипликатор

- Определение рыночной стоимости собственного капитала предприятия сравнительным методом основано на использовании ценовых мультипликаторов.
- Ценовой мультипликатор - это коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой предприятия или акции и финансовой базой.
- Финансовая база оценочного мультипликатора является, по сути, измерителем, отражающим финансовые результаты деятельности предприятия, к которым можно отнести не только прибыль, но и денежный поток, дивидендные выплаты, выручку от реализации и некоторые другие.

# Расчет мультипликатора

Для расчета мультипликатора необходимо:

- а) определить цену акции по всем компаниям, выбранным в качестве аналога - это даст нам значение числителя в формуле;
- б) вычислить финансовую базу (прибыль, выручку от реализации, стоимость чистых активов и т.д.) либо за определенный период времени, либо по состоянию на дату оценки - это даст нам величину знаменателя.

# Метод сделок

2. *Метод сделок.* Метод сделок или метод продаж ориентирован на цены приобретения предприятия в целом либо контрольного пакета акций.

Это определяет наиболее оптимальную сферу применения данного метода - оценки предприятия или контрольного пакета акций.

# Метод отраслевых коэффициентов

3. *Метод отраслевых коэффициентов* или метод отраслевых соотношений основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой и определенными финансовыми параметрами.

Отраслевые коэффициенты рассчитаны на основе длительных статистических наблюдений специальными исследовательскими институтами за ценой продажи предприятия и его важнейшими производственно-финансовыми характеристиками. В результате обобщения были разработаны достаточно простые формулы определения стоимости оцениваемого предприятия.

Цена предприятия розничной торговли, например, формируется следующим образом: 0,75 - 1,5 от величины чистого годового дохода увеличивается на стоимость оборудования и запасов, которыми располагает оцениваемое предприятие.



# Рейтинговая оценка предприятия

4. *Рейтинговая оценка предприятия* является разновидностью сравнительной оценки предприятия. В рамках функционирования гостиничного бизнеса существует проблема ранжирования гостиничных предприятий с точки зрения их инвестиционной привлекательности и финансовой устойчивости.

Предлагаемая методика позволяет выявить жизнеспособные гостиничные предприятия путем их сравнения как во времени, так и в пространстве. Использование данной методики позволит более обоснованно подходить к процессу реформирования, реструктуризации предприятий.

# Рейтинговая оценка предприятия

- В общем случае рейтинг — это оценка анализируемого объекта по шкале показателей. Рейтинг является индикатором деловой активности, достаточно адекватно отражает конъюнктурную ситуацию и позволяет сделать довольно точный прогноз ее изменения. Рейтинг — это мнение экспертов, оценка предприятия на основе количественного (коэффициентного и на соответствие нормативам) и качественного анализов.
- Применение методики рейтинговой оценки позволит в наиболее обобщенном виде представить деятельность предприятий на рынке, определить наиболее эффективные способы инвестирования капитала и тем повысить эффективность производства.

# Рейтинговая оценка предприятия

Для рейтинговой оценки используют ключевые показатели, к которым относят выручку, чистую прибыль, капитализацию, совокупный доход инвестора.

Однако следует отметить, что отобранные показатели не полностью характеризуют финансовое состояние предприятия, а такие показатели, как капитализация и совокупный доход инвестора, являются в большей мере показателями для рейтинговой оценки ценных бумаг на основе фондовых индексов.

Более обоснованным является системный комплексный подход к оценке финансового состояния, позволяющий дать всестороннюю оценку деятельности организации.

# Метод кластерного анализа

5. *Метод кластерного анализа* позволяет разбить по определенным критериям изучаемую совокупность предприятий на группы, называемые кластерами. Способы кластеризации (иерархической группировки) могут быть: агломеративными (объединительными), дивизионными.
- В первом случае вначале выбираются элементарные кластеры (анализируемые показатели), а затем происходит их объединение в один совмещенный кластер.
  - Во втором случае предприятия разбиваются на кластеры непосредственно анализируемых показателей. В настоящей методике использован первый подход.
  - Графическое изображение процесса объединения кластеров называется дендрограммой — графиком дерева объединения кластеров.

# Метод кластерного анализа

- Кластерный анализ как многомерная статистическая процедура упорядочивания исходных данных (объектов) в сравнительно однородные группы состоит из отбора исходных информационных данных для кластеризации; определения системы показателей, по которым будут оцениваться предприятия; формирования исходных кластеров и итогового кластера; проверки достоверности результатов кластерного решения.
- Для формирования рейтинга финансового состояния предприятий методом кластерного анализа рекомендуется использовать следующие показатели: коэффициент текущей ликвидности (либо коэффициент покрытия), коэффициент обеспеченности собственными средствами, коэффициент оборачиваемости, коэффициент рентабельности производства.

# Результаты кластерного анализа

Гостиничные предприятия	Кластеры				
	Объем продаж	Загрузка номерного фонда	Прибыль на каждый гостиничный номер	Стоимость активов	Совмещенный итоговый кластер (территория)
А	X	X	X	X	X
Б	X	X	X	X	X
В	X	X	X	X	X
Г	X	X	X	X	X
Д	X	X	X	X	X
и т.д.					

# Метод кластерного анализа

- Кластеры 1—4 соответствуют отобранным показателям. Если предприятие занимает по критерию максимизации соответствующего показателя 1-е место в кластере, то ему присваивается 1 балл, если 2-е место — 2 балла и т. д.
- В совмещенном итоговом кластере предприятия располагаются по принципу минимума набранных баллов. Итоговый кластер представляет собой рейтинговую оценку финансового состояния предприятий.

# Метод кластерного анализа

- При этом возможны различные варианты расположения предприятий в кластерах. Предприятие может занимать лидирующие позиции в кластерах 1—4, но не попасть в лидеры в совмещенном кластере. Или наоборот, предприятие, не входящее по кластерам 1—4 в лидирующую группу, может по совокупности показателей занимать стабильные лидирующие позиции в совмещенном кластере.
- Таким образом, стабильно высокие значения показателей кластерного анализа определяют высокий рейтинг предприятия.