

## Лекция №12

### Оценка стоимости организации (предприятия)

1. **Стоимость предприятия: экономическая сущность, виды, составные элементы.**

2. **Затратный метод определения стоимости предприятия: экономическая сущность и методика расчета.**

3. **Сравнительный метод оценки стоимости предприятия: экономическая сущность и методика расчета.**

4. **Доходный подход к оценке стоимости предприятия: экономическая сущность, основные методы и этапы.**

*1. Стоимость предприятия: экономическая сущность, виды, составные элементы.*

*Оценка стоимости предприятия является составным элементом общей системы ценообразования, но ее характерным отличием является то, что она призвана сбалансировать экономические интересы настоящего и предполагаемого собственников ресурсов и продукции, находящихся в обращении.*

В отличие от оценки любого отдельного актива (машины, оборудование и т.д.) при оценке стоимости предприятия оценивается «живой» имущественный комплекс, который характеризуется совокупностью накопленных ресурсов и их способностью к экономическому развитию и производству материальных благ.

**Имущественный комплекс** – все виды имущества организации (предприятия), предназначенные для её деятельности, включая земельные участки, здания, сооружения, оборудование, инвентарь, сырьё, продукцию, а также имущественные обязательства (фирменные наименования, товарные знаки, знаки обслуживания и т.п.).

*Оценка стоимости предприятия, по сути, является не простой оценкой суммы стоимости его имущества, а прежде всего - оценкой бизнеса, его доходности, так как при купле-продаже предприятия продается не только его имущество, а главное - его рынок, «стоимость которого зачастую превышает стоимость предприятия в десятки и сотни раз.*

*Оценка стоимости предприятия или его элементов осуществляется в следующих случаях:*

- по заказу продавца перед выставлением недвижимости на продажу, в том числе для определения стартовой цены при конкурсной продаже;
- по заказу потенциального покупателя перед заключением сделки;
- при приватизации предприятия и страховании
- по заказу собственника для выявления способа максимально эффективного использования его имущества;
- при оценке эффективности инвестиционных проектов, в том числе проекта финансового оздоровления предприятия;

– перед оценкой целесообразности участия в совместных инвестиционных проектах;

– при оценке вклада одного предприятия в другое предприятие или при создании совместного предприятия и др.

Оценка предприятия выполняется независимыми *экспертами-оценщиками*.

Оценка имуществ организации (предприятия) может проводиться *стандартными* или *производными от них методами*. К *стандартным* подходам оценки относят **затратный, сравнительный и доходный**.

После оценки имущества разными методами проводится *процедура согласования рыночной стоимости* по формуле:

РЕПОЗИТОРИЙ ГГУ ИМ.Ф. СКОРИНЫ

*Метод балансового накопления активов* определяет стоимость предприятия согласно данным бухгалтерского учета на дату оценки (оценочная стоимость). Базой для оценки предприятия является балансовая стоимость активов и пассивов, отраженная в бухгалтерском балансе, как правило, по состоянию на 1-е число месяца оценки.

*Метод скорректированной балансовой стоимости* применяется аналогично методу накопления активов. При этом определение обоснованной рыночной стоимости проводится не по всем активам, а выборочно.

При применении *метода ликвидационной стоимости* предприятия из суммы обоснованной рыночной стоимости каждого актива предприятия вычитаются суммы текущих затрат, связанных с ликвидацией предприятия.

*Оценка рыночной стоимости недвижимости* предприятия согласно *затратному методу* (после получения информации об объекте оценки и ее анализа) производится в следующей *последовательности*:

1. Определяется стоимость земли как свободной и доступной для эффективного использования;
2. Оценивается первоначальная, восстановительная или заменяющая стоимость недвижимости предприятия на дату оценки;
3. Рассчитываются косвенные затраты, имеющие место после окончания строительства и до начала функционирования объекта (расходы на маркетинговые услуги для продажи недвижимости или отдельных ее частей, в том числе затраты на рекламу; затраты на оформление и регистрацию прав собственности; стоимость инвестиций на приобретение земли и др.);
4. Оценивается величина предпринимательской прибыли;
5. Определяется накопленный износ зданий и сооружений;
6. Определяется остаточная стоимость сооружения с учетом износа;
7. Оценивается рыночная стоимость права собственности на недвижимость предприятия.

### **3. Сравнительный метод оценки стоимости предприятия: экономическая сущность и методика расчета.**

Сравнительный метод заключается в определении стоимости предприятия на основе данных о совершенных сделках, спросе или предложениях о продаже объектов-аналогов.

*Стоимость предприятия* рассчитывается путем *умножения величины ценового мультипликатора по выбранной базе на величину коэффициента соответствующей базы объекта оценки* согласно следующим методам:

- рынка капитала;
- сделок;
- мультипликаторов (отраслевых коэффициентов).

*Метод рынка капитала* используется при наличии данных о ценах сделок, ценах предложений и спроса на миноритарные доли объектов-аналогов.

Стоимость предприятия (объекта-аналога) согласно *методу рынка капитала* определяется по формуле

РЕПОЗИТОРИЙ ГГУ ИМ.Ф. СКОРИНЫ

где  $V$  — стоимость оцениваемого предприятия, руб.;  $M_{\text{ср}}$  — среднее значение мультипликатора по выбранной базе объектов-аналогов, руб.;  $B$  — финансовая, физическая или иная база объекта оценки, руб.

Если ценовых мультипликаторов несколько, то стоимость предприятия может рассчитываться по формуле:

РЕПОЗИТОРИЙ ГГУ ИМ.Ф. СКОРИНЫ

*Методы* в рамках *доходного подхода* к рыночной оценке предприятий включают:

- метод дисконтирования денежных потоков;
- метод капитализации дохода.

*Метод дисконтирования денежных потоков* заключается в дисконтировании будущих денежных потоков с использованием ставки дисконтирования, которая соответствует требуемой инвестором ставке дохода.

Расчеты ожидаемой инвестором ставки дохода производятся с учетом анализа риска инвестирования в оцениваемое предприятие, а также риска, связанного с получением ожидаемого будущего денежного потока.

При рыночной оценке предприятия применяется одна из двух моделей денежного потока:

- денежный поток для собственных и заемных источников (капитала);
- бездолговой денежный поток (определяется как чистый денежный поток плюс проценты, скорректированные на ставку налогообложения).

Схема расчета денежного потока обеих моделей представлена в табл. 7.21.

Таблица 1- Расчет денежного потока для каждого года

<b>Денежный поток для собственных и заемных источников (капитала)</b>	<b>Бездолговой денежный поток</b>
Чистая прибыль: (+) амортизационные фонды воспроизводства основных средств и нематериальных активов, рассчитанные на прогнозный период (—) прирост собственных оборотных средств	Чистая прибыль: (+) амортизационные фонды воспроизводства основных средств и нематериальных активов, рассчитанные на прогнозный период (-) прирост собственных оборотных средств
(—) инвестиции (кроме амортизационных фондов воспроизводства основных средств и нематериальных активов)	(-) инвестиции (кроме амортизационных фондов воспроизводства основных средств и нематериальных активов)
(+) увеличение долгосрочной кредиторской задолженности (—) снижение долгосрочной кредиторской задолженности	(+) процентные выплаты, скорректированные на ставку налогообложения

В обеих моделях денежный поток может быть рассчитан как на номинальной основе (в текущих ценах), так и на реальной (с учетом фактора инфляции).

Выработка прогноза денежного потока (на основе прогнозных отчетов о движении денежных средств) осуществляется на будущий временной период (прогнозный) начиная с текущего года. В качестве прогнозного берется период, продолжающийся до тех пор, пока темпы роста предприятия не стабилизируются (от 5 до 10 лет).

Расчет величины денежного потока для каждого года прогнозного периода проводится согласно следующим **методам**:

- **прямо**, основанному на анализе движения денежных средств по статьям прихода и расхода, т.е. по бухгалтерским счетам;
- **косвенно**, анализирующему движение денежных средств по направлениям деятельности.

*Ставки дисконтирования определяются:*

1. **Методом средневзвешенной стоимости источников (капитала)**, применяемым для бездолгового денежного потока. Средневзвешенная стоимость источников (капитала) рассчитывается как сумма взвешенных ставок отдачи на собственные источники и заемные (ставка отдачи на заемные средства является процентной ставкой банка по кредитам), где в качестве удельного веса выступают доли заемных и собственных средств в структуре источников в соответствии со следующей формулой:

$$WACC = k_d (1 - t_c) W_d + k_p W_p + k_s W_s$$

где  $WACC$  — средневзвешенная стоимость источников (капитала), руб.;

$k_d$  — стоимость привлеченных заемных средств, руб.;

$t_c$  — ставка налога на прибыль предприятия;

$W_d$  — доля заемных средств в структуре источников предприятия;

$k_p$  — стоимость привлечения акционерных источников (привилегированные акции), руб.;

$W_p$  — доля привилегированных акций в структуре источников предприятия;

$k_s$  — стоимость привлечения средств акционеров (простые акции), руб.;

$W_s$  — доля обыкновенных акций в структуре источников предприятия.

2. **Методом оценки капитальных активов** (применяется для денежного потока собственных источников (капитала) с использованием следующих формул:

- для оценки ОАО:

$$R = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

где  $R$  — требуемая инвестором ставка дохода (на собственный капитал);

$R_f$  — безрисковая ставка дохода;

$\beta$  — коэффициент систематического риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами, происходящими в стране;

$R_m$  — общая доходность рынка в целом (среднерыночного портфеля ценных бумаг);

– для оценки ЗАО:

$$R = R_f + \beta (R_m - R_f) + S_1 + S_2 + CP$$

где  $S_1$  — премия для малых предприятий;  $S_2$  — премия за риск для отдельного предприятия;  $CP$  — страновой риск.

Для определения ставки дисконтирования в качестве безрисковой может быть принята ставка по вложениям, характеризующаяся наименьшим уровнем риска.

Коэффициент  $\beta$  рассчитывается исходя из амплитуды колебаний общей доходности акций конкретного акционерного общества по сравнению с общей доходностью фондового рынка в целом. Данные о нем публикуются в специализированных финансовых справочниках (например, в *The Wall Street Journal*).

**Показатель общей доходности рынка** представляет собой среднерыночный индекс доходности и рассчитывается на основе долгосрочного анализа статистических данных.

Расчет величины **рыночной стоимости предприятия в постпрогнозный период** основан на способности предприятия приносить доход и после окончания прогнозного периода.

В зависимости от перспектив развития предприятия в постпрогнозный период используют *методы накопления активов, ликвидационной стоимости, метод предполагаемой продажи, модель Гордона*.

Стоимость денежных потоков в течение прогнозного периода определяется по формуле дисконтированного денежного потока. Рассчитанную стоимость оцениваемого предприятия в постпрогнозный период приводят к текущим стоимостным показателям по ставке дисконтирования, применяемой для денежных потоков прогнозного периода.

**Предварительная величина рыночной стоимости предприятия**, рассчитанная согласно методу дисконтирования денежных потоков, представляет собой сумму двух составляющих: *стоимости денежных потоков прогнозного периода* и значения *рыночной стоимости предприятия в постпрогнозный период*.



После определения предварительной величины рыночной стоимости предприятия для получения окончательного результата необходимо принять во внимание **итоговые поправки** на величину стоимости нефункционирующих активов, величину собственных оборотных средств, ликвидность предприятия.

Метод *прямой капитализации* заключается в определении рыночной стоимости оцениваемого предприятия путем деления дохода предприятия на ставку капитализации. Данный метод применяется для расчета рыночной стоимости предприятий, которые в течение длительного срока будут получать примерно одинаковую прибыль (иными словами, темпы роста прибыли будут постоянными).

В качестве **капитализируемой величины** может выступать *чистая прибыль до уплаты налогов, после уплаты налогов либо величина денежного потока*. Для оценки могут использоваться доходы последнего отчетного года, первого прогнозного года, средняя величина дохода за несколько (3—5) последних отчетных лет.

Расчет **ставки капитализации** проводится путем *вычитания из ставки дисконтирования ожидаемых среднегодовых темпов роста прибыли или денежного потока* (в зависимости от того, какая величина капитализируется).

Если прогнозируемый доход выражен в номинальных суммах (на основе текущих цен), следует использовать ставки дисконтирования для номинальных величин (без учета темпов инфляции). Если прогнозируемый доход выражен в реальных суммах (с учетом изменения уровня цен), то следует использовать ставки капитализации для реальных величин (с учетом темпов инфляции).

Для расчета окончательной рыночной стоимости предприятия в предварительную величину рыночной стоимости необходимо внести итоговые поправки, аналогичные рассмотренным выше.