

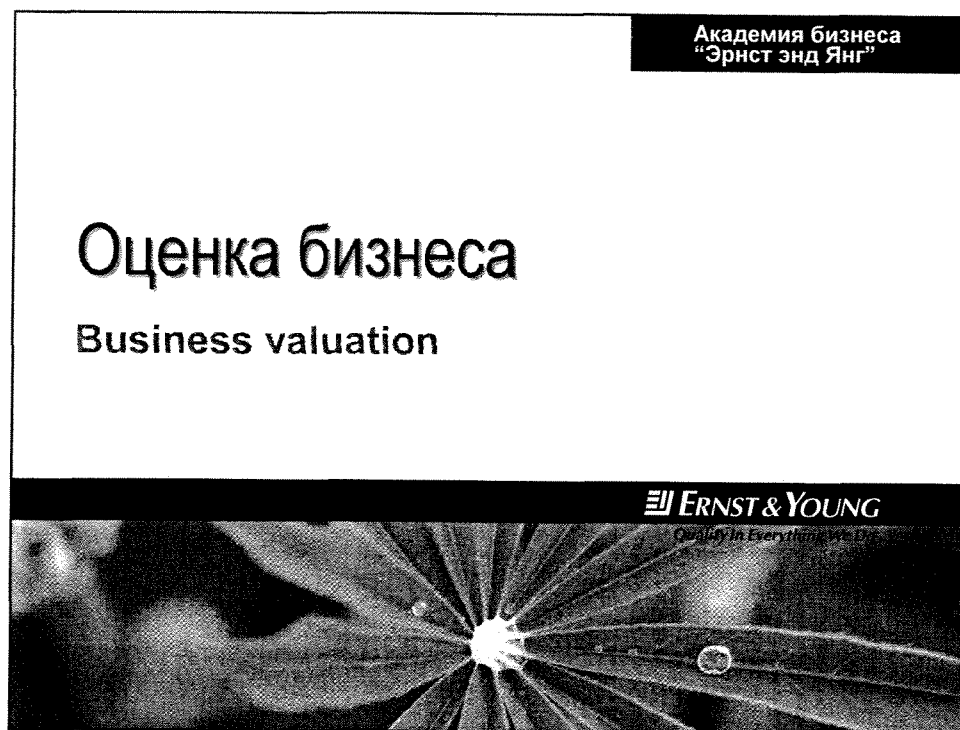
Оценка бизнеса

Business valuation

 **ERNST & YOUNG**

Quality In Everything We Do





Ведущий тренинга

Виктор Шитулин

Старший инструктор-преподаватель компании Ernst&Young в России

Образование:

Высшее техническое (Москва, МИЭТ), кандидат технических наук,
доцент (микроэлектроника)

Высшее финансовое (США), MBA, школа бизнеса Marriott, 1993-1995

Опыт работы:

Участие в тренинговых проектах с компаниями, **ТНК-ВР, Лукойл, Роснефть, МТС, Вымпелком, Мегафон, Русал, Суал, Металинвест, Coca-Cola, Philip Morris, Lucent** и многих других

E-mail address: Victor.Shitulin@ru.ey.com

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Содержание тренинга

1. Принципы и цели оценки стоимости компаний. Понятия и определения. Последовательность оценки.
2. Затратный подход: область применения, последовательность оценки.
3. Доходный подход: капитализация и дисконтирование денежных потоков (DCF). Понятие цены капитала.
4. Рыночный подход: применение рыночных мультипликаторов для оценки стоимости. Проблемы выбора компаний – аналогов.
5. Скидки и премии: отсутствие контроля и ликвидности.
6. Прочие методы: метод избыточной прибыли, EVA.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Представление участников

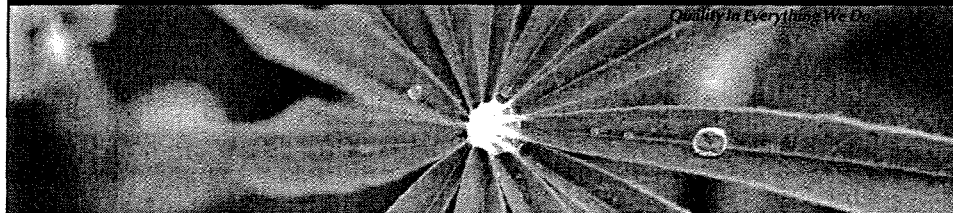
- Как Вас зовут?
- Ваша организация, отдел?
- Знакомы ли с оценкой стоимости? В теории?
На практике?
- Какой раздел семинара наиболее интересен?
- Вопросы, пожелания, комментарии

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Академия бизнеса
«Эрнст энд Янг»

Часть 1. Концепция стоимости. Последовательность оценки стоимости

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do



Историческая справка

Ирвинг Фишер в 1930 гг. доказал, что максимизация стоимости компании – это лучший способ разрешения конфликтов интересов.

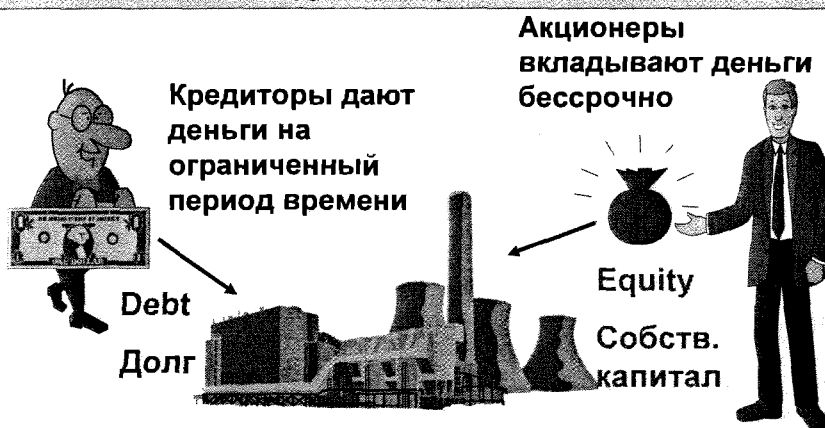
Модильяни и Миллер в 1967 г доказали, что стоимость компании зависит от суммы денежных потоков, которые можно получить от владения бизнесом

Компании McKinsey Co и Stern Stewart в нач. 1990 гг. разработали методики применения стоимости компаний для целей управления корпорациями.

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Концепция «стоимости бизнеса»

Кто и как вкладывает деньги в компанию?



$Equity + Debt = Invested Capital$ (Вложенный капитал)

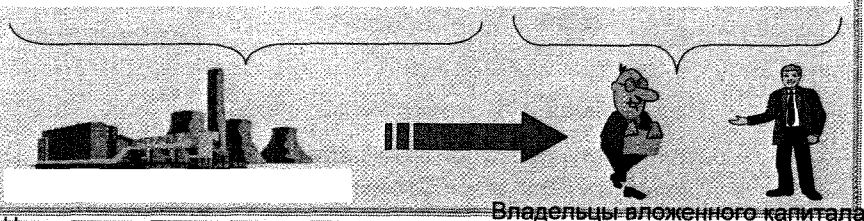
ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Концепция «стоимости бизнеса»

Вложенный капитал (invested capital) представляет собой сумму собственного капитала (equity) и финансовых обязательств (debt) компании.

Активы = Собственный капитал + Финансовые обязательства + Коммерческие обязательства

Активы – Коммер. обязательства = Вложенный капитал

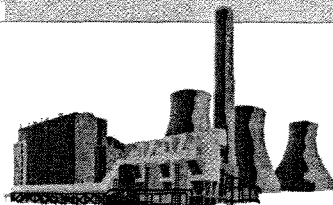


ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Стоимость бизнеса и стоимость акционерного капитала

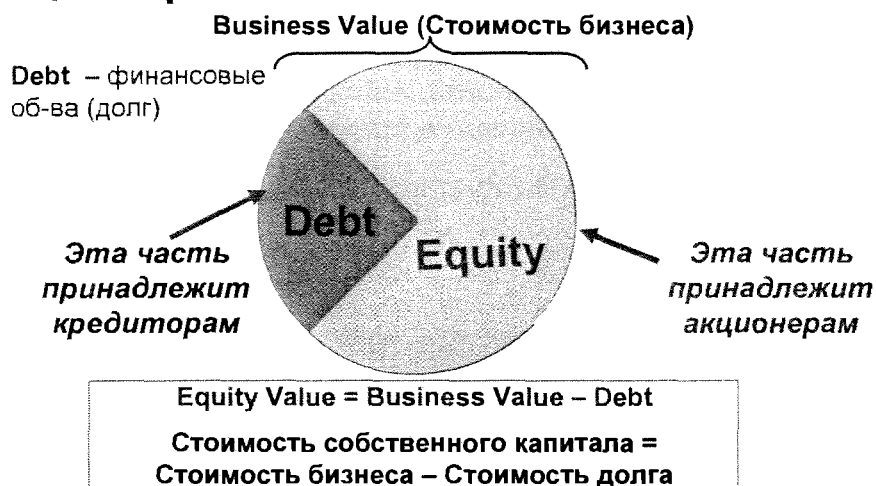
Следует различать два понятия:

- Стоимость бизнеса /компании/предприятия (Business/Company/Enterprise/Firm's Value – BV, CV, EV, FV)
- Стоимость собственного капитала (Equity Value)



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Стоимость бизнеса и стоимость акционерного капитала



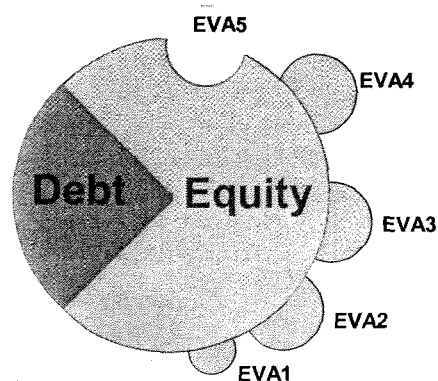
ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Приращение стоимости бизнеса

Управление компанией должно быть организовано таким образом, чтобы стоимость компании увеличивалась с каждым годом. Это увеличение можно характеризовать показателем EVA – Economic Value Added

Если EVA положительна, то стоимость бизнеса каждый год прирастает. В годы, когда EVA отрицательна, стоимость бизнеса сокращается

Определение EVA будет дано позднее!



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Концепция «стоимости бизнеса»

На что рассчитывают инвесторы?

Как распределяется созданный бизнесом приток выгод?



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Концепция «стоимости бизнеса»

Термины «Стоимость бизнеса/компании/предприятия» (Business/Company/Enterprise Value) обсуждается давно, однозначного определения данным терминам до сих пор не найдено.

Есть определение «business enterprise», используемое American Society of Appraisers : «коммерческая, производственная или сервисная организация, занимающаяся экономической деятельностью».

Профессиональные оценщики под «Стоимостью бизнеса/компании/предприятия» понимают рыночную стоимость вложенного капитала : market value of invested capital (MVIC).

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Концепция «стоимости бизнеса»

Считается, что стоимость бизнеса определяется величиной потоков экономических выгод, приносимых данным бизнесом.

Возникающие вопросы:

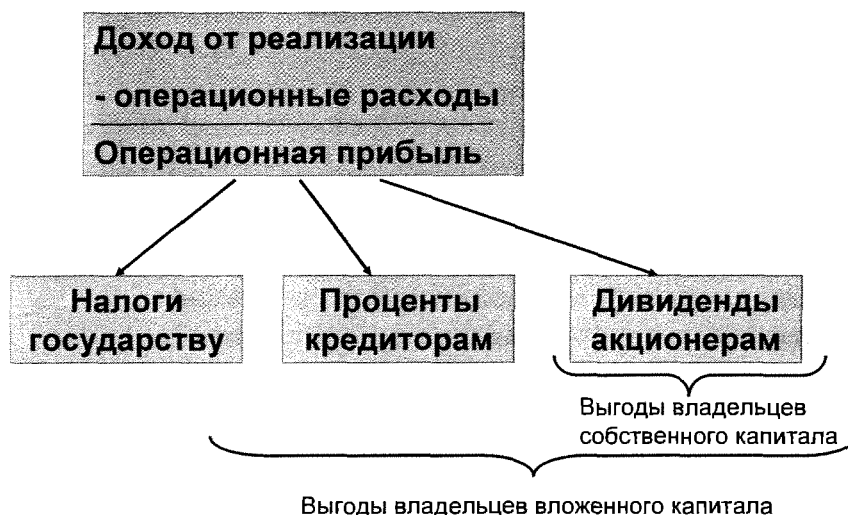
- В чем заключаются экономические выгоды?
- Как измерить «экономические выгоды»?
- Кто ими распоряжается:

Акционеры (владельцы собственного капитала)?

Кредиторы (владельцы заемного капитала)?

И те и другие (владельцы вложенного капитала)?

Распределение дохода предприятия



Концепция «стоимости бизнеса»

Если мы определяем «стоимость бизнеса», то под потоком экономических выгод будем понимать выгоды, поступающие в распоряжение владельцев вложенного капитала (акционерам и кредиторам)

Примеры:

- EBIT-прибыль до выплаты процентов и налога на прибыль;
- EBITDA – прибыль до выплаты процентов, налога и амортизации;
- NOPAT – чистая операционная прибыль после вычета налога на прибыль;
- Чистый денежный поток, до вычета процентов и дивидендов

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Концепция «стоимости бизнеса»

Если мы определяем «стоимость собственного капитала», то под потоком экономических выгод будем понимать выгоды, поступающие в распоряжение владельцев собственного капитала (только акционеров)

Примеры:

- Дивиденды
- Чистая прибыль
- Чистый денежный поток, поступающий в распоряжение акционеров (после вычета процентов, но до вычета дивидендов)

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Концепция «стоимости бизнеса»

В основе оценки компании лежит принцип «действующего предприятия», который предполагает, что предприятие является «живым» организмом, а не просто набором активов.

Как человек не представляет собой сумму частей его тела, так и компания – нечто большее, чем имущество.

Вспомним дискуссии на тему: есть ли у человека душа и как ее измерить?

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Для чего требуется оценивать бизнес?

1. Для проведения операций :

- продажа/покупка компаний
- объединение компаний
- выпуск акций (первая и последующие эмиссии)

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Для чего требуется оценивать бизнес?

2. Для оценки эффективности управления в компаниях.

Считается, что рыночная стоимость компании является самым важным финансовым показателем.

Если стоимость компании растет, то менеджмент получает положительную оценку деятельности со стороны акционеров.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Для чего требуется оценивать бизнес?

3. Разрешение правовых и налоговых вопросов:

- Раздел имущества супругов/партнеров
- Оценка наследства (в т.ч. с целью налогообложения)
- Оценка даримого имущества
- Оценка ущерба (для страховых компаний)
- Оценка залога (для банков)

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Необходимые знания и навыки

- Учет и отчетность
- Финансы
- Рынок ценных бумаг
- Макро и микроэкономика
- Законодательство, в том числе, налоговое
- Способность к исследованиям
- Хорошие коммуникативные навыки, умение вести переговоры
- Компьютерное моделирование
- Жизненный опыт и здравый смысл

Кто оценивает бизнес?

1. Специализированные компании
2. Подразделения таких компаний, как аудиторские, консалтинговые, инвестиционные, финансовые (банки).
3. Профессионалы: специалисты-оценщики

Виды услуг по оценке бизнеса

Объективная и независимая
оценка стоимости бизнеса
(его части)

Степень
объективности

Советы, консультации по
вопросам получения наиболее
выгодных для клиента условий
сделки по купле/продаже
бизнеса.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Стандарт стоимости (Standard of Value)

American Society of Appraisers:

Стандарт стоимости (Standard of Value) –
идентификация типа «стоимости», в отношении
которой применяется оценка:

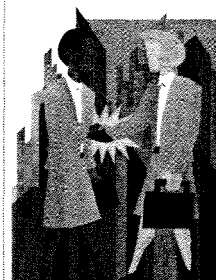
- Рыночная стоимость
- Справедливая стоимость
- Справедливая рыночная стоимость
- Инвестиционная стоимость
- Истинная стоимость (фундаментальная)

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Определение: справедливая рыночная стоимость (Fair Market Value)

American Society of Appraisers:

FMV: Цена сделки, выраженная через денежный эквивалент, по которой собственность может быть передана гипотетическому заинтересованному покупателю от гипотетического заинтересованного продавца в условиях свободного рынка. Продавец и покупатель не находятся в обстоятельствах, принуждающих их к совершению сделки. Обе стороны обладают достаточным объемом знаний о значимых фактах.



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Определение: рыночная стоимость

**ПОСТАНОВЛЕНИЕ Правительства РФ
от 6 июля 2001 г. N 519**

ОБ УТВЕРЖДЕНИИ СТАНДАРТОВ ОЦЕНКИ

Рыночная стоимость объекта оценки - наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Инвестиционная стоимость (Investment Value)

American Society of Appraisers:

Инвестиционная стоимость – цена (бизнеса) для индивидуального инвестора, основанная на индивидуальных инвестиционных требованиях и ожиданиях.

Российская федерация:

Инвестиционная стоимость объекта оценки - стоимость объекта оценки, определяемая исходя из его доходности для конкретного лица при заданных инвестиционных целях.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Истинная стоимость (Intrinsic Value)

American Society of Appraisers:

Истинная (фундаментальная) стоимость – цена, которую аналитик считает «реальной» и «правильной» и, которая станет рыночной ценой, когда все прочие инвесторы придут к тому же заключению.

Цена, основанная на анализе всех фундаментальных фактов, отражающих суть бизнеса без учета «экстремумов».

Афоризм: Правда от истины отличается тем, что истину не знает никто, а правду – все, но у каждого она своя.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Что влияет на величину стоимости?

Решающее влияние оказывают два взаимосвязанных фактора:

Риск и доход

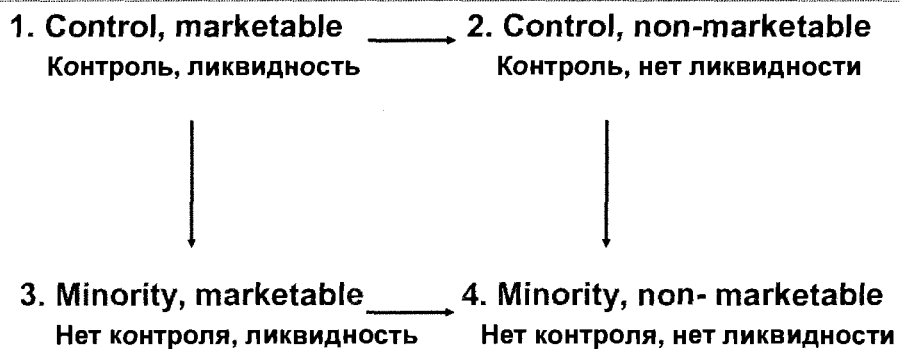
Чем выше риск бизнеса, тем большую доходность вправе требовать инвестор от бизнеса

- Не существует одной универсальной методологии, применимой во всех случаях
- Стоимость одной и той же компании может быть разной для миноритариев и мажоритариев.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Что влияет на величину стоимости?

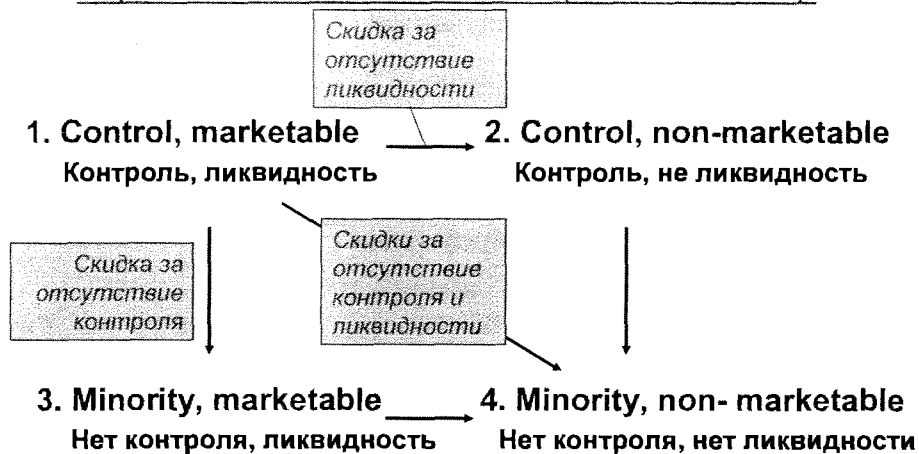
Варианты стоимости бизнеса (Bases of value):



 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Что влияет на величину стоимости?

Варианты стоимости бизнеса (Bases of value):



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Последовательность оценки

1. Определение «задания по оценке»
2. Сбор необходимой информации
3. Анализ данных
4. Определение величины стоимости
Подходы: затратный, доходный, рыночный (сравнительный)
3. Написание «Отчета»

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Последовательность оценки

1. Определение задания

- 1.1. Объект оценки
- 1.2. Дата оценки
- 1.3. Стандарт стоимости (российские, международные, американские)
- 1.4. Цель оценки и намерения
- 1.5. Объем оценки (оценка, ограниченная оценка, расчеты)

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Последовательность оценки

1. Определение «задания по оценке»

- 1.1. Объект оценки
- 1.2. Дата оценки
- 1.3. Стандарт стоимости

1.1. Объект оценки:

- Компания (ОАО, ЗАО, ООО, ИЧП, ПБОЮЛ)
- Направление бизнеса
- Акции
- Активы (материальные, нематериальные)
- Вложенный капитал
- Контрольный пакет/ миноритарная доля

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Последовательность оценки

1. Определение «задания по оценке»

- 1.1. Объект оценки
- 1.2. Дата оценки
- 1.3. Стандарт стоимости
- 1.4. Цель оценки и намерения

1.5. Объем оценки:

- Appraisal/Оценка (однозначность и недвусмысленность выводов, подтвержденных всеми необходимыми процедурами и методами. Одно значение или «от-и-до»)
- Limited Appraisal/ Ограниченная оценка (наиболее адекватные методы и процедуры на усмотрение специалиста)
- Calculations/Расчеты (метод по согласованию с клиентом)

Последовательность оценки

2. Сбор информации

- Литература по оценке бизнеса– см. Приложение
- Информация об отраслях: отраслевые тренды, конкуренция, отраслевые финансовые показатели
- Информация о компании: структура, юридическая форма, основные контракты, продукты, регионы, поставщики
- Информация о менеджменте: резюме, интервью

Последовательность оценки: анализ

3. Анализ информации

Внешние факторы

1. Экономическая среда (страна, законодательство, инвестиционный климат, стадия экономического цикла, стоимость капитала, процентные ставки)
2. Положение дел в отрасли (пять сил Майкла Портера):
 - существующий уровень конкуренции
 - риск появления новых конкурентов
 - давление со стороны потребителей
 - давление со стороны поставщиков
 - риск появления товаров-заменителей

Последовательность оценки: анализ

3. Анализ информации

Внутренние факторы

1. История компании (насколько цикличны прибыли)
2. Существующее положение (какова ниша)
3. Прогнозы на будущее (например, а что произойдет с бизнесом по истечении срока действия патента?)
4. Оценка менеджмента (наличие стратегии, знаний, опыта, зависимость бизнеса от «ключевых персоналий»)
5. Наличие специфических рисков для данной компании в данном регионе

Последовательность оценки: анализ

3. Анализ информации

Нормализация отчетности

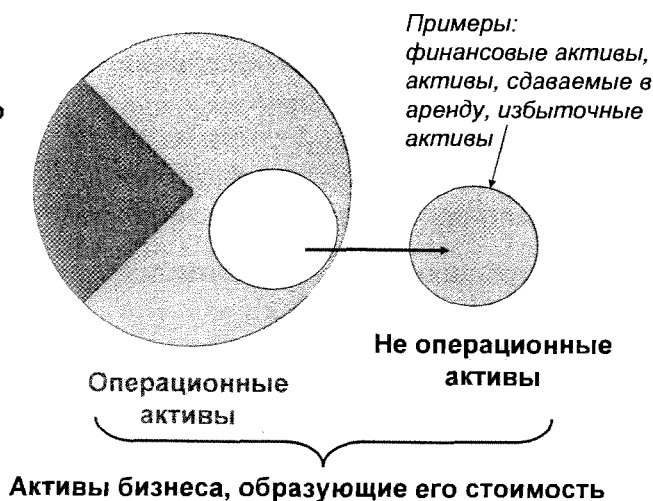
1. Для проведения анализа следует скорректировать финансовую отчетность компании
2. Выделить активы, обязательства, доходы, расходы и денежные потоки, которые имеют отношение к оцениваемому бизнесу. Сделать коррекцию.
3. Выделить специфические потоки экономических выгод, которые объясняются особенностью владения. Сделать коррекцию.

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Нормализация активов баланса

Бизнес оценивается по операционным активам.

Не операционные активы оцениваются отдельно и добавляются к стоимости бизнеса



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Нормализация отчетности

Данные об оцениваемой компании для расчета ее стоимости должны быть «нормализованы», исходя из следующих соображений:

- Объективность оценки предполагает, что оценка производится для *гипотетического* инвестора, заинтересованного в «финансовом доходе»
- При оценке стоимости собственного капитала «нормализация» отчетности *зависит от степени контроля*

Нормализация

- При оценке стоимости миноритарных долей участия отчетность компании *корректируется в наименьшей степени*, поскольку отсутствие контроля не позволяет миноритариям повлиять на потоки денежных средств, такие как:
 - Вознаграждения владельцев-менеджеров (выше рыночных значений)
 - «Произвольные расходы»
 - Трансфертные операции

Нормализация

- При оценке стоимости мажоритарных долей участия отчетность компании *корректируется в степени, соответствующей уровню влияния на потоки выгод.*

Типичные примеры корректировок:

1. Избыток рабочего капитала
2. Неоперационные активы (не относящиеся к бизнесу)
3. Учетная политика в области обесценения, учета запасов и пр. должна отражать «принятые в отрасли» подходы

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Нормализация (продолжение)

4. Методы амортизации – на уровне принятых в отрасли
5. Избыточные (лишние, неоперационные) мощности корректируются
6. «Нерыночный» уровень вознаграждений собственников
7. Необычные активы и операции исключаются из оценки

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Нормализация

Нормализация подразумевает корректировки на уровне входящих финансовых отчетов :

- Баланса
- Отчета о прибылях и убытках
- Отчета о движении денежных средств

Последовательность оценки: анализ

3. Анализ информации

Финансовый анализ

1. Рассчитать основные финансовые показатели оцениваемой компании (после нормализации) и сравнить со среднеотраслевыми, с компаниями-лидерами, конкурентами.
2. Разложить показатель ROE на составляющие факторы для лучшего понимания бизнеса.
3. Рассчитать показатели финансовой устойчивости, платежеспособности для оценки риска бизнеса

Выполните задание

Задание 1.



Выполните
«Нормализацию»
отчетности компании и
проведите финансовый
анализ.

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Последовательность оценки: анализ

4. Определение величины стоимости

1. **Income Approach:** Доходный подход – стоимость компании определяется величиной потоков выгод, приносимых бизнесом
2. **Assets Approach:** Затратный подход – стоимость бизнеса равна рыночной стоимости активов, задействованных в бизнесе
3. **Market Approach:** Рыночный подход – стоимость данного бизнеса определяется по аналогии с рыночной стоимостью компаний - аналогов

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Базовые концепции оценки стоимости

1. Концепция действующего предприятия

Предполагаем, что предприятие будет действовать бесконечно долго, если неизвестно при построении прогнозов иного.

Все методы оценки, кроме одного (ликвидационной стоимости) основаны на данной концепции.

2. Концепция ликвидации бизнеса

Рассматривается вариант закрытия бизнеса и реализации всех активов и обязательств.

Только один метод – метод ликвидационной стоимости.

Обе концепции применяются если необходимо выбрать что лучше: продолжать бизнес или закрыть его.

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Классификация методов оценки



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Определение стоимости компании

Стоимость компании для покупателя зависит от того, с какой целью она покупается

- Если компания приобретается с целью распродажи ее имущества, то наиболее правильным будет метод ликвидационной стоимости активов
- Если компанию покупает стратегический инвестор с целью включения ее в свой холдинг, то для него самым важным является метод дисконтирования будущих денежных потоков (доходный подход)

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Определение стоимости компании

Компания может покупаться целиком, либо по частям (акции, доли участия)

- Если портфельный инвестор оценивает акции компании с целью выбора объекта инвестиций, то для него, возможно, самым важным будет сравнение с другими компаниями (рыночный подход)
- На практике компанию оценивают совокупностью адекватных методов.

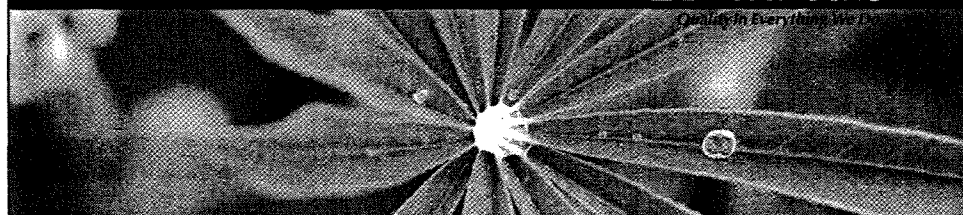
 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Часть 2. Затратный подход

Assets Approach

 **ERNST & YOUNG**

Quality In Everything We Do



Затратный подход

Теоретическая база метода – принцип замещения
(Substitution principle)

Затратный подход позволяет определить:

- Стоимость бизнеса, или стоимость вложенного капитала (market value of invested capital)
- Стоимость собственного капитала (market value of equity)
- База стоимости – 100% контроль, наличие ликвидности

1. Control marketable

Если оценивается миноритарная доля, то следует применять скидки.

 **ERNST & YOUNG**

Quality In Everything We Do



Метод чистых активов (NAV)

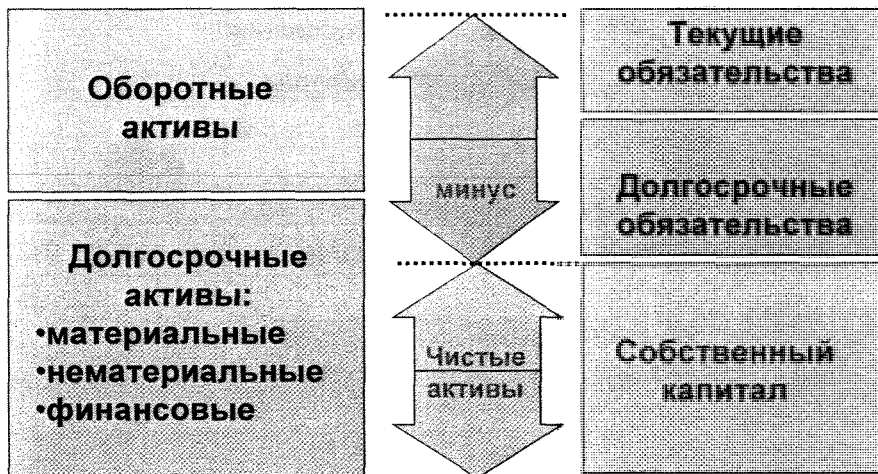
Метод чистых активов: Net Asset Value (NAV)

«Краткое содержание метода»:

- Все активы и обязательства компании оцениваются по «справедливой рыночной стоимости»
- Рыночная стоимость собственного капитала компании = справедливая рыночная стоимость активов – справедливая рыночная стоимость обязательств

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Метод чистых активов (NAV)



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Метод чистых активов (NAV)

Стоимость воспроизводства - Reproduction cost new
Затраты, которые надо было бы понести (на определенную дату) для изготовления «копии» актива из тех же (аналогичных) материалов, закупаемых по текущим ценам.

Стоимость замещения - Replacement cost new –

Текущая стоимость имущества, имеющего равную полезность с оцениваемым. Стоимость «замещения» компании предполагает расчет затрат на приобретение активов, найм рабочей силы и т.п. по текущим рыночным ценам.

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Метод чистых активов (NAV)

Амортизированная стоимость воспроизводства (замещения) Depreciated Reproduction (Replacement) cost new – соответствующая стоимость с учетом амортизации.

Амортизация – в данном случае имеется в виду «потеря ценности» по совокупности причин:

Физический износ, связанный с поломками, нехваткой запасных частей, недолжным уходом,

Функциональное устаревание, связанное «внутренними» причинами : мощностью (избыточная/недостаточная), дизайн...

Экономическое устаревание , связанное «внешними» причинами : законодательные ограничения, доступность сырья, наличие рабочей силы, сокращение спроса на изготавливаемую продукцию...

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Метод чистых активов (NAV)

Провести анализ и скорректировать активы и обязательства:

1. Денежные средства и эквиваленты – по балансу, как правило, без корректировок.
2. Рыночные ценные бумаги, финансовые инвестиции – по рыночной цене.
3. Дебиторская задолженность – за вычетом сомнительных долгов с учетом сроков погашения и вероятности инкассации.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Метод чистых активов (NAV)

4. Запасы:

- Провести инвентаризацию
- Убрать «испорченные», неликвидные запасы
- Скорректировать, т.е. оценить по рыночной стоимости. Обычно, для оценки запасов используется «текущая стоимость замещения» в качестве рыночной.

5. Земля - по рыночной стоимости с привлечением экспертов.

6. Здания – по рыночной стоимости (стоимость замещения за вычетом амортизации).

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Метод чистых активов (NAV)

7. Оборудование:

- Провести инвентаризацию
- Скорректировать, т.е. оценить по рыночной стоимости. Обычно, для оценки оборудования используется «fair market value in continued use» в качестве рыночной.
- Добавить стоимость оборудования, которое работает будучи полностью «амортизированным».

8. Инвентарь длительного пользования, «самодельные приспособления» - по справедливой рыночной стоимости с привлечением экспертов.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Метод чистых активов (NAV)

9. Имущество в лизинге – по притоку экономических выгод за вычетом процентных платежей.

10. Нематериальные активы -

- Оценить полезный срок использования (economic life)
- Оценить приток экономических выгод (с привлечением специалистов)

Метод чистых активов (NAV)

11. Кредиторская задолженность – скорректировать по каждому кредитору в соответствии с «фактическими контрактами».

12. Финансовые обязательства – по рыночной стоимости.

13. Отложенные налоги – рассматривать как «беспроцентное обязательство». Продисконтировать предстоящие платежи (если предполагаются). Ставка дисконта = рыночная стоимость заемного капитала.

14. Условные обязательства – возможные штрафы, пени, компенсация ущерба (окружающей среде)...

Переоценка обязательств

Пример:

Финансовые обязательства представляют собой вексель на сумму 50 000.

График погашения : в течение 5 лет ежегодными суммами по 12 195

Текущая рыночная % ставка по кредитам – 5% годовых.

Рассчитайте рыночную стоимость векселя.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Пример:

Решение:

Рассчитаем приведенную стоимость предстоящих аннуитетов:

$$PV = PMT (12\ 195, 5\ \text{лет}, 5\%) = 52\ 796$$

$$52\ 796 - 50\ 000 = 2\ 796$$

Вывод: Следует «доначислить» обязательство до рыночной стоимости на величину разницы 2 796

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Налоговый эффект?

Налоговый эффект: нет единого мнения среди экспертов по учету налоговых последствий корректировки цены активов и обязательств

Пример:

Налог на прибыль = 30%

Чистые активы (по балансу) = 200

Скорректированная стоимость чистых активов без вычета налога = $200 + 50 = 250$.

Сумма корректировок чистых активов (прибыль) = 50

Скорректированная стоимость чистых активов за вычетом налога = $200 + 50 \cdot (1 - 30\%) = 235$.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Сфера применения NAV

Сфера применения метода:

1. Оценка контрольных пакетов (не миноритарных)
2. Компании, бизнес которых основан на физических активах
3. Успех бизнеса мало зависит от персонала (интеллектуальных усилий)
4. Отсутствуют значительные нематериальные активы
5. Предпочтения акционеров (суда) по использованию метода
6. Типичные примеры компаний: инвестиционные и финансовые компании, некоторые производственные компании, управление недвижимостью.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Ограничения по применению NAV

Ограничения по применению метода:

1. Оценка нематериальных активов, особенно гудвилла
2. Компании, бизнес которых основан на использовании «интеллекта», знаний и умений персонала
3. Оценка миноритарных долей участия
4. Типичные примеры компаний, бизнес которых не может быть оценен данным методом: консалтинг, создание программного обеспечения, розничные и дистрибьютерские компании, туристические агентства.

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Классификация методов оценки



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Метод ликвидационной стоимости

Определение стоимости:

Стоимость активов, по которой они могут быть проданы (вместе или по частям), за вычетом расходов, связанных с процедурой ликвидации и погашением обязательств.

Orderly Liquidation – Упорядоченная ликвидация

Forced Liquidation – Принудительная ликвидация

Концепция «справедливой рыночной стоимости» - ?

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Метод ликвидационной стоимости

Orderly Liquidation – Упорядоченная ликвидация

Условия:

1. Наличие достаточно продолжительного периода времени
2. Наличие покупателя, готового купить активы «как они есть и где они есть» (as is where is)
3. Активы не находятся под арестом или в залоге
4. Покупатель учитывает затраты, связанные с перемещением активов

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Метод ликвидационной стоимости

Forced Liquidation – Принудительная ликвидация

Условия:

1. Время ограничено
2. Продажа активов осуществляется через аукцион
3. Цена, которая может быть получена «немедленно» в существующих экономических условиях

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Метод ликвидационной стоимости

Затраты, связанные с ликвидацией:

- Комиссионные брокерам
- Административные затраты на реализацию процедуры
- Юридические услуги
- Бухгалтерские услуги
- Налоги

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Метод ликвидационной стоимости

Сфера применения метода:

1. Экономические выгоды от продолжения бизнеса меньше суммы, получаемой от реализации активов
2. Оценка производится при урегулировании конфликтов, вызванных миноритариями, настаивающими на прекращении бизнеса.
3. Метод может быть использован кредиторами при оценке последствий возможного банкротства
4. В реальных условиях ликвидации бизнеса, когда деятельность прекращается.
5. Тогда, когда данная оценка является «наилучшей», поскольку нет никакой другой.

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Выполните задание



Задание 2.

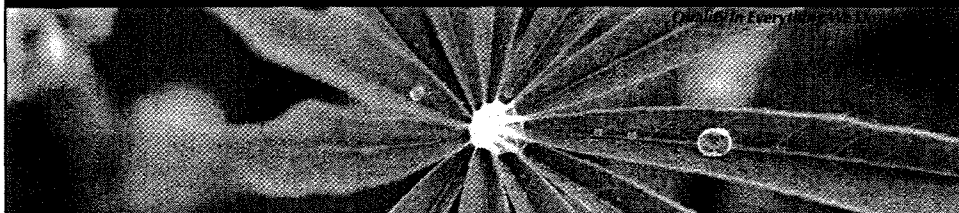
Рассчитать рыночную стоимость собственного капитала компании методом «Чистых активов».

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Часть 3. «Доходный подход»

Income Approach

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do



Классификация методов оценки



 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Доходный подход

Концепция справедливой рыночной стоимости (Fair Market Value, FMV):

- Гипотетические заинтересованные продавец и покупатель
- Разумная осведомленность сторон
- Отсутствие принуждения к сделке
- Переход собственности - на конкретную дату
- Денежное выражение стоимости
- Транзакционные издержки не учитываются

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Доходный подход

Доходный подход позволяет определить:

- Стоимость бизнеса, или стоимость вложенного капитала (market value of invested capital)
- Стоимость собственного капитала (market value of equity)
- База стоимости – 100% контроль и неполный контроль (зависит от денежных потоков, учитываемых при оценке экономических выгод)
 - Контрольная, ликвидная (control marketable)
 - Миноритарная, ликвидная (minority marketable)

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Доходный подход

Стоимость бизнеса равна сумме всех будущих экономических выгод (или потерь) в текущей денежной оценке, которые возникнут от владения.

Приведение экономических выгод к текущей дате может осуществляться путем:

- Капитализации
- Дисконтирования

Доходный подход

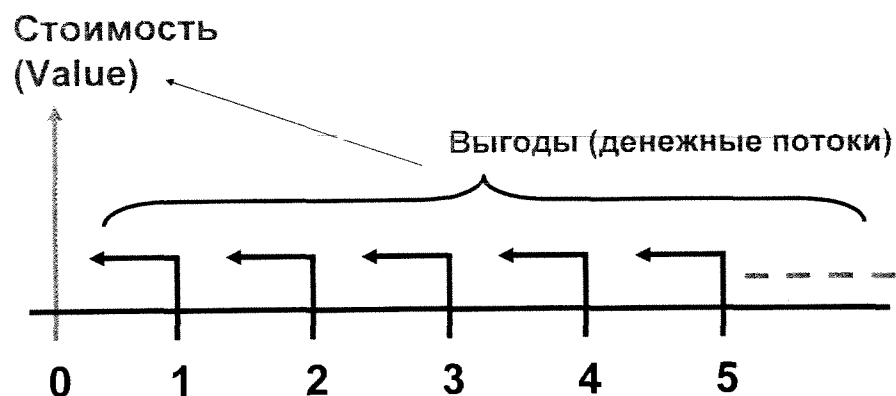
Капитализация – модель трансформации потоков экономических выгод **ОДНОГО** периода времени в **СТОИМОСТЬ**.

Применяется в случае стабильных потоков, когда приобретение компании или доли в ней не предполагает никакой перестройки

- Дисконтирование - модель трансформации потоков экономических выгод **РАЗНЫХ** периодов времени в **СТОИМОСТЬ**.

Применяется в случае нестабильных потоков, когда предполагается перестройка компании после приобретения

Капитализация бесконечных денежных потоков



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Приведение потоков к текущей дате

Бесконечные постоянные потоки экономических выгод (перпетуитеты) приводятся к настоящему времени по формуле:

$$\text{Value} = \text{Benefit} / k$$

Value – стоимость;

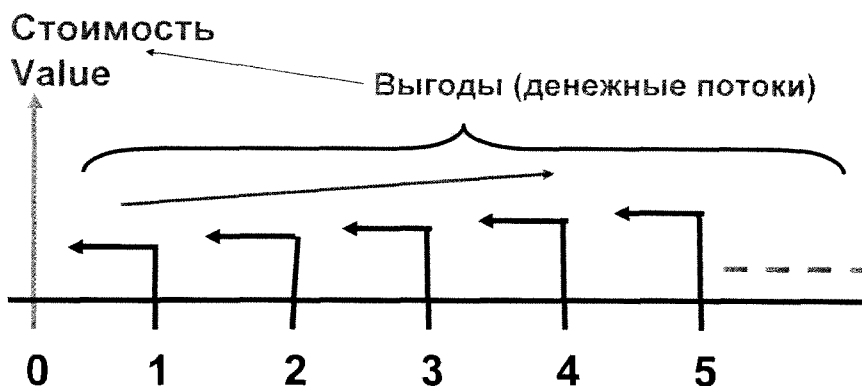
$$\text{Стоимость} = \text{Выгоды} / k$$

Benefit – выгода;

k – коэффициент капитализации;

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Капитализация бесконечно растущих денежных потоков



g – темп роста потоков выгод, например, $5\% = 0.05$

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Приведение потоков к текущей дате

Приведение потоков экономических выгод к текущей дате

2. Бесконечно растущие денежные потоки приводятся к настоящему времени по формуле:

$$\text{Стоимость (Value)} = (\text{Benefit}) * (1+g) / (r - g)$$

r – коэффициент дисконтирования;

g (growth) – темп роста потоков выгод;

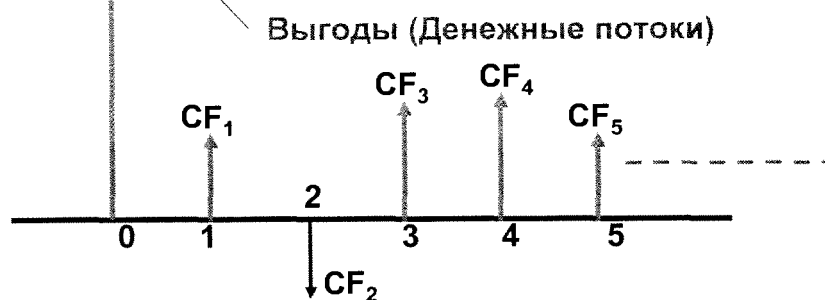
$K = (r-g)$ – коэффициент капитализации.

Пимечание: *выгоды берутся для последнего года перед моментом оценки*

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Приведение денежных потоков, различных в разные годы

Стоимость
Value



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Приведение потоков к текущей дате

3. Переменные по годам потоки экономических выгод приводятся к настоящему времени по формуле:

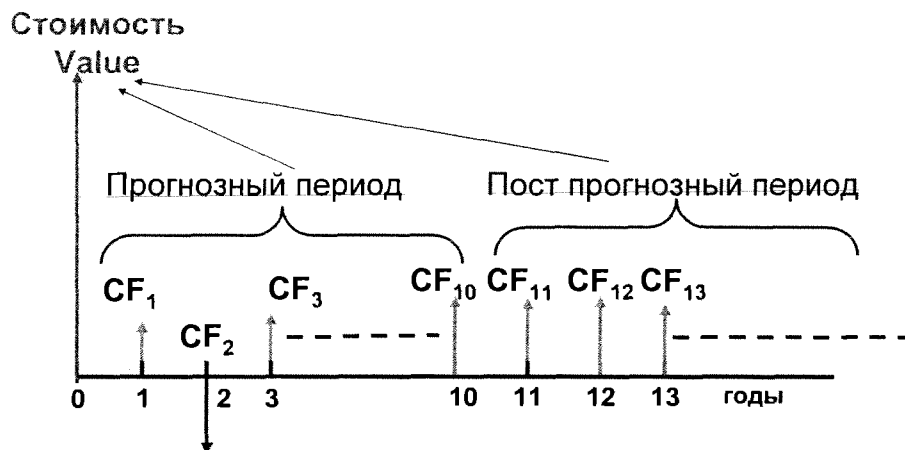
$$\text{Стоимость (Value)} = \sum (\text{Benefit (t)} / (1+r)^t)$$

r – коэффициент дисконтирования;

t – годы будущей работы компании. Предполагается, что компания будет работать бесконечно долго

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

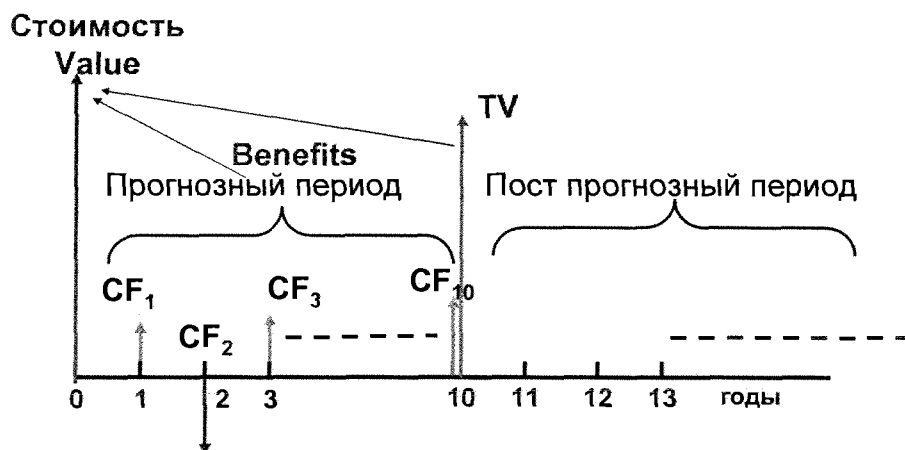
Часто прогноз разбивается на два участка



В пост прогнозном периоде перестройка заканчивается, и денежные потоки становятся постоянными или постоянно растущими

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Стоимость пост прогнозного периода



Все денежные потоки пост прогнозного периода заменяются одной суммой – конечной (остаточной) стоимостью TV (Terminal Value)

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Приведение потоков к текущей дате

4. Поскольку достаточно проблематично прогнозировать потоки выгод «на бесконечность», то делается прогноз за определенный период времени, а потоки за его пределами «заменяются» величиной «остаточной стоимости» (Terminal Value-TV), которая позиционируется на последний год прогнозного периода и приводится к текущему моменту вместе с денежным потоком последнего года:

$$\text{Стоимость (Value)} = \sum (\text{Benefit}(t) / (1+r)^t + \text{TV} / (1+r)^T$$

r - коэффициент дисконтирования;

TV -Terminal value – потоки экономических выгод за пределами периода прогнозирования;

t – периоды времени;

T – последний год периода прогнозирования.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Коэффициенты приведения

Коэффициент дисконтирования (r) – применяется для конвертации потоков экономических выгод будущих периодов времени в стоимость.

Дисконтирование подразумевает наличие следующих переменных:

- Потоков выгод (по годам периода)
- Коэффициента дисконтирования, r

Коэффициент дисконтирования $r = \text{function}(\text{риск})$

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Коэффициенты приведения

Коэффициент капитализации $k = (r-g)$ - применяется для конвертации (капитализации) экономических выгод одного периода времени в оценку стоимости.

Капитализация подразумевает наличие следующих переменных:

- Потоков выгод (одного периода)
- Коэффициента капитализации, k
- Коэффициент капитализации $k = \text{function}$ (риск - r , рост - g)

Доходный подход

Достоинства подхода

- В полной мере соответствует теории «стоимости», ценности
- Учитывает вклад нематериальных активов

Недостатки подхода:

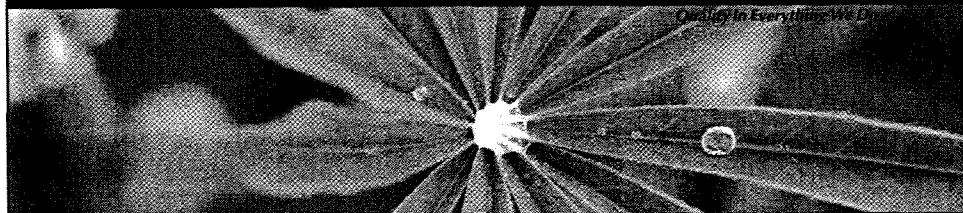
- Трудности с определением коэффициентов приведения
- Трудности с прогнозированием потоков выгод
- «Публике» кажется наиболее субъективным

«Доходный подход»

Потоки экономических выгод

 **ERNST & YOUNG**

Quality In Everything We Do



Потоки выгод

Под потоками экономических выгод понимаются потоки денежных средств, поступающие в распоряжение:

- Владельцев всего вложенного (Invested) капитала (акционеров и кредиторов) - IC CF
- Собственников компании (акционеров) - Equity CF
- Отличия касаются как величины потоков выгод, так и ставок дисконтирования, используемых для конвертации потоков в стоимость собственного (Equity) и вложенного (Invested) капитала.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Потоки экономически выгод – Equity Basis
Revenue - Доход (выручка)
Less COGS - Минус себестоимость реализации
Gross Margin - Валовая прибыль
Less OPEX - Минус операционные расходы
EBITDA - Прибыль до процентов, налога и амортизации
Less DDA (depreciation, amortization, depletion) -Минус амортизация
EBIT - Прибыль до процентов и налога на прибыль
Less Interest – Минус проценты
EBT – Прибыль до налога на прибыль
Less Tax – Минус налог на прибыль
Net Income – Чистая прибыль
Cash Flow Adjustments to Net Income- Корректировки
Plus Non-cash Charges – Плюс неденежные расходы
Gross Cash Flow – Валовый поток ДС
+/- Changes in Working Capital +/- Изменение операционного капитала
Less CAPEX - Минус Капитальные затраты
Gross Equity Cash Flow – Валовый поток ДС к акционерам
+/- Changes in Financial Debt +/- Изменения фин обязательств
Less Dividends to Preferred Stock - Минус дивиденды на привил акции
Net Equity Cash Flow – Чистый денежный поток к акционерам

Потоки экономических выгод – Invested Capital Basis
Revenue - Доход (выручка)
Less COGS - Минус себестоимость реализации
Gross Margin - Валовая прибыль
Less OPEX - Минус операционные расходы
EBITDA - Прибыль до процентов, налога и амортизации
Less DDA (depreciation, amortization, depletion) -Минус амортизация
EBIT - Прибыль до процентов и налога на прибыль
Less Taxes on EBIT- Минус налог на прибыль от EBIT
NOPAT – Net operating Profit After Tax- Чистая операционная прибыль за вычетом налога на прибыль
Cash Flow Adjustments to NOPAT – Корректировки
Plus Non-cash Charges - Плюс неденежные расходы
Gross Invested Capital Cash Flow - Валовый поток ДС
+/- Changes in Working Capital +/- Изменение операционного капитала
Less CAPEX - Минус Капитальные затраты
Net Invested Capital Cash Flow – Чистый поток ДС к владельцам вложенного капитала

Пример: Потоки экономических выгод

	Прибыль	Equity	INVESTED CAPITAL (IC)
	ЕВИТDA	4 000	4 000
минус	Амортизация	(1 000)	(1 000)
	ЕВИТ	3 000	3 000
минус	Проценты	(500)	n/a
	Прибыль до налога	2 500	3 000
минус	Налог на прибыль @ 24%	(600)	(720)
	Чистая прибыль после налога	1 900	2 280
Денежные потоки			
плюс	Неденежные расходы	1 000	1 000
	Валовый поток ДС	2 900	3 280
минус	Изменения WC	(500)	(500)
минус	Капитальные затраты	(2 000)	(2 000)
минус	Погашение кредитов	(200)	n/a
плюс	Привлечение кредитов	50	n/a
	Чистый денежный поток	250	780
n/a = not applicable – не применяется			

Ставки дисконтирования

Ставки дисконтирования, используемые для конвертации потоков в стоимость:

- Equity CF дисконтируется с использованием ставки дисконтирования R_e , определяемой на основе CAPM (Capital Assets Pricing Model), build-up model, или других
- IC CF дисконтируется с использованием средневзвешенной стоимости капитала WACC (Weighted Average Cost of Capital)

Нормализация потоков выгод

Потоки экономических выгод, участвующие в расчете стоимости, должны быть «нормализованы», исходя из следующих соображений:

- Капитализируемый поток выгод должен представлять результаты стабильных операций с учетом темпов роста, отражающих будущее.
- Объективность оценки предполагает, что оценка производится для гипотетического инвестора, заинтересованного в «финансовом доходе»
- При оценке стоимости собственного капитала «нормализация» потоков зависит от степени контроля

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Выполните задание



Задание 3

Рассчитайте потоки экономических выгод, взяв за основу «нормализованную отчетность», полученную в Задании 1.

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Потоки выгод

Потоки экономических выгод, участвующие в расчете стоимости зависят от типа бизнеса:

Капиталоемкий бизнес (с большой долей амортизации в расходах)
– потоки денежных средств ДС

Бизнес в сфере услуг – чистая прибыль

Циклический бизнес – по усредненным за период потокам ДС (историческим, ретроспективным)

Растущий (падающий) бизнес – по «последним» денежным потокам с учетом темпов роста

Бизнес с большой долей «неоперационных потоков» - по скорректированным денежным потокам, отражающим «суть» оцениваемого бизнеса

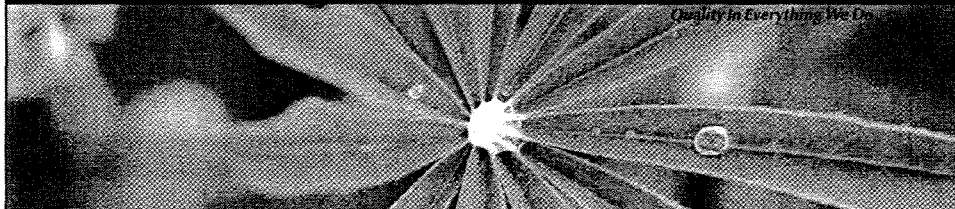
ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Академия бизнеса
«Эрнст энд Янг»

«Доходный подход»

Коэффициенты приведения

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do



Ставки приведения

Ставки приведения, используемые для конвертации потоков в стоимость:

- Equity CF дисконтируется с использованием ставки дисконтирования R_e , определяемой на основе CAPM (Capital Assets Pricing Model), build-up model, или других
- IC CF дисконтируется с использованием средневзвешенной стоимости капитала WACC (Weighted Average Cost of Capital)

Ставки приведения

Ставка приведения – требуемый уровень доходности, используемый для приведения суммы денежных средств полученных или выплаченных в будущем к текущему (настоящему) моменту времени.

Особенности:

- Зависит от требований конкретного инвестора
- Используется для оценки будущего, однако, определяется на основе исторических данных (на практике)

Ставки приведения

Ставки приведения могут называться:

Rate of return

Required rate of return

Cost of equity

Cost of capital

Alternative cost of capital

Weighted average cost of capital

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Влияние уровня риска

Чем выше риск, тем выше требуемая доходность, тем выше ставка приведения (дисконтирования и капитализации) – положительная корреляция

Чем выше риск, тем ниже приведенная стоимость – отрицательная корреляция

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Влияние уровня риска

Риск, как правило, ассоциируется с вероятностью достижения определенного результата:

Пример 1: продавец мороженого на Урале рассчитывает на доходность инвестиций 15%. Летом – 17%, зимой – 10%.

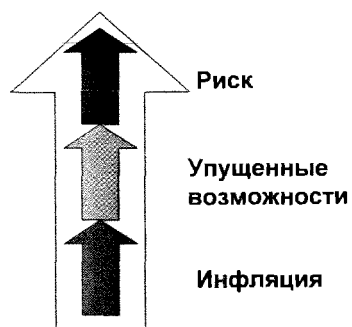
Пример 2: продавец туристических путевок в Египте в среднем также получает 15% доходность, однако, в определенные периоды времени она колеблется от 30% до (-50%).

Ставки приведения

- Определяются рынком
- Зависят от времени
- Учитывают уровень инфляции
- Учитывают как «рыночный риск», так и «специфический»
- Основаны на альтернативной доходности инвестиций
- Различаются в зависимости от типа денежных потоков

Ставка дисконтирования

Ставка дисконтирования должна отражать временную стоимость денег, складывающуюся из трех основных факторов:



Инфляция определяется макроэкономическими процессами

Упущенные возможности – это процентная ставка по альтернативным вложениям (среднерыночная доходность) без учета инфляции

Риск – складывается из риска страны, отрасли и данного проекта. Премия за риск определяется экспертами по аналогии с похожими проектами

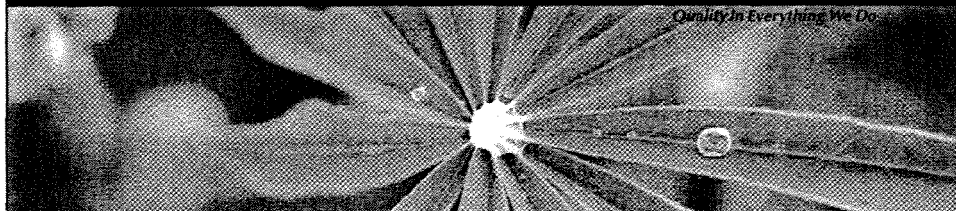
ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Академия бизнеса
«Эрнст энд Янг»

Build-up-Method

Коэффициенты приведения «Доходный подход»

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do



Equity Discount Rates – Build-up Method

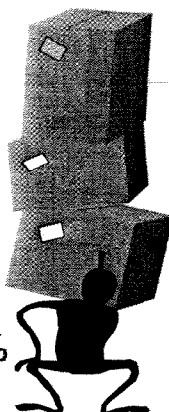
$$Re = Rf + ERP + SRP$$

1. $Rf = 5\%$

2. $ERP = 7\%$

3. $SRP = 6\%$

$Re = 18\%$



Используемые обозначения:

Rf – безрисковая ставка (на дату оценки)

ERP – премия за риск вложений в акции (риск акционеров),

SRP – премия за специфический риск,

Re – цена (риск, доходность) собственного капитала

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

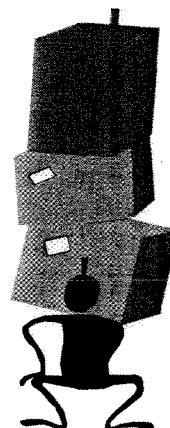
Ставки приведения потоков к владельцам собственного капитала – Equity Discount Rates – Build-up Method

Элементы модели:

1. Risk Free Rate of Return (Rf) – требуемый уровень доходности безрискового вложения

Текущая доходность «безрисковых» ценных бумаг, «стоимость денег», «базовая ставка».

Rf



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

RFR – безрисковая ставка приведения

Rf_t – безрисковая ставка (на дату оценки)

Теоретически – доходность самых краткосрочных
долговых государственных ценных бумаг

Практически – следует учесть горизонт
«долгосрочности» периода оценки и
ориентироваться на долгосрочные
государственные облигации

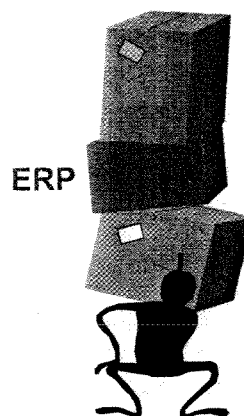
Обычно – 20 летние облигации

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Equity Discount Rates – Build-up Method

2. Equity Risk Premium (ERP) –
премия за риск владельцам
собственного капитала:

Дополнительная доходность по
сравнению с доходностью
безрискового вложения, ожидаемая
собственниками за дополнительный
риск инвестиций в акции.



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

ERP – премия за риск вложений в акции

ERP – премия за риск акционеров

Теоретически – это ОЖИДАЕМОЕ значение:

$$ERP = E(R_m) - R_f$$

$E(R_m)$ – ожидаемая (expected) доходность рынка ценных бумаг

R_f – ожидаемая безрисковая доходность

ERP – премия за риск вложений в акции

ERP – премия за риск акционеров

Ожидаемая ERP – прогнозируется специализированными компаниями на основе их аналитических исследований и методик.

- Достоинства: ожидания – как раз то, что мы хотим в будущем
- Недостатки: сложность определения и большой разброс в оценках

ERP – премия за риск вложений в акции

ERP – премия за риск акционеров

Практически – рассчитывается по **ИСТОРИЧЕСКИМ** данным:

$$ERP = R_m - R_{f_2}$$

R_m – фактическая историческая доходность рынка ценных бумаг (среднее значение данных за максимально продолжительный период времени)

R_{f_2} – фактическая историческая доходность долгосрочных правительственных облигаций (среднее значение данных за максимально продолжительный период времени, равный периоду расчета R_m)

ERP – премия за риск вложений в акции

Историческая (эмпирическая) ERP

- Достоинства: можно рассчитать
- Недостатки: ориентирована на прошлое

ERP – премия за риск вложений акции

ERP – премия за риск акционеров

Источник информации – Ibbotson Associates' Stock, Bonds, Bills and Inflation Yearbook (SBBI) Valuation Edition

- Достоинства: данные охватывает период времени от 1926 года.
- Методика: ERP рассчитывается как разница между среднеарифметическими значениями суммарной (total) доходности акций (R_m) и купонной (income-only) доходностью государственных (США) облигаций (R_{f2}).

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

ERP – премия за риск вложений в акции

R_m = Среднеарифметическое значение суммарной (total) доходности акций

Основа SBBI: Индекс S&P 500

- Для сравнения приводятся также данные по NYSE Composite Index (deciles 1,2)
- Расхождение данных: S&P на 0,74% выше, чем NYSE (1,2)
- SBBI также «разбивает» доходность на два компонента: дивидендная и капитальная (рост стоимости акций)

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

ERP – премия за риск вложений в акции

Rf_2 = Историческая доходность государственных облигаций по S&P

- Статистика по долгосрочным (20 лет), среднесрочным (5 лет) облигациям и краткосрочным (30 дней) векселям
- Суммарная доходность облигаций состоит из трех компонентов:
 - Процентная, купонная доходность
 - Доходность, обусловленная изменением рыночных цен на облигации
 - Реинвестиционная доходность, связанная с возможностью реинвестировать полученный доход в аналогичную облигацию

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

ERP – премия за риск вложений в акции

Причины, по которым используется ТОЛЬКО купонная доходность в качестве измерителя Rf_2 (по мнению Ibbotson):

Рыночные цены и возможность реинвестиций в аналогичные бумаги подвержены риску изменения курсовых стоимостей облигаций, а следовательно, не могут приниматься во внимание для определения Rf_2 .

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

ERP – премия за риск вложений в акции

ERP – премия за риск акционеров

Результаты расчетов Ibbotson:

Суммарная доходность S&P500 (1926-2003) = R_m = 12,41%

(Минус) Купонная доходность гос облигаций = R_{f_2} = (5,23%)

Премия за риск акционерам $ERP = R_m - R_{f_2} = 7,18\%$

Поправка (по результатам ряда исследований): (-1,25%)

Итого $EPR = 5,93\%$ (на практике от 4% до 7%)

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

ERP – премия за риск вложений в акции

ERP – альтернативные исследования

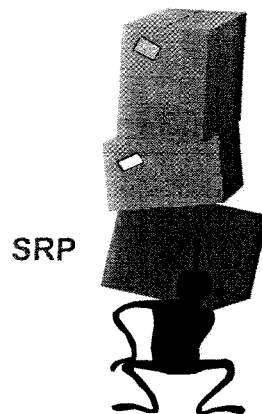
1. Robert Arnott & Peter Bernstein – 4,5%
2. Fama & French Study – 2,9 ... 4,5%
3. Ibbotson & Peng Chen Study – 5,9%
4. Bradford Cornell Study – 5,5%
5. Jeremy Siegel Study – 4,0%
6. Merrill Lynch – 4,6%
7. Опросы 500 профессоров экономики США – 3,6%
8. Опросы 500 CFO – 3,6...4,7%

Выводы: аналитики пришли к выводу о том, что ожидаемая премия за риск в будущем *меньше исторической* премии за риск, рассчитанной по данным с 1926 г по н.в. (7%).

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Equity Discount Rates – Build-up Method

3. **Specific Risk Premium (SRP)** – дополнительная премия за особые риски инвестирования (сверх ERP).



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

SRP – премия за специфические риски

SRP – премия за специфические риски

Влияющие факторы:

- **Размер компании**
- **Риски отрасли**
- **Специфические риски компании**

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Размер компании

SRP – премия за специфические риски

Влияющие факторы:

- Размер компании (премия 5%...9%)

Исследования показывают, что доходность в малых компаниях, как правило, выше, чем в крупных.

Разброс (стандартное отклонение) также выше.

Риск выше.

Рассчитывается как разница в доходности акций крупных и мелких компаний

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Размер компании

SRP – премия за специфические риски

Премия за малый размер компании

Основа – методика Roger Grabowski & David King
(www.lbbolton.com).

ERP рассчитывается по 25 «портфелям» акций, в которых размер компании «меряется» по 8 показателям (капитализация, балансовый СК, средний размер прибыли за 5 лет, рыночная стоимость вложенного капитала, балансовая стоимость вложенного капитала, средняя за 5 лет EBITDA, выручка, число сотрудников).

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Премия за специфические риски

SRP – премия за специфические риски

Специфические риски компании

Грабовский и Кинг выявили три основных фактора, формирующих «риск компании»:

- Размер операционной прибыли (чем меньше, тем больше риск)
- Коэффициент вариации операционной прибыли (разброс значений) – чем выше, тем выше риск
- Коэффициент вариации ROE - чем выше, тем выше риск

Премия за специфические риски

SRP – премия за специфические риски

Отраслевые риски и риски компании

1. Бизнес-риск

- Географическая диверсификация
- Уровень менеджмента
- Продуктовая диверсификация
- Клиентская база
- Поставщики
- Уровень конкуренции
- Размер и устойчивость прибылей

Премия за специфические риски

SRP – премия за специфические риски

Отраслевые риски и риски компании

2. Финансовые риски

- Финансовый рычаг (доля заемного капитала)
- Коэффициент покрытия процентов
- Коэффициент покрытия краткосрочных обязательств
- Устойчивость и качество взаимоотношений с банками

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Equity Discount Rates – Build-up Method

$$Re = Rf_1 + ERP + SRP = Rf_1 + (Rm - Rf_2) + SRP$$

Используемые обозначения:

Rf_1 – безрисковая ставка (полная доходность на дату оценки)

ERP – премия за риск акционеров = $Rm - Rf_2$

SRP – премия за специфический риск

Rm – рыночный уровень риска (историческая, суммарная доходность акций с 1926 г по н.в.)

Rf_2 – безрисковая ставка (купонная доходность, историческая с 1926 г по н.в.)

Re – цена (риск, доходность) собственного капитала

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Equity Discount Rates – Build-up Method

Re - Сфера применения:

- Ставка дисконтирования применяется к «after tax equity net cash flow» - чистому потоку денежных средств владельцев собственного капитала
- Ставка используется для оценки как контрольных, так и миноритарных стоимостей капитала.
- Различия в оценках стоимости должно отражаться не в ставке дисконтирования, а в величине самих потоков

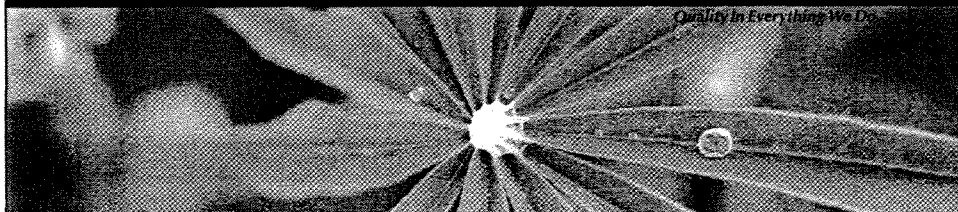
ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Академия бизнеса
«Эрнст энд Янг»

CAPM Method

Коэффициенты приведения «Доходный подход»

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do



Теоретические основы CAPM Method

CAPM – Capital Assets Pricing Model – модель ценообразования капитальных активов (акций).

Модель предполагает, что требуемую доходность вложений в конкретную акцию можно определить, сравнивая риск вложений в данную акцию с риском вложений в диверсифицированный портфель акций.

Сравнение осуществляется через коэффициенты систематического риска (beta) и несистематического (alpha) риска:

$$R_e = R_f + \text{beta} * ERP + \text{alpha}$$

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Теоретические основы CAPM Method

Историческая справка:

Впервые подход CAPM опубликован в статье William Sharp "Capital Asset Prices" A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", Journal of Finance, 1964.

Работы остальных исследователей – «подготовительного характера», развитие концепции...

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Equity Discount Rates – CAPM Method

Основа модели CAPM:

Теория портфельных инвестиций. Цель – определение дополнительного риска, который связан с включением в диверсифицированный портфель индивидуальной акции.

Модель основана «строго» на теории «эффективного рынка»

Модель не была предназначена для оценки R_e . Ее «адаптировали» для данной цели.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Теоретические основы CAPM Method

Предположения, лежащие в основе CAPM:

1. Инвесторы принимают решения с учетом риска.
2. Рациональные инвесторы формируют диверсифицированные портфели.
3. Длительность периода инвестирования идентична для всех инвесторов.
4. У всех инвесторов одинаковые ожидания относительно доходности.
5. Налоги и транзакционные расходы отсутствуют.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Теоретические основы CAPM Method

Предположения, лежащие в основе CAPM:

6. beta отражает взаимосвязь между риском (доходностью) акции конкретной компании и рынком акций в целом.
7. Проценты по предоставленным займам равны процентам по полученным займам.
8. Рынок – совершенный и ликвидный.

Теоретические основы CAPM Method

Предположения не всегда соответствуют действительности:

1. Рынок нерационален и ожидания инвесторов разнятся.
2. Многие инвесторы не формируют диверсифицированных портфелей.
3. Существуют налоги и транзакционные расходы.
4. Затраты по займам не равны доходам от займов.
5. Beta не всегда является индикатором доходности и риска.

Теоретические основы CAPM Method

Предположения не всегда соответствуют действительности:

6. Периоды инвестирования - разные.
7. Уравнение CAPM – «теоретическое», оно не было предназначено для расчета доходности ОДНОЙ акции.

Вывод: если Вам кажется, что модель CAPM – неприменима, то не надо ей пользоваться.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Equity Discount Rates – CAPM Method

Виды рисков в модели CAPM:

1. Диверсифицируемый риск (α): риск, связанный с отдельными специфическими событиями в жизни компаний: забастовки, неудачи при запуске новых продуктов, увольнение ключевых менеджеров и т.п.

Этот риск также называют несистематическим, поскольку его можно избежать, объединяя инвестиции в диверсифицированный портфель..

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

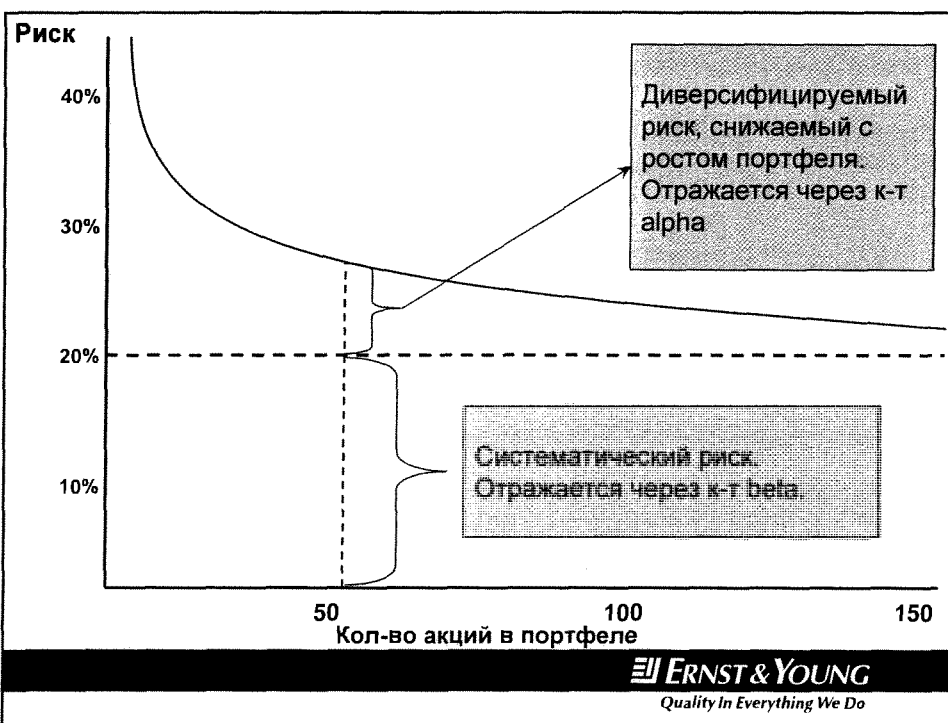
Equity Discount Rates – CAPM Method

Виды рисков в модели CAPM:

2. Недиверсифицируемый риск (β): риск, связанный с негативными событиями, оказывающими влияние на все компании: войны, дефолты, рецессия...

Этот риск также называют систематическим, поскольку его невозможно избежать, объединяя инвестиции в диверсифицированный портфель..

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do



Equity Discount Rates – CAPM Method

CAPM – модель, показывающая взаимосвязь между риском отдельной акции, находящейся в составе диверсифицированного портфеля (β), и ее доходностью.

Коэффициент β рассчитывается методами регрессионного анализа на основе корреляции между доходностью индивидуальной акции (актива) и доходностью рынка (S&P 500).

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Коэффициент Beta

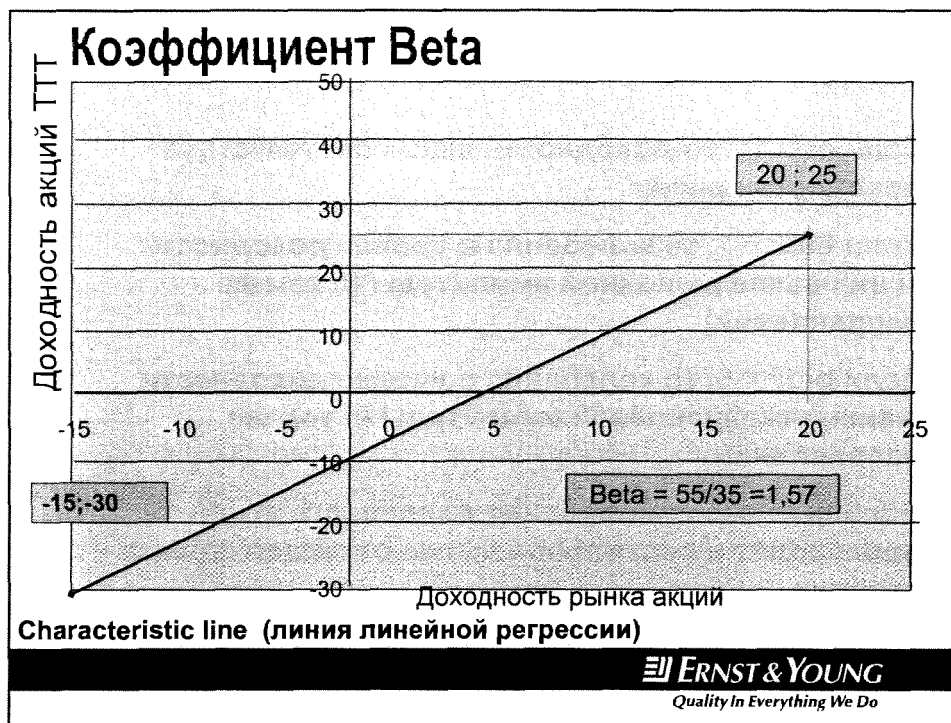
Пример:

	год 1	год 2	разброс
Доходность акции «ТТТ»	(- 30%)	25%	55%
Рыночная доходность	(- 15%)	20%	35%

$\text{Бета} = 55\% / 35\% = 1,57$

На практике β рассчитывается по данным, полученным за несколько лет на основе еженедельных (или ежемесячных) данных.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do



Коэффициент Beta

Если $\beta = 1$, то доходность акции соответствует доходности рынка

Если $\beta > 1$, то колебания в уровне доходности акций выше рыночной амплитуды (в том же направлении)

Если $\beta < 1$, то колебания в уровне доходности акций ниже рыночной амплитуды (в том же направлении)

Если $\beta < 0$, то колебания доходности акций происходят в противоположную от общего тренда сторону

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Теория – CAPM Method

Требуемая доходность собственного капитала на основе модели CAPM (Capital Assets Pricing Model)

$$R_e = R_f + \beta * (R_M - R_f)$$

R_e – требуемый уровень доходности собственного капитала

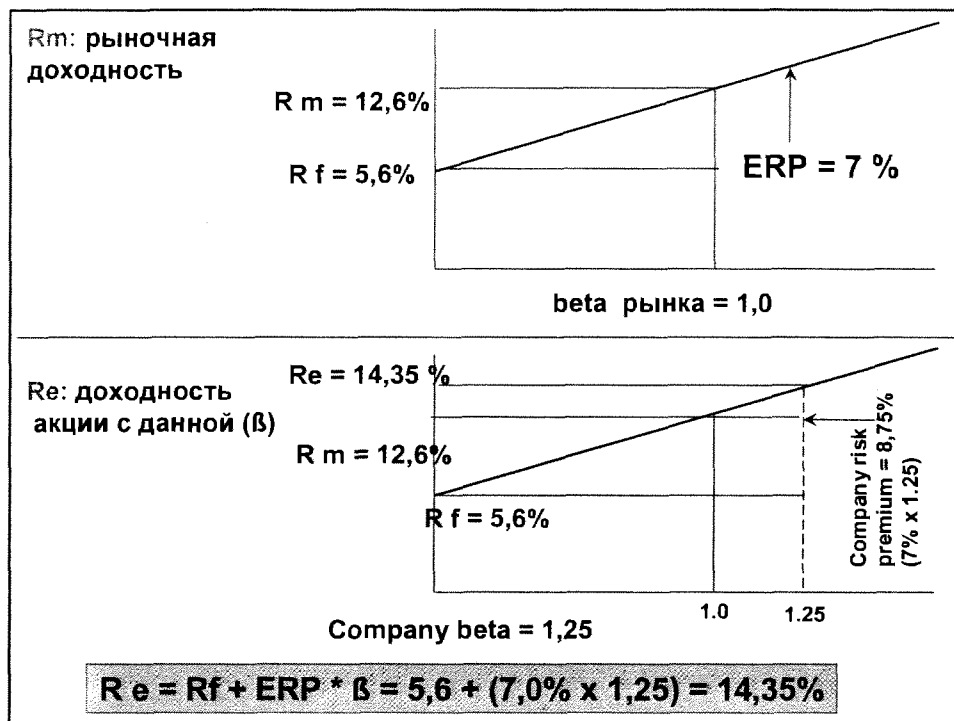
R_f – безрисковый уровень доходности

β – коэффициент, характеризующий систематический риск

R_M – ожидаемая доходность рынка

$ERP = (R_M - R_f)$ – премия за риск инвестиций в акции по сравнению с безрисковым вложением

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do



Практика – модифицированный CAPM Method

$$Re = R_{f1} + beta * (R_M - R_{f2}) + alpha$$

R_{f1} – полная доходность (yeild) 20-летних облигаций на дату оценки («свежая»)

$beta$ – коэффициент, характеризующий систематический риск

R_M – ожидаемая доходность рынка в целом (S&P 500)

R_{f2} – среднеарифметическая % доходность (income-only) 20-летних облигаций, рассчитанная на основе статистики с 1926 по последний год («историческая»)

$alpha$ - коэффициент, характеризующий несистематический риск. Определяется оценщиком.

Коэффициент Beta - отраслевой

В практической деятельности оценщики используют отраслевое значение beta, рассчитываемое по группе соответствующих компаний:

- 1. Формируется группа компаний-аналогов**
- 2. Определяются beta по каждой компании**
- 3. Находится среднее значение (средневзвешенное по капитализации, среднеарифметическое, медианное).**

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Коэффициент Beta

Источники информации:

Standard & Poor's stock reports – по всем акциям США, котируемым в течение последних пяти лет.

Основа расчетов – на конец месяца по данным за последние 60 месяцев (5 лет).

Разовые колебания не сглаживаются.

Расчеты производятся относительно S&P 500.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Коэффициент Beta

Источники информации:

Value line – NYSE Composite Series

- Основа расчетов – на конец каждой недели по данным за последние 60 месяцев (5 лет).
- Разовые колебания не сглаживаются.
- Расчеты производятся относительно NYSE

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Коэффициент Beta

Media General Financial Services – по 7000 акциям Industry Scope

Основа расчетов – ежемесячно, по данным на конец 36 месяцев.

Расчеты производятся относительно S&P 500

Ibbotson's Beta Book – по акциям S&P – 500, ежемесячно, по данным за 5 лет. Обновляется каждые 6 мес. Данные по компаниям и отраслям.

New York University's Stern School of Management - данные по компаниям и отраслям.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Некоторые примеры beta:

Ibbotson Associates'
Beta Book, 2005

СОК	Отрасль	β
10	Металлодобывающая промышленность	0.32
13	Добыча нефти и газа	0.71
15	Жилищное строительство	0.89
20	Продукты питания и сопутствующие товары	0.2
21	Табачные изделия	0.73
26	Бумага и сопутствующие товары	0.41
28	Химическая продукция	0.6
29	Переработка нефти и смежные отрасли	0.54
33	Первичная металлопереработка	1.99
35	Компьютерное оборудование	1.85
36	Электроника и другое оборудование	2.21

 **ERNST & YOUNG**

Quality In Everything We Do

37	Транспортное оборудование	0.68
40	Железнодорожный транспорт	0.57
45	Авиационный транспорт	0.98
48	Телекоммуникация	1.24
49	Снабжение электроэнергией, газом и коммунальные службы	0.39
54	Продовольственные магазины	0.68
56	Магазины одежды и сопутствующих товаров	1.31
58	Рестораны и закусочные	0.56
59	Розничная торговля	0.97
65	Недвижимость	0.86
70	Отели, пансионы и аренда помещений	1.11
73	Деловые услуги	1.72
78	Кинематография	2.05
80	Здравоохранение	0.08

Коэффициент Beta и финансовый рычаг

Коэффициент Beta зависит от структуры финансирования компании: чем выше доля заемного капитала, тем выше риск, тем выше Beta.

Пример:

- Beta отрасли (компании – аналога): $\beta_a = 1,2$;
- Характерная структура капитала в отрасли (компании-аналога), финансовый рычаг, или левередж: $D_a / E_{q_a} = 30\%/70\%$;
- Ставка налогообложения в отрасли (у компании – аналога) : $\text{tax}_a = 38\%$;

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Коэффициент Beta и финансовый рычаг

Пример:

- Структура капитала оцениваемой компании: $D_i / E_{q_i} = 60\%/40\%$.
- Ставка налогообложения оцениваемой компании : $\text{tax}_i = 24\%$

Требуется пересчитать Beta отрасли (компании – аналога) в Beta оцениваемой компании

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Коэффициент Beta и финансовый рычаг

Решение:

1. Конвертируем Beta компании-аналога в "unlevered" Beta (β_u) по формуле:

$$\beta_u = \beta_a / (1 + D_a/Eq_a * (1 - \text{tax}_a\%)) =$$
$$= 1,2 / (1 + (30/70) * (1 - 38\%)) = 0,948$$

Данный показатель характеризует величину Beta при нулевом значении заемного капитала и аналогичной ставке налогообложения.

Коэффициент Beta и финансовый рычаг

Решение:

2. Конвертируем "unlevered" Beta (β_u) в Beta оцениваемой компании "levered" Beta (β_l) по формуле:

$$\beta_l = \beta_u * (1 + D_l/Eq_l * (1 - \text{tax}_l\%)) =$$
$$= 0,948 * (1 + (60/40) * (1 - 24\%)) = 2,029$$

Выполните задание



Задание 4.

Рассчитайте коэффициент beta с учетом финансового рычага компании

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Alpha – премия за особые риски

Alpha – премия за особые риски

Влияющие факторы:

- Размер компании
- Специфические риски компании

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Поправка на прочие риски

Расчет поправки на «размер компании» (Ibbotson)

- 1). Акции компаний разбиваются на 10 децилей в зависимости от капитализации компаний: 1 дециль – св.\$50 млрд, 10b последний – от \$96 до \$55 млн.
- 2). По каждому децилю рассчитывается фактическое превышение месячной доходности акций данного портфеля над доходностью 30-дневных Treasury Bills.
- 3). По каждому децилю рассчитывается теоретическое (на основе CAPM) превышение месячной доходности акций данного портфеля над доходностью 30-дневных Treasury Bills.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Поправка на прочие риски

Для расчета поправки на «размер компании»

- 4). Beta рассчитывалась по каждому портфелю как превышение среднемесячной полной доходности акций над доходностью 30-дневных казначейских векселей к превышению среднемесячной доходности индекса S&P500 по отношению к той же базе. Период с 1926 .
- 5). Безрисковая ставка $Rf_2 = 5,23\%$:
среднеарифметическая купонная доходность 20-летних правительственных облигаций (1926-2005 гг.).
- 6). $EPR = R_m (S\&P-500) - Rf_2 = 12,41 - 5,23 = 7,18$

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Премия «на размер компаний», SBBI

Decile	beta	Факт	Формула CAPM	Size Premium
		Return Above Riskless Rate	Return Above Riskless Rate	
1	0,91	6.01%	6.54%	-0.34%
2	1,04	7.94%	7.44%	0.50%
3	1,1	8.55%	7.88%	0.67%
4	1,13	9.20%	8.09%	1.11%
5	1,16	9.68%	8.32%	1.36%
6	1,18	10.09%	8.50%	1.59%
7	1,23	10.42%	8.85%	1.57%
8	1,28	11.42%	9.16%	2.25%
9	1,34	12.53%	9.63%	2.90%
10a	1,42	14.70%	10.20%	4.50%
10b	1,40	19.85%	10.03%	9.82%

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Поправка на размер компаний

Расчеты показывают, что фактическая доходность каждого дециля отличалась от предполагаемой, рассчитанной по формуле R_e с применением Beta.

Эта разница и является «поправочным коэффициентом», учитывающим риск инвестиций в малый бизнес.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Сфера применения Re (CAPM Method)

$$Re = R_{f1} + \text{beta} * (R_M - R_{f2}) + \text{alpha}$$

Коэффициент Re, рассчитанный на основе модели CAPM, применяется к чистому денежному потоку в адрес владельцев собственного капитала (equity net cash flow).

Если используются другие виды «потоков выгод», то требуется множество поправок.

В этом случае лучше не пользоваться моделью CAPM.

Фактическая доходность собственного капитала

Цена акционерного капитала может определяться не только ожиданиями акционеров, но и фактической доходностью, полученной акционерами в течение года

$$R_e = \frac{\text{Div}}{\text{Price}} + \frac{\Delta \text{Price}}{\text{Price}}$$

↓ ↓
Дивиденды Изменение цены акции

↑ ↑
Цена акции в начале года

Фактическая доходность собственного капитала

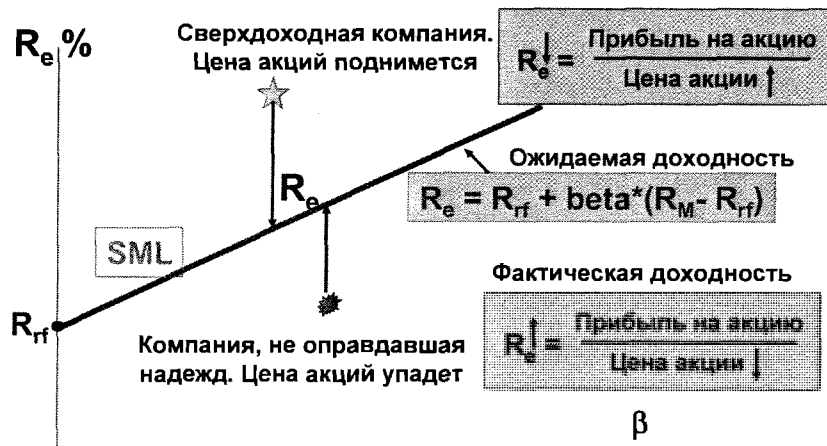
Пример:

Div = 5

Price в начале года = 50, в конце года 54

$$R_e = (5/50) + (54-50)/50 = 18\%$$

Корректировка цены акции по результатам финансового года



WACC

Коэффициенты приведения «Доходный подход»

 **ERNST & YOUNG**

Quality In Everything We Do

Средневзвешенная цена капитала

WACC: Средневзвешенная цена капитала

характеризует средневзвешенную доходность, ожидаемую от всего вложенного в компанию капитала, как собственного, так и заемного.

Показатель зависит от:

- Структуры капитала
- Ставки налогообложения прибыли
- Цены собственного капитала (R_e)
- Цены заемного капитала (R_d)

 **ERNST & YOUNG**

Quality In Everything We Do

Средневзвешенная цена капитала

Weighted Average Cost of Capital:

$$WACC = R_e \frac{E}{D + E} + R_d (1 - T_c) \frac{D}{D + E}$$

E - собственный капитал

D - заемный капитал

Re – требуемая доходность собственного капитала

Rd – требуемая доходность заемного капитала

Tc – ставка налога на прибыль

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Средневзвешенная цена капитала

WACC – ставка дисконтирования

Поток экономических выгод, дисконтированный WACC показывает рыночную стоимость всего вложенного капитала, или БИЗНЕСА.

- В расчетах «вложенного капитала» используются «рыночные» стоимости собственного и заемного капитала (с правой стороны баланса)
- Вложенный капитал (с левой стороны баланса) представляет собой разницу между рыночной стоимостью активов и коммерческой кредиторской задолженностью.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Средневзвешенная цена капитала

Что еще надо принять во внимание:

- Если расчет ведется для оценки миноритарных пакетов, то структура капитала в формуле WACC – характерная для компании.
- Если расчет ведется для оценки контрольных пакетов, то структура капитала в формуле WACC должна быть отраслевой, а не существующей на данный момент в компании.

Аргументы «за»: отраслевая структура оптимизирует стоимости бизнеса, следовательно, покупатель бизнеса к ней придет.

Аргументы «против»: почему покупатель должен тратить деньги и время на то, что не сделал продавец?

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Средневзвешенная цена капитала

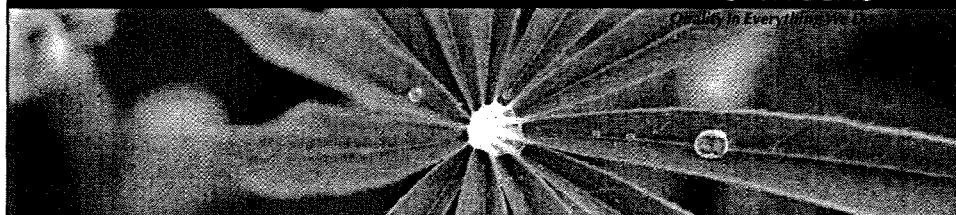
Что еще надо принять во внимание:

- Требуемая доходность заемного капитала (цена) R_d – рыночная величина, а не % ставка по займам компании.
- Показатель R_d – зависит от времени (рынка).
- Поскольку проценты уменьшают налог на прибыль, то ставка R_d должна быть рассчитана с поправкой на «налоговый щит».
- Если доля заемного капитала растет, то и растет и требуемая доходность R_d & R_e .

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Пример расчета «Ренессанс- Капитал» - модель CAPM

 ERNST & YOUNG



Российский WACC – “Ренессанс-Капитал”

$$Re = Rf + \beta \cdot ERP + RERP (CGS)$$

1. В качестве безрисковой ставки ($Rf1=Rf2$) берется среднемесячная доходность Российских 10 – летних Еврооблигаций. На декабрь 2005 = 5,85%. Корректируют в случае отклонений свыше 5% в любую из сторон.
2. Коэффициент β берут как средне отраслевой за долгосрочный период времени. Релевантной Российской статистики по β нет.
3. $ERP = 6\%$
4. $RERP$ - Премию за специфический риск компании назначают в зависимости от Рейтинга корпоративного управления Standard & Poors Corporate Governance Score (CGS S&P), а если информации нет, то пользуются собственными методами оценки CGS.
5. Rd определяют в зависимости от кредитного рейтинга компаний.
6. Финансовый рычаг D/Eq рассчитывают на основании текущей рыночной оценки D & Eq .

Renaissance Capital, Equity Research, Company Handbook, January 2005

Российский WACC, RC, январь 2005

Компания	CGS	RERP	Re	Rd(1-tax%)	WACC
Газпром(local)	6.4	1.7	12.1	4.8	11.0
Лукойл	8.2	0.0	12.0	5.2	11.5
Сибнефть	6.4	1.7	13.7	7.5	13.1
НорНикель	7.9	0.0	11.9	5.6	11.9
МТС	7.4	0.6	13.9	5.9	13.0
Вымпелком	6.8	1.2	14.6	6.7	13.3
Мосэнерго	5.5	2.8	12.9	6.8	12.7
РАО ЕЭС	6.1	1.9	13.0	9.0	12.6
Сбербанк	4.9	3.9	16.7	4.8	15.2

Rf=5.9%; ERP = 6%; RERP – Relative Equity risk Premium;

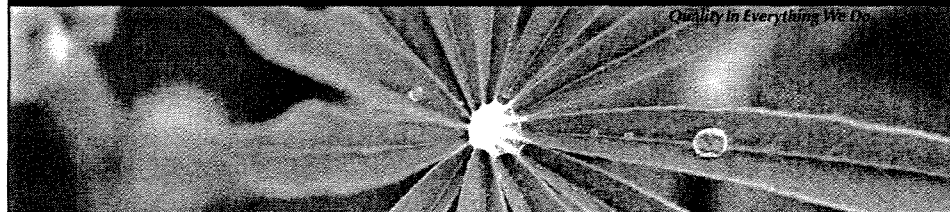
Renaissance Capital, Equity Research, Company Handbook, January 2005

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Академия бизнеса
«Эрнст энд Янг»

Примеры расчета «Объединенная финансовая группа (UFG)» – модель APT

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do



Альтернативные теории

Критика CAPM:

Eugene Fama & Kenneth French в 1992 г выразили сомнение в том, что beta способна «предсказывать» доходность. Они показали, что на доходность оказывает влияние 1) размер компании 2) коэффициент book-to-market.

Теория арбитражного ценообразования (Arbitrage pricing theory) – принципиально другая модель, в которой риск и доходность определяются совокупностью самых различных факторов, а не только beta.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Модель APT - компания "UFG"

1. В качестве безрисковой ставки ($Rf1=Rf2$) принимают = 5% - доходность к погашению (YTM) 30-летних Treasury Bills USA .
2. Российскую специфику учитывают, добавляя премию за «страновой риск», которую рассчитывают как разницу между (YTM Russia,30 – YTM TB USA,30) = 2,5%
3. ERP рассчитывается по модели APT (Теории арбитражного ценообразования).
4. Премию за специфический риск компании рассчитывают на основании собственной модели оценки риска.
5. $Re = ROE_{req} = Rf + \text{Country risk premium} + ERP$ (Цены на сырье, обменный курс, налоги, процентные ставки) + CGRP (Потеря стоимости, дивидендный риск) + Liquidity Risk (риск недостаточной ликвидности акций)

По данным компании «UFG», К. Гренвиль «Russia: Equity Strategy», октябрь 2004 г, cgranville@ufg.com

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Доходность российских облигаций

	Ср. погаш.	YTM	Купон	Кол-во, \$ mm
Россия 05	2005	3%	8,75%	2 969
Минфин 6	2006	4,27%	3%	1 750
Россия 07	2007	4,78%	10%	2 400
Минфин 8	2007	5,05%	3%	1 322
Минфин 5	2008	5,89%	3%	1 837
Россия 10	2010	5,27%	8,25%	2 836
Минфин 7	2011	6,84%	3%	1 750
Россия 18	2018	7,31%	11%	3 467
Россия 28	2028	7,77%	12,75%	2 500
Россия 30	2030	7,21%	5%	20 372

Премия за «страновой риск» рассчитывают как разницу между (YTM Russia,30 – YTM TB USA,30) = 2,5%

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Премия за риск – модель “UFG”

1. Премия за риск инвестиций в акционерный капитал : Standard equity risk premium (ERP) рассчитывается на основе оценки чувствительности денежных потоков компании к изменению следующих четырех факторов:

- Цены на сырье (нефть, газ, металл)
- Обменный курс
- Процентные ставки
- Эффективная ставка налогообложения

По данным компании «UFG», К. Гренвилль «Russia: Equity Strategy», октябрь 2004 г, cgranville@ufg.com

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Премия за риск: Standard Equity Risk Premium (ERP)

Компания	ERP	Налог	Цены на сырье	Обмен. курс	Проц. ставка	Целевая D/E
Рынок	4%	1%	1%	1%	1%	
Сибнефть	4%	1%	1%	1%	1%	9%
Татнефть	5,50%	1,50%	1,50%	1%	1,50%	44%
Башнефть	4,80%	1,30%	1,60%	1%	0,80%	0%
Газпром	5,10%	1%	1,20%	1%	1,90%	32%
Транснефть	3,80%	0,80%	0%	2%	1%	5%
МТС	3,90%	1,60%	0%	0%	2,20%	10%
Юж. Телеком	7,70%	1,70%	0%	3,50%	2,60%	99%
ВБД	5,80%	1,60%	0%	2%	2,20%	41%
Калина	3,80%	1,50%	0%	0,10%	2,20%	8%

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Премия за риск корпоративного управления

2. Премия за риск корпоративного управления : Corporate Governance Risk Premium (CGRP) включает в себя два фактора:

- Риск потери стоимости (Value Transfer Risk) – потенциальные потери, которые несут акционеры благодаря действиям держателей контрольного портфеля
- Дивидендный риск (Dividend Risk) – эффективность дивидендной политики

По данным компании «UFG», К. Гренвиль «Russia: Equity Strategy», октябрь 2004 г, cgranville@ufg.com

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Cor Gov Risk Premium: Value transfer risk			
Показатель	Баллы	Вес	Пример
Раскрытие информации		10%	
US GAAP/IAS квартал	0		Юкос, Лукойл, Газпром, МТС, Вымпелком, Балтика, ВЕД
US GAAP/IAS полугодие	1		Сибнефть, Татнефть, Нор ник, Автоваз
US GAAP/IAS год	2		РАО ЕЭС, Мосэнерго, Ростелеком, МГТС, Аэрофлот
RAS, консолидированная	8		Сургут, Костр ГРЭС, УАЗ
RAS, неконсолид.	10		Башнефть
Информация о связанных сторонах		5%	
Достаточная	0		Лукойл, Юкос, все телекомы, РАО ЕЭС, розница
Отсутствует	5		Сургут, Башнефть, Транснефть, Аэрофлот, Автоваз
Прозрачность владения		12%	
Прозрачно	0		Газпром, МТС, Вымпелком, Нор никель
Скрыто	12		Сургут, Башнефть
 Quality In Everything We Do			

Cor Gov Risk Premium: Value transfer risk			
Показатель	Баллы	Вес	Пример
Операционная отчетность		3%	
Отличная	0		
Отсутствует	3		Башнефть, ГАЗ
Доля мажоритариев		10%	
менее 45%	5		Лукойл
45%-75%	0		Юкос, Сургут, Нор никель, МТС, Вымпелком
более 75%	10		Сибнефть, Ростелеком, Аэрофлот, Автоваз
Независимые директора в...		15%	
большинстве	0		Юкос, Лукойл, МТС, Вымпелком
меньшинстве	5		Газпром, фикс. Телеком
отсутствуют	15		Сургут, Татнефть, Башнефть, РАО ЕЭС, Северсталь, Автоваз
Операции со связанными сторонами		45%	Юкос

Cor Gov Risk Premium: Dividend risk premium

	Лукойл	Газпром	РАО ЕЭС	МТС	Нор Ник
Дивиденды в 2003, \$mm	665	543	68	225	301
FCF ic, \$mm	2414	827	418	-10	1920
Факт к-т див.выплат	28%	66%	16%	-2188%	16%
Прогнозир.выплаты	100%	100%	5%	100%	28%
Премия за дивидендный риск	0,10%	0,20%	1,50%	0%	0,80%

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Премия за риск (не)ликвидности

3. Премия за риск (не)ликвидности акционерного капитала: Liquidity Risk Premium (LqRP)

	Годовой оборот	bid/ask спрд	Объем/Рын кап	Премия за риск (не) ликвидности
Абсолютно ликвидные акции	более \$ 5000 mm			0,10%
Ликвидные акции		1%	1	0,10%
Относительно ликвидные	от \$ 5000 mm до \$ 50 mm	3%	0,5	0,50%
Относительно неликвидные		5%	0,15	3%
Абсолютно неликвидные	менее \$ 50 mm			5%

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Премия за риск (не)ликвидности

	Объем (V), \$ mm	M Cap, \$mm	V/Mcap	Bid/ask spread	Liq risk
Лукойл	8387	8693	0,96	1%	0,10%
Сибнефть	33673	25710	1,31	1,60%	1,60%
Газпром, АДР	5	812	0,01	5,40%	0,10%
Газпром, внутр.рынок	6339	70098	0,09	0,70%	0,10%
РАО ЕЭС	150	5556	0,03	1%	0%
МТС	6322	4240	1,49	1,60%	0%
Вымпелком	17377	14451	1,20	0%	0%
Нор никель	106	883	0,12	3,60%	0,30%
Балтика	7485	13439	0,56	1%	5%
Сан интербрю	49	1705	0,03	2,70%	5%
ВБД	27	1132	0,02	0%	0,20%
Аэрофлот	459	671	0,68	0%	3,20%
Автоваз	78	1161	0,07	4,10%	0,80%
Сбербанк	299	832	0,36	1,30%	1,10%

 **ERNST & YOUNG**

Quality In Everything We Do

Модель АРТ компании UFG, октябрь 2004

	Rf	Rus risk	ERP	CG	Liq risk	ROE req	ROE f	WACC
Рынок	5	2,5	4,0	0,4	0,2	12,1	12,1	11,8
Лукойл	5	2,5	3,9	0,0	0,1	11,5	11,3	10,8
Сибнефть	5	2,5	4,0	0,3	1,6	13,4	13,8	12,9
Газпром, АДР	5	2,5	5,1	0,3	0,1	13,0	11,3	11,3
Газпром, вн.рынок	5	2,5	5,1	0,3	0,1	13,0	14,3	11,3
РАО ЕЭС	5	2,5	3,4	1,0	0,0	11,8	16,6	11,7
МТС	5	2,5	3,9	0,0	0,0	11,4	13,1	11,6
Вымпелком	5	2,5	4,2	0,0	0,0	11,8	13,3	11,5
Нор никель	5	2,5	3,8	0,4	0,3	12,0	10,3	11,7
Балтика	5	2,5	3,9	0,1	5,0	16,5	18,7	15,9
Сан Интербрю	5	2,5	4,1	0,0	5,0	16,6	15,2	14,9
ВБД	5	2,5	5,8	0,1	0,2	13,6	14,9	11,8
Аэрофлот	5	2,5	7,2	0,4	3,2	18,3	23,9	12,9
Автоваз	5	2,5	8,6	0,5	0,8	17,4	18,3	12,5
Сбербанк	5	2,5	4,0	0,4	1,1	13,0	13,5	12,9

 **ERNST & YOUNG**

Quality In Everything We Do

Выполните задание



Задание 5.

Рассчитайте ставки
дисконтирования

Re: CAPM & Build-up

WACC: CAPM & Build-up

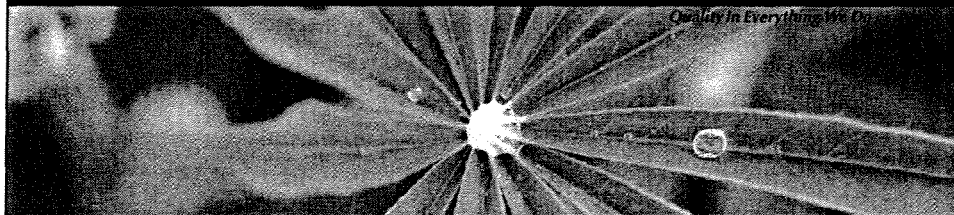
 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Академия бизнеса
«Эрнст энд Янг»

Метод капитализации ПОТОКОВ ВЫГОД

«Доходный подход»

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do



Классификация методов оценки



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Оценка стоимости методом капитализации

Капитализация – трансформация выгод в стоимость.

• Ставка капитализации – делитель, с помощью которого потоки трансформируются в стоимость.

$$\text{FMV} = \text{Benefits} / \text{Capitalization rate}$$

$$\begin{aligned} \text{Справедливая рыночная стоимость} &= \\ &= \text{Выгоды} / \text{Ставка капитализации} \end{aligned}$$

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Оценка стоимости методом капитализации

$$\text{Value}_0 = \text{Benefit}_0(1+g)/(r - g) = \text{Benefit}_1/(r - g)$$

- Value_0 – стоимость (бизнеса, собственного капитала) на дату оценки
- Benefit_1 – поток выгод, для периода, следующего за датой оценки.
- r – ставка дисконтирования, соответствующая потоку выгод;
- g – долговременный темп роста потоков выгод
- $k = r - g$ – ставка капитализации

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Выполните задание

Пример:

$g = 3\%$

$Re = 20\%$

$\text{Benefit equity}(0) = 500$

Рассчитайте справедливую рыночную стоимость собственного капитала компании

$\text{FMV (Equity)} = ?$

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Ответ

Пример:

$$g = 3\%$$

$$Re = 20\%$$

$$\text{Benefit (след года)} = 500 \cdot (1 + 3\%) = 515$$

$$\text{FMV (Equity)} =$$

$$= 515 / (20 - 3)\% = 3\,029,4$$

Оценка стоимости методом капитализации

- Ставка капитализации должна соответствовать потоку выгод - чем ближе он к «чистому денежному потоку к владельцам СК», тем ниже ставка капитализации.
- Ставка капитализации может быть рассчитана как разница между WACC (или Re) и темпом роста:
$$K_e = Re - g$$
$$K_{ic} = WACC - g$$
- Темп роста не должен превышать уровень инфляции + темп роста населения.

Оценка стоимости методом капитализации

- Ставка капитализации (K_e) может быть рассчитана на основе рыночных мультипликаторов:

$$PE = 1 / K_e$$

Отсюда:

$$K_e = 1 / PE$$

PE – price to earnings ratio – коэффициент, показывающий во сколько раз цена на акции превышает прибыль, приходящуюся на акцию, или, во сколько раз рыночная стоимость собственного капитала компании выше притока выгод, получаемых акционерами в виде чистой прибыли.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Выполните задание



Задание 6.

Рассчитайте рыночную стоимость собственного капитала методом капитализации потоков выгод:

- 1) к СК
- 2) к ВК.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Метод дисконтирования денежных потоков DCF- Discounted Cash Flow Доходный подход»

ERNST & YOUNG

Quality In Everything We Do

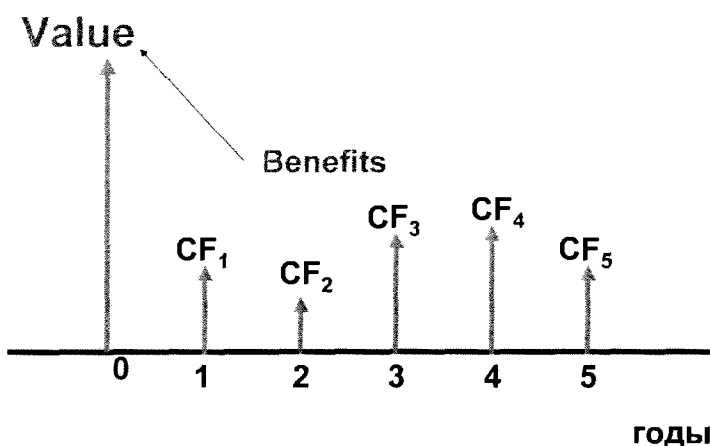
Классификация методов оценки



ERNST & YOUNG

Quality In Everything We Do

Метод дисконтирования денежных потоков (DCF)



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Метод дисконтирования денежных потоков (DCF)

Переменные по годам потоки экономических выгод приводятся к настоящему времени по формуле:

$$\text{Стоимость (Value)} = \sum (\text{Benefit (t)} / (1 + r)^t)$$

r – коэффициент дисконтирования; ($r = \text{WACC}$ или $r = \text{Re}$)

t – периоды времени

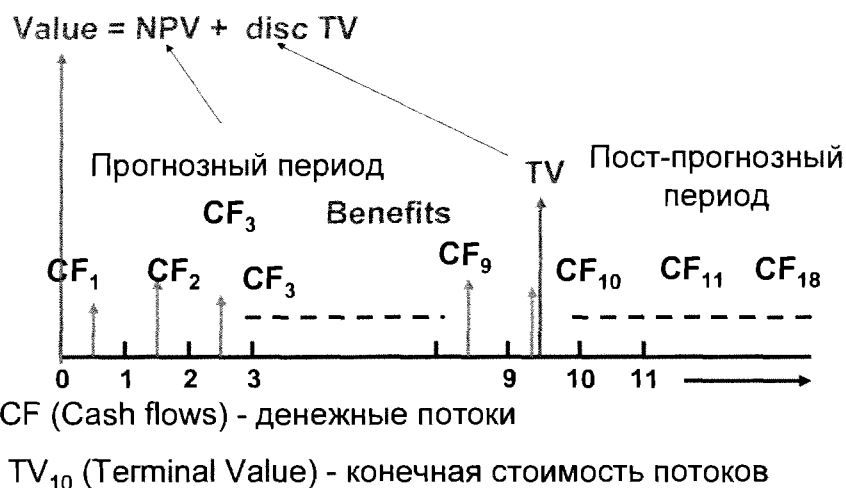
Стоимость вложенного капитала : $MVIC = \sum CF_{ic} / (1 + \text{WACC})$

Стоимость собственного капитала: $Eq V = \sum CF_{eq} / (1 + \text{Re})$

Сумма CF : от года, следующего от даты оценки до бесконечности. Поскольку прогноз CF до бесконечности невозможен, то поступают следующим образом ...

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Приведение потоков к текущей дате



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Приведение потоков к текущей дате

Потоки за его пределами периода «заменяются» величиной «остаточной стоимости» (Terminal Value-TV), которая приводится к текущему моменту времени также, как и переменные потоки в пределах периода:

$$\text{Value} = \sum (CF(t) / (1+r)^t) + TV / (1+r)^T = \text{NPV} + \text{disc TV}$$

r- коэффициент дисконтирования;

TV = Terminal value – потоки экономических выгод за пределами периода прогнозирования;

t – периоды времени;

Σ – сумма до конца периода прогнозирования T;

T – последний год периода прогнозирования.

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Модель DCF

Рассматриваемые вопросы

1. Последовательность выполнения расчетов
2. Продолжительность периода прогнозирования?
3. Что следует учесть при прогнозировании величины денежных потоков?
4. Сроки поступления денежных потоков?
5. Как рассчитать остаточную стоимость TV?

Последовательность расчетов

1. Прогноз денежных потоков на соответствующий период времени (до года T) – $CF(t)$.
2. Приведите к текущему моменту времени (дате оценки) каждый денежный поток. Просуммируйте и рассчитайте величину $NPV = \sum CF(t) / (1+r)^t$.
3. Определите последний денежный поток и темп роста потоков за пределами периода прогнозирования – $CF(T)$, g.
4. Рассчитайте остаточную стоимость (Terminal Value) по модели капитализации, приведя потоки к последнему году периода прогнозирования (году T) – $TV = CF(T)(1+g) / (r-g)$.
5. Приведите TV к текущей дате = $disc TV = TV / (1+r)^T$.
6. Сложите с суммой приведенных денежных потоков периода прогнозирования для расчета стоимости (Value = $NPV + disc TV$)

Продолжительность периода прогнозирования

1. Период должен охватывать время выхода компании на прибыльную деятельность (от убытков).
2. Период должен охватывать время выхода компании на типичный для отрасли показатель нормы прибыли (от высокой прибыли).
3. Время выхода на полную загрузку производственных мощностей.
4. Время, когда слияние/поглощение даст видимые результаты.
5. В пределах периода темп роста может быть выше ставки дисконтирования, за пределами – нет: $(r - g > 0)$.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Прогнозирование денежных потоков

1. Учесть степень концентрации клиентов: один большой, много мелких?
2. Сезонность бизнеса?
3. Цикличность бизнеса?
4. Наличие устойчивых конкурентных преимуществ?
5. Доступность сырья, энергии, трудовых ресурсов?
6. Подверженность продукции устареванию?
7. Структура затрат компании: VC&FC?
8. Насколько учтены мнения оптимистических/пессимистических инвесторов?

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Срок поступления денежных потоков

Традиционно считалось, что денежные потоки «поступают к концу года»:

$$PV = FV / (1 + r)^t \quad (1)$$

Современный подход – с середины года:

$$PV = FV / (1 + r)^{t-0,5} \quad (2)$$

На практике: если бизнес компании сезонный, и денежные потоки поступают к концу года, то считаем по формуле (1), если – нет, то по формуле (2).

Остаточная стоимость: TV

Остаточная стоимость (TV):

- стоимость бизнеса за пределами периода прогнозирования рассчитывается на основе принципа «going concern»;
- при условии стабилизации денежных потоков применяем формулу перпетуитетов (т.е. модель капитализации);
- следует использовать приведение «от середины периода»

Остаточная стоимость: TV

Остаточная стоимость (TV):

Обычно рассчитывается с помощью модели капитализации денежного потока последнего года (T) периода прогнозирования:

$$TV = CF(T) * (1+g) / (r - g)$$

Приводится к дате оценки (с середины периода):

$$PV(TV) = TV / (1 + r)^{T-0,5}$$

Остаточная стоимость: TV

Остаточная стоимость (TV) – альтернативные подходы

- Остаточная стоимость = сумме вырученных средств от реализации активов. Проблема: какова будет рыночная стоимость активов?
- Рассчитывается на основе рыночных мультипликаторов, обычно EBIT, EBITDA. Проблема: мультипликатор невозможно определить на будущий период.

Остаточная стоимость: TV

Остаточная стоимость (TV) – альтернативные подходы

- Рассчитывается как $NOPAT_{(T+1)} / \text{industry WACC}$, поскольку считается, что конкуренция выравнивает доходность компаний до среднего уровня (industry WACC).
- Стоимость будет завышена, если потребность в капитальных вложениях компании выше, чем размер амортизации.

Практические советы – метод DCF

- При использовании прогнозных данных, предоставленных оцениваемой компанией, «загляните в прошлое»...
- Обсудите с менеджерами компании все предположения, используемые при подготовке прогнозов.
- Оцените чувствительность Value к изменению ряда факторов: темпы роста продаж, нормы прибыли, потребность в WC, потребность в капитальных вложениях, темпы роста (g), WACC, Re. Варьируйте факторы (+/- 10%).

Выполните задание



Задание 7.

Рассчитайте рыночную стоимость бизнеса (вложенного капитала) и рыночную стоимость собственного капитала методом дисконтирования чистых денежных потоков.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Часть 6.

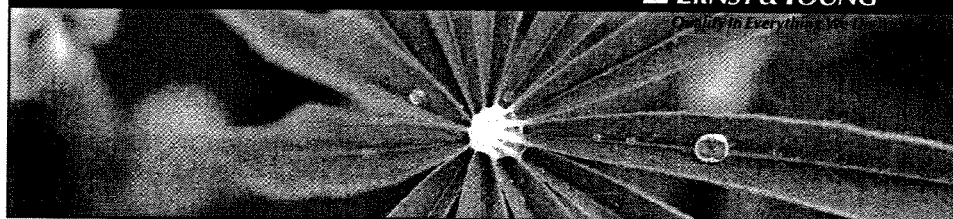
«Рыночный подход»

Метод рыночных мультипликаторов

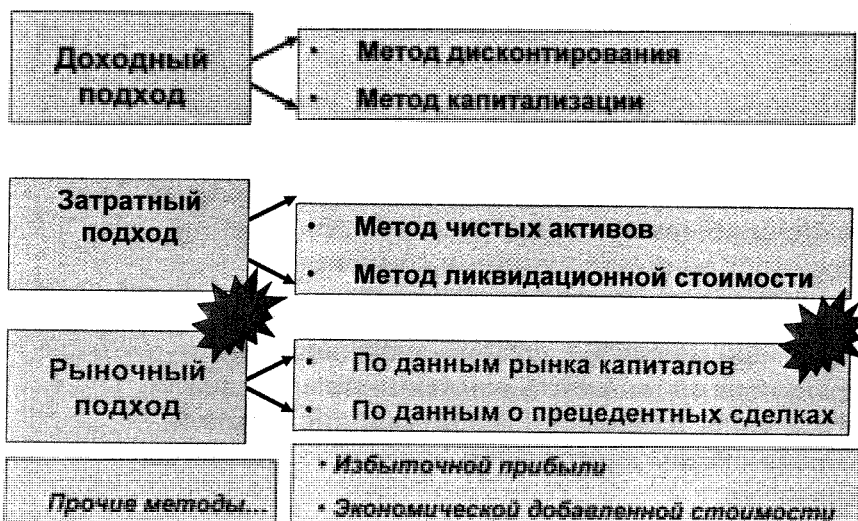
Market Approach

Академия бизнеса
«Эрнст энд Янг»

ERNST & YOUNG



Классификация методов оценки



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Рыночный подход

Метод основан на том, что стоимость компании находится в зависимости от некоторых ключевых финансовых и нефинансовых показателей, характеризующих ее деятельность

Например, если одна компания имеет объем реализации в два раза больше, чем другая, то и стоит она должна в два раза больше, так как будут приносить примерно в два раза большие денежные потоки своим инвесторам

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Рыночный подход = сравнение с сопоставимыми компаниями

Основная идея: стоимость компании напрямую зависит от масштабов ее деятельности

Масштаб деятельности задается объемом продаж, чистой прибылью, операционной прибылью, производственными активами компании, количеством клиентов/покупателей ...

Показатель масштаба деятельности напрямую определяет способность компании генерировать потоки денег в будущем. Например, для связной компании таким показателем является количество абонентов.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Рыночный подход

Стоимость оцениваемой компании определяется на основе стоимости аналогичного бизнеса

- Акцентирует внимание на том, сколько сегодня «рынок» готов заплатить за данный бизнес
- Широко применяется на практике
- Наименее «академичный» из всех подходов
- Вызывает наибольшее доверие у публики

Рыночный подход

Основные методы в рамках данного подхода

1. Метод рынка капитала – определяется мультипликатор, связывающий стоимость акций компании-аналога с одним из ее финансовых или операционных показателей (например, PE).
2. Метод прецедентных сделок – позволяет установить связь между ценой сделки по компании-аналогу и одним из ее финансовых или операционным показателем.

Рыночный подход

Метод рынка капитала позволяет определить:

- Стоимость бизнеса, или стоимость вложенного капитала (market value of invested capital)
- Стоимость собственного капитала (market value of equity)
- База стоимости – полный/неполный контроль, наличие ликвидности. Степень контроля зависит от типа «потоков выгод», используемых в мультипликаторе
 - Minority marketable
 - Control marketable – начиная с 2005 (!)

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Рыночный подход

Метод анализа сделок позволяет определить:

- Стоимость бизнеса, или стоимость вложенного капитала (market value of invested capital)
- Стоимость собственного капитала (market value of equity)
- База стоимости – 100% контроль, наличие/отсутствие ликвидности акций
 - Control marketable
 - Control non- marketable

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Метод рынка капитала

Последовательность применения метода:

1. Выбрать компании – аналоги.
2. Проанализировать котировки акций компаний-аналогов и рассчитать рыночные мультипликаторы.
Пример: PE (price/earnings ratio) компании-аналога = 8, это означает, что капитализация компании в 8 раз выше чистой прибыли компании-аналога.
3. Определить чистую прибыль анализируемой компании и применить мультипликатор компании-аналога к рыночной стоимости анализируемой компании. Пример: чистая прибыль анализируемой компании NI = 100. Рыночная стоимость собственного капитала (капитализация) = $100 * 8 = 800$.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Мультипликатор PE

P/E можно представить как «срок окупаемости» инвестиций в компанию прибылью, полученной от ее деятельности.

Коэффициент показывает сколько «годовых объемов прибыли» готов заплатить инвестор, покупая акции компании.

Чем выше коэффициент, тем более высокие ожидания связывает акционер с данной компанией.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Виды мультипликаторов

Динамические (стоимость к потоку выгод):

Наиболее часто используемые финансовые коэффициенты основаны на использовании данных отчета о прибылях и убытках:

P/E - отношение стоимости собственного капитала к чистой прибыли

MVIC/EBITDA - отношение стоимости компании к прибыли до выплаты процентов, налогов и амортизации

P/R, **MVIC/Sales** - отношение стоимости компании (собственного капитала) к доходу от реализации (Revenue, Sales)

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Виды мультипликаторов

MVIC/EBIT - отношение стоимости компании к прибыли до выплаты процентов и налогов

MVIC/(Operating Profit) - отношение стоимости компании к операционной прибыли

MVIC/NCF ic - отношение стоимости компании к чистому потоку денежных средств к владельцам вложенного капитала

P/NCF e - отношение стоимости собственного капитала к чистому потоку денежных средств к владельцам собственного капитала

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Виды мультипликаторов

Статические (стоимость к балансовому показателю):

P/(Net Assets) - отношение рыночной стоимости акционерного капитала к балансовой стоимости чистых активов компании

MVIC/(Operating Assets) - отношение рыночной стоимости компании к балансовой стоимости операционных активов компании

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Виды мультипликаторов

Наряду с финансовыми активно используются специальные или так называемые отраслевые мультипликаторы.

В основе этого подхода лежит попытка логически связать стоимость компании и отраслевые показатели в натуральных единицах измерения.

Для успешного применения таких коэффициентов необходимо получить ответ за счет каких именно «реальных» факторов компании генерируют прибыль и потоки денежных средств в данной отрасли.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Виды мультипликаторов

Отраслевые нефинансовые мультипликаторы:

- в предприятиях связи отношение стоимости компании к числу абонентов (как источнику будущих доходов) $MVIC / (\text{Число абонентов})$
- в нефтяной отрасли это отношение стоимости компании к доказанным запасам $MVIC / (\text{доказанные запасы в млрд. бар. у.н.э.})$
- отношение стоимости к объему добычи $MVIC / (\text{годовой объем добычи в млн.т.})$
- в розничной торговле это отношение стоимости компании к площади торговых залов $MVIC / (\text{Площадь в кв.м.})$
- в транспортной отрасли – отношение стоимости к протяженности перевозок $MVIC / (\text{кол-во километров})$

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Трудности в применении метода

1. Сложность в подборе компаний-аналогов.
2. Наличие информации о мультипликаторах компаний-аналогов.
3. Нахождение наиболее адекватных оцениваемому бизнесу мультипликаторов.
4. Корректировки и поправки, которые следует сделать, применяя метод мультипликаторов.

Важно помнить: полных аналогов не бывает.
Каждый бизнес - уникален!

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Последовательность

1. Подготовка финансовой отчетности оцениваемой компании (5 лет).
2. Нормализация отчетности. Выделение неоперационных активов, стоимость которых следует учесть отдельно (см .15).
3. Учесть налоговый эффект нормализации.
4. Составить список компаний-аналогов.
5. Подготовить финансовые отчеты компаний-аналогов.
6. Выполнить нормализацию отчетности компаний-аналогов, применяя те же принципы, что и в п.2 (соблюдать принцип соответствия).

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Последовательность

7. Определить список мультипликаторов, в наибольшей мере отражающих бизнес оцениваемой компании.
8. Выбрать период времени, наиболее адекватно отражающий результаты оцениваемого бизнеса. Как правило, это – последние 12 мес, иногда – средние результаты за ряд периодов, иногда – прогнозные данные на следующий год.
9. Рассчитать мультипликаторы по компаниям-аналогам в соответствии со списком п.7.
10. По каждой из компаний-аналогов выбрать соответствующий мультипликатор.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Последовательность

11. Сделать поправки к выбранным мультипликаторам (вверх или вниз) в соответствии с особенностями оцениваемой компании.
12. Рассчитать стоимость оцениваемой компании с применением выбранных мультипликаторов.
13. Присвоить «весовой коэффициент» каждому из полученных значений.
14. Окинуть взором полученные данные. Применить «здравый смысл».

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Последовательность

15. Добавить к полученному значению ранее «вычеркнутые» неоперационные активы. Или, если вы считаете, что оцениваемая компания работает с дефицитом активов, следует сделать «поправку» в сторону уменьшения стоимости бизнеса на величину потребности в дополнительных активах.
16. Применить скидки и премии в зависимости от наличия ликвидности и контроля.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Подбор компаний-аналогов

Данная процедура является наиболее трудоемкой, занимает много времени, зависит от суждений, предположений и опыта оценщика. Сходных компаний можно и не найти!

1. Составьте список компаний – конкурентов, акции которых котируются, или в отношении которых есть информация по сделкам слияний/поглощений.

- Проведите беседы с менеджерами
- Сделайте подборку публикаций
- Обратитесь к данным аналитических агентств, органов статистики

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Подбор компаний-аналогов

2. Составьте список критериев «аналогичности» бизнеса и сократите список. На что обратить внимание:

- Степень диверсификации бизнеса. Какой процент дохода компании получен за счет данного вида бизнеса? А у компаний – аналогов?
- Насколько сходна продаваемая продукция? Например, оцениваемая компания – часовой магазин, торгующий дешевыми часами, тогда как конкурент торгует дорогими... Оценивая компания ориентируется на «оборот», конкурент – «на маржу».

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Подбор компаний-аналогов

2. Продолжение... На что обратить внимание:

- Стадия жизненного цикла компаний. Запуск? Рост? Зрелость? Спад? Зрелые компании имеют более устойчивую маржу, больше лояльных покупателей...
- Тип рынка на котором работают компании. Промышленный? Потребительский? Аналогами могут быть компании, продающие разные продукты, но работающие на сходных рынках.
- Размер компаний: объемы продаж, прибыли, активов, число работающих, количество торговых точек. Публично-торгуемые компании, конечно, больше по размеру, чем «товарищества», однако, могут быть приняты в качестве аналогов.

Подбор компаний-аналогов

2. Продолжение... На что обратить внимание:

- Географическая диверсификация. Прибыли компаний, работающих в разных географических регионах, менее волатильны.
- Эффективность менеджмента, взаимоотношения с поставщиками, покупателями. Например, у крупной компании маржа выше, поскольку поставщики предоставляют скидки, однако, это не означает, что и мультипликатор будет выше, поскольку не всегда эффективность менеджмента в крупной компании выше, чем в средней (большое количество советников, юристов, консультантов, бюрократия...)
- Структура капитала. Компании, имеющие большую долю СК, могут вытеснять конкурентов за счет снижения цен (т.к. нет FC по %).

Подбор компаний-аналогов

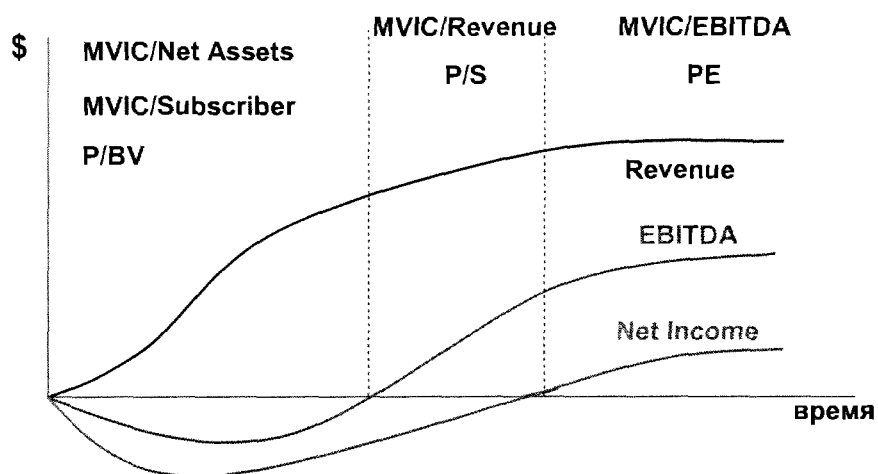
2. Продолжение... На что обратить внимание:

- Проанализируйте тенденции развития бизнеса оцениваемой компании и аналогов. Оцените перспективы роста компаний.
- Способность к выплате дивидендов. Dividends paying capacity.
- Успешность НИОКР компаний в прошлом.
- Взаимоотношения с банками. Кредитная история. Доступность источников финансирования.
- Операционный риск: структура затрат компании.

Подбор компаний-аналогов

3. Сократите список компаний - аналогов, ранжируя их по степени важности критериев «аналогичности». Оставьте в списке только те компании, которые сопоставимы по ключевым параметрам.

Рекомендации по выбору мультипликаторов



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Выбор соответствующих мультипликаторов

Использование коэффициента **P/E** в Российских условиях имеет сложность по следующим причинам:

- отчетность по международным стандартам ведется не на всех предприятиях
- различия в учетной политике при расчете чистой прибыли
- различия в ставках налогообложения (по странам)

Что делать? Перейти к P/EBT, сделав коррекцию на налог, или на мультипликаторы EBIT, EBITDA, Доход.

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Выбор соответствующих мультипликаторов

Отношение **MVIC/EBITDA** свободно от некоторых недостатков, таких, например, как:

- различие в нормах и методах начисляемой амортизации,
- процентов по кредитам, займам и лизингу;
- налогу на прибыль.

Недостаток – **EBITDA** не является показателем, публикуемым в «Отчете о прибылях и убытках», и требует вычисления.

Примечание: некоторые предприятия начали публиковать **EBITDA** в своих годовых финансовых отчетах и расценивают ее как ключевой показатель

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Выбор соответствующих мультипликаторов

Отношение **MVIC/Sales (P/S)**:

- относительно недавно стал использоваться профессиональными оценщиками;
- можно использовать в качестве «проверки на здравый смысл» полученных результатов;
- результаты будут сильно зависеть от структуры финансирования компаний;
- рассматривается как «последний шанс» в поиске соответствующего мультипликатора;
- применяется в случае, когда «покупатель» намерен получать «совсем другую прибыль» от того же дохода в будущем.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

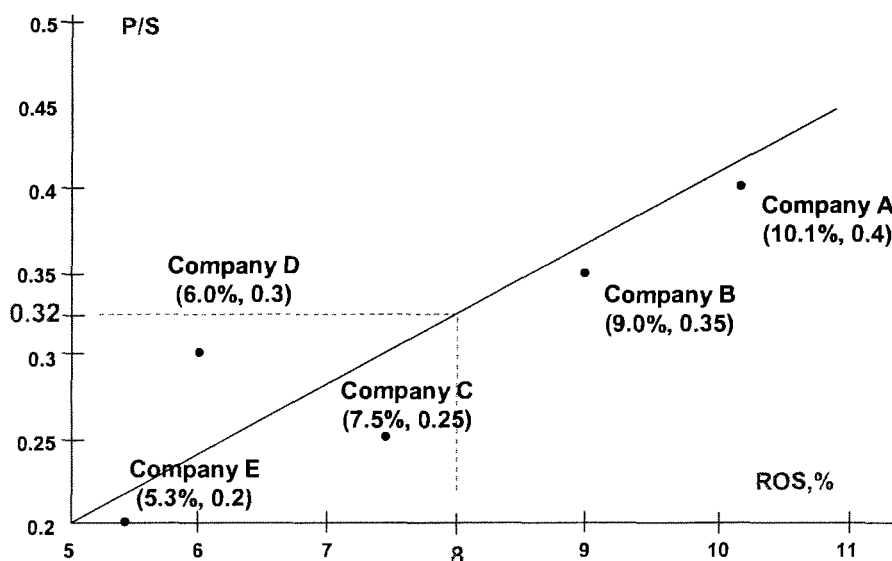
Выбор соответствующих мультипликаторов

Последовательность применения MVIC/Sales (P/S):

- рассчитайте показатели по компаниям-аналогам и оцениваемым бизнесом;
- рассчитайте показатель ROS (return on sales) по компаниям-аналогам, как (чистая) прибыль к выручке.
- постройте график зависимости P/S от ROS по компаниям-аналогам
- рассчитайте ROS по оцениваемой компании и с помощью регрессионного анализа (здравого смысла) оцените возможную величину P/S

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Пример: зависимость между P/S & ROS



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

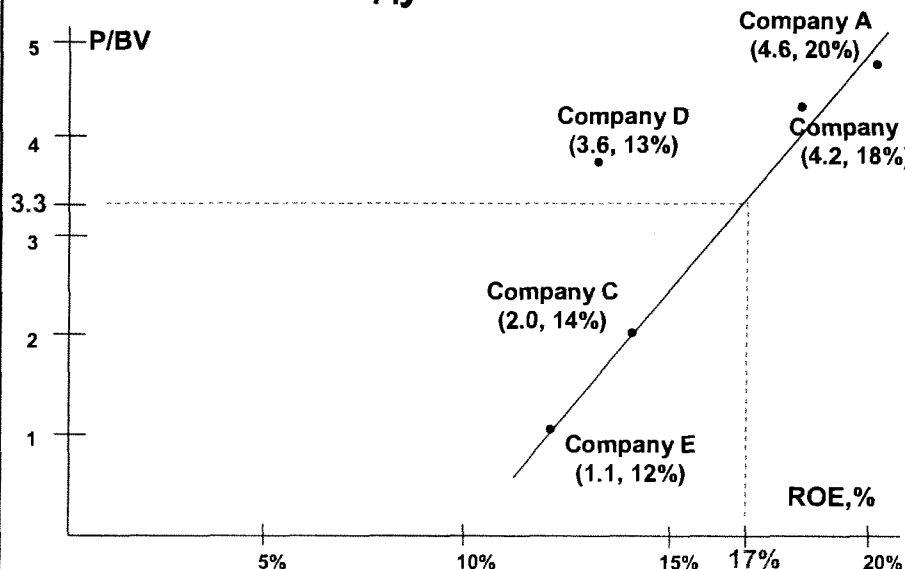
Выбор соответствующих мультипликаторов

Применение MVIC/Book Value (P/BV), или MVIC/Net Assets Value:

- под book value обычно понимается балансовая стоимость материальных чистых активов компании (собственного капитала) или балансовая стоимость вложенного капитала;
- величина book value берется или на дату оценки, или по данным за последний отчетный период;
- обычно не принимаются в расчет нематериальные активы;
- можно применять к финансовым институтам, а также к компаниям, чей бизнес основан на материальных активах

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Зависимость между P/BV & ROE



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Выбор временного диапазона

Возможные варианты:

1. Последние 12 месяцев (LTM – last 12 months) – наиболее часто используется. Данные приближены к дате оценки, однако, не всегда доступны по компаниям-аналогам.
2. Последний финансовый год или отчетный период, пересчитанный на год (LQA – last quarter actualized) – наиболее доступны для анализа, но важно, чтобы дата оценки и дата отчетности не сильно разнились.
3. Прогнозные показатели (Forward) – наилучший вариант, но наиболее сложный и дорогой в применении. Некоторые специализированные агентства публикуют прогнозные значения ряда показателей: доход, прибыль, EBITDA.
4. Усредненные за ряд периодов (Average) – используются в случае, если бизнес достаточно стабилен, тенденции будут продолжены.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Пример: оценка стоимости сети ресторанов

Оцениваемая компания «Венеция»:

Сеть из 15 ресторанов с объемом дохода 34 млн долл в год, прибылью 1,66 млн долл в год.

Перечень критериев выбора компаний-аналогов

1. Компании, специализирующиеся в ресторанном бизнесе, предлагающие услуги для среднего класса.
2. Основная услуга – ужин.
3. Уровень доходов: от 10 до 300 млн долл в год.
4. Положительная операционная прибыль за последний финансовый год.
5. География – США.

Результат: отобраны 4 компании-аналога

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Пример: оценка стоимости сети ресторанов

Компании	Кол-во ресторанов	Доход, млн \$ в год	Доход на 1 точку, млн. \$ в год
Компания "Венеция"	15	34,19	2,28
(оцениваемый бизнес)			
Компания "Гудбай, Америка"	56	111,52	1,99
Компания "Восток"	24	101,66	4,24
Компания "Русский сувенир"	97	250,34	2,58
Компания "Париж"	88	58,59	0,67

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Пример: оценка стоимости сети ресторанов

Примечания:

1. Компания «Русский сувенир» существенно увеличила операционные расходы за последнее полугодие. В результате чего EPS за 12 месяцев сократилась.
2. Компания «Русский сувенир» и «Гудбай, Америка» расширили бизнес благодаря слияниям и поглощениям за последние 2 года. Рост сказался на РЕ за данный период времени.
3. Оцениваемая компания имеет «неоперационные активы» на сумму 15 млн. долл. Возможно, и компании-аналоги также имеют избыточные активы, однако, уточнить данные не представляется возможным. Нормализация выполнена только для оцениваемой компании.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Пример: оценка стоимости сети ресторанов

Дальнейшие действия:

Проведен расчет финансовых показателей по оцениваемой компании и аналогам. Цель – выявить сильные слабые стороны.

Сравнение финансовых показателей		
К-т ликвидности	2,1	Выше среднего
Финансовый рычаг	0,6	Средний
Рентабельность продаж	25%	Выше среднего
Темпы роста	10%	Ниже среднего
Размер компании		Наименьший из оцениваемых

Выводы: Следует применять мультипликаторы на уровне средних значений (чуть выше).

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Пример: оценка стоимости сети ресторанов

Дальнейшие действия: Расчет РЕ по компаниям-аналогам за различные периоды времени...

РЕ	Данные за последние 12 месяцев	Данные за последний финансовый год	Прогноз на ближайший финансовый год	Средние данные за 3 года
Компания "Гудбай, Америка"	12,43	13,27	10,67	25,18
Компания "Восток"	9,12	10,60	n/a	22,80
Компания "Русский сувенир"	24,37	13,71	59,82	19,35
Компания "Париж"	9,76	7,42	n/a	10,31

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Пример: оценка стоимости сети ресторанов

Данные за последние 12 месяцев			
	Цена 1 акции, \$	EPS, \$	PE
Компания "Гудбай, Америка"	9,82	0,79	12,43
Компания "Восток"	4,56	0,5	9,12
Компания "Русский сувенир"	6,58	0,27	24,37
Компания "Париж"	3,71	0,38	9,76
среднее			13,9
медианное			11,1
среднее без "Русского сувенира"			10,4
медианное без "Русского сувенира"			9,8
Мнение консультанта			10

Средние значения должны быть рассчитаны без учета данных по «Русскому сувениру», поскольку его PE за данный период времени в два раза выше, чем тот же показатель, рассчитанный за последние 3 года.

Пример: оценка стоимости сети ресторанов

Данные за последний финансовый год			
	Цена 1 акции, \$	EPS, \$	PE
Компания "Гудбай, Америка"	9,82	0,74	13,27
Компания "Восток"	4,56	0,43	10,60
Компания "Русский сувенир"	6,58	0,48	13,71
Компания "Париж"	3,71	0,5	7,42
среднее			11,3
медианное			12
Мнение консультанта			12

Учитывая, что финансовые коэффициенты оцениваемой компании «средние» или «выше», консультант считает целесообразным принять медианное значение на уровне 12.

Пример: оценка стоимости сети ресторанов

Прогноз на ближайший финансовый год			
	Цена 1 акции, \$	EPS, \$	PE
Компания "Гудбай, Америка"	9,82	0,92	10,67
Компания "Восток"	4,56	na	na
Компания "Русский сувенир"	6,58	0,11	59,82
Компания "Париж"	3,71	na	na
среднее			35,3
медианное			35,3
Мнение консультанта			na

Консультант принимает решение о «нерелевантности» данных: малая выборка, большой разброс.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Пример: оценка стоимости сети ресторанов

Средние данные за 3 года			
	Цена 1 акции, \$	EPS, \$	PE
Компания "Гудбай, Америка"	9,82	0,39	25,18
Компания "Восток"	4,56	0,2	22,80
Компания "Русский сувенир"	6,58	0,34	19,35
Компания "Париж"	3,71	0,36	10,31
среднее			19,4
медианное			21,1
Мнение консультанта			na

Консультант принимает решение о «нерелевантности» данных: две из вышеперечисленных компаний существенно выросли за последние 2 года. Оценивая компания также росла, но сценарии роста существенно отличались.

Пример: оценка стоимости сети ресторанов

Проведен расчет стоимости собственного капитала компании «Венеция» на основе наиболее релевантных мультипликаторов PE.

Метод	Чистая прибыль (скорректированная)	PE	Equity Value
PE по данным за последние 12 мес.	\$1 657 350	10	\$16 574 000
PE по данным за последний финансовый год	\$1 467 264	12	\$17 607 000

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Метод рыночных мультипликаторов

Достоинства метода:

1. Оценка выглядит значимой, поскольку акции компаний аналогов реально торгуются. Акция - деньги...
2. Данные актуальны, в отличие от данных по «сделкам», которые имели место в прошлом
3. Рыночные мультипликаторы настроены на будущее и учитывают ожидания инвесторов.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Метод рыночных мультипликаторов

Недостатки метода:

1. Рыночные цены могут определяться не «фундаментальными» причинами.
2. В России практически отсутствует «представительный» рынок, так как большие пакеты акций находятся в руках отдельных владельцев и не выставляются на продажу.
3. Видение консультанта может не совпадать с видением рынка, например, по Е-бизнесу.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Метод рыночных мультипликаторов

Сравнение Российских компаний с зарубежными аналогами:

1. Большинство экономистов считает, что рынок в России сходен с рынками большинства развивающихся стран Восточной Европы и Латинской Америки.
2. Отраслевые риски достаточно хорошо отражаются в величине мультипликатора.
3. Риск «Российской специфики» следует учесть отдельно, например...

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Российская специфика

Показатели	Дисконт	США	Россия	Премия
Акции крупных компаний, PE	25%	20	15	33%
Доходность по долгосрочным правительственным облигациям	32%	3,80%	5,6%	47%
Ожидаемая доходность акций	36%	8,8%	14%	57%

Примечания: \$1 прибыли по акциям РФ стоит \$15 (PE=15), что на 25% дешевле \$1 прибыли по акциям США (PE=20).

По данным компании «Финансовый хронограф», апрель 2004

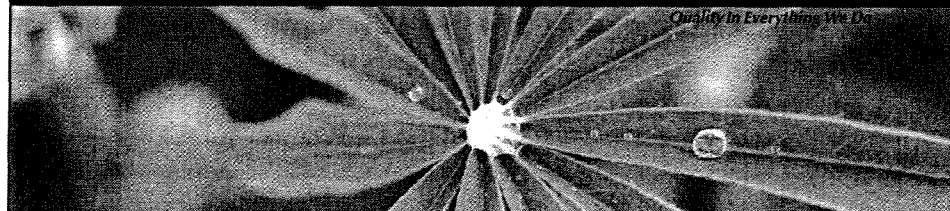
ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Академия бизнеса
«Эрнст энд Янг»

Метод сделок

«Рыночный подход» Market Approach

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do





Метод прецедентных сделок

Данный метод является аналогом метода рынка капитала

Главное отличие заключается в том, что метод сделок основан на использовании информации о заключенных сделках по покупке/продаже компаний-аналогов.

Обычно используются данные за несколько лет

Таким образом, метод сделок позволяет оценить стоимость с учетом контроля, то есть в интересах мажоритарных акционеров.

А метод рынка капитала – без учета премии за контроль, следовательно в интересах миноритарных акционеров.

Метод прецедентных сделок

	Сильные стороны	Уязвимые места
Реальные сделки	Наглядность и демонстрация премии за контроль и синергию	Насколько это применимо к нашей ситуации?
Стабильность данных	Не подлежат пересмотру каждый день	Быстро устаревают
Качество данных	Качественный сигнал, особенно если есть прецеденты по нашим потенц. покупателям	Как правило, очень маленькая и разношерстная выборка Условия сделки (?)

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Причины для слияний и поглощений

1. Увеличение доходов
2. Сокращение затрат
3. Уменьшение налогов и использование налоговых льгот
4. Горизонтальная интеграция (увеличение доли рынка)
5. Вертикальная интеграция
6. Производственная диверсификация
7. Использование патентов и технологий других компаний

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Метод прецедентных сделок

Следует учитывать условия платежей

Пример

Условия сделки: EBITDA = \$20M, Debt = \$50M,

Объявленная цена сделки: Equity = \$100M

Условия оплаты: \$50M - сейчас и по \$10M
каждый год 5 лет

Расчет стоимости бизнеса:

$MVIC = \$50M \text{ (Debt)} + \$50M \text{ (Cash)} + \$10M * (5 \text{ years} @ 10\%) = 138M$

$MVIC/EBITDA = 138M/20M = 7$

*Без учета условия по рассрочке оплаты могло бы
получиться:*

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Выполните задание



Задание 8.

Рассчитайте
рыночную
стоимость
собственного и
вложенного
капитала компании
с применением
рыночного подхода,
метода сделок.

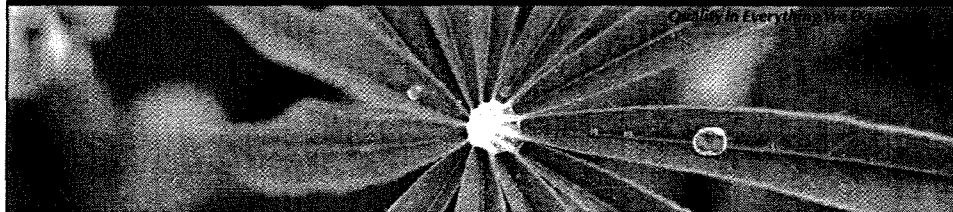
 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Сравнительный подход: практика применения группой оценки бизнеса E&Y

Пример 1: Строительство трубопроводов – метод
рынка капиталов (биржевых котировок)

 **ERNST & YOUNG**

Quality In Everything We Do



Сравнительный подход: основные этапы

- Этап 1 – анализ ключевых характеристик оцениваемой
компании (операционные и финансовые показатели)
- Этап 2 – подбор компаний – аналогов
- Этап 3 – анализ ключевых характеристик аналогов
(операционные и финансовые показатели), сравнение
показателей
- Этап 4 - расчет мультипликаторов. согласование либо
внесение корректировок на различия в деятельности
- Этап 5 – расчет стоимости. Использование премий/ скидок на
контроль и ликвидность

 **ERNST & YOUNG**

Quality In Everything We Do

Этап 1. Анализ оцениваемой компании

Оцениваемая компания: ключевые характеристики

- Строительная организация, генеральный подрядчик;
- Строительство газо- и нефтепроводов ;
- Выручка XXXX г. – 1,3 млрд. долл.;
- Высокая зависимость от ключевого заказчика (70% выручки);
- Узкая специализация (прокладка трубопроводов);
- Собственный парк крупной техники;
- Проекты в России и дальнем зарубежье

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Этап 2. Подбор компаний - аналогов

- Перечень основных конкурентов оцениваемой Компании (далее - ОК), предоставленный Заказчиком;
- Выбор компаний на зарубежных рынках с индустриальным кодом (SIC 1623);
- Базы данных со сделками по слияниям и поглощениям (Thomson SDC Platinum);
- Другие источники - отчеты аналитиков, брокерских компаний и пресса.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Этап 2. Подбор компаний - аналогов

Критерии отбора компаний-аналогов.

Соответствие:

- Отраслевой принадлежности и предоставляемым услугам;
- Географической и продуктовой диверсификации;
- Используемой бизнес-модели и размера бизнеса;
- Состояния бизнеса на момент оценки (нормальное функционирование, отсутствие крупных судебных разбирательств, существенных и непрекращающихся убытков).
- Дополнительным критерием при поиске сопоставимых компаний стало установление минимального количества акций в свободном обращении в 15%.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Этап 2. Подбор компаний - аналогов

Результаты отбора аналогов:

- Предварительный список включал 16 компаний;
- В ходе анализа исключены 12 компаний из-за несоответствия одному из критериев:
 - очень высокая отраслевая и/или страновая диверсификация: Fluor, Amec, Enka, Tefken, Koop, Techint;
 - специализация на морском строительстве: Global Industries, IHC, Caland;
 - меньший размер, иная бизнес-модель: Torch, AJ Lukas, SIEM, Haksan.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Этап 2. Подбор компаний - аналогов

Выбранные компании-аналоги:

Компания	Страна	Выручка в XXX году, млн. долл. США
Willbros	США	418,7
Saipem	Италия	4 658,6
Wood Group	Великобритания	1 705,0
Techip	Франция	5 321,7

Оцениваемая компания – Россия -Выручка XXX г. – 1 300 млн. долл. США

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Этап 3. Финансовый анализ – сравнение показателей

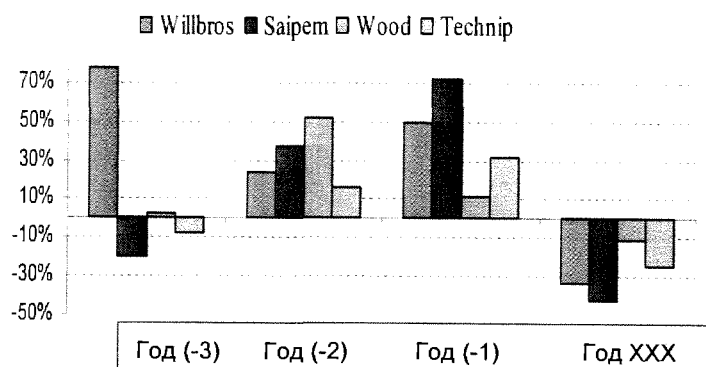
Анализ деятельности компаний-аналогов

1. Финансовый анализ (рентабельность, ликвидность);
2. Анализ операционной деятельности, в т.ч.
 - Видов строительных работ;
 - Отраслей, помимо нефтегазового сектора;
 - Географии деятельности;
 - Зависимости от ключевых клиентов;
 - Квалификации руководства.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Этап 3. Финансовый анализ – сравнение показателей

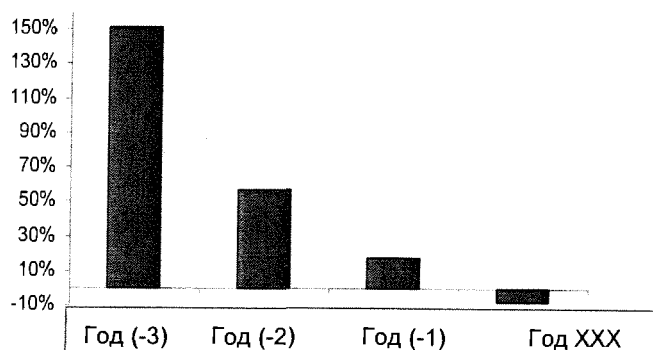
Анализ темпов прироста выручки аналогов:



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Этап 3. Финансовый анализ – сравнение показателей

Анализ темпов прироста выручки оцениваемой
Компании:



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Этап 3. Анализ рентабельности – сравнение показателей

Показатели	Год (-3)		Год (-2)		Год (-1)	
	ОК	аналог	ОК	аналог	ОК	аналог
Операцион. маржа	40%	8%	33%	11%	17%	9%
Рентаб-ть активов	18%	4%	17%	10%	11%	23%
Рентаб-ть собств. капитала	72%	5%	50%	13%	28%	10%

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Этап 3. Анализ ликвидности – сравнение показателей

Показатели	Год (-3)		Год (-2)		Год (-1)	
	ОК	аналог	ОК	аналог	ОК	аналог
Текущая ликвидность	1,10	1,54	1,07	1,12	1,08	1,32
Срочная ликвидность	0,09	0,27	0,10	0,24	0,10	0,24

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Этап 3. Сравнение финансовых показателей - выводы

- Снижение темпов прироста выручки у Компании вызваны уменьшением заказов от ключевого заказчика. Аналогам также характерны колебания выручки;
- Рентабельность Компании существенно выше аналогов, что объясняется существованием долгосрочных отношений с ключевым заказчиком, однако заметна тенденция снижения рентабельности с усилением конкуренции;
- Ликвидность Компании ниже, и, соответственно, выше стоимость заемного капитала;

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Этап 3. Сравнение операционных показателей – сфера деятельности

	Трубо-проводы	Инжини-ринг	Обустройство месторож-дений	Газовые турбины	Морское и наземное бурение	Обслуживание нефтегазового оборудования
Компания	✓	✓	✓			
Willbros	✓	✓	✓			
Wood Group	✓		✓	✓		
Saipem	✓				✓	✓
Techip	✓	✓	✓			

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Этап 3. Сравнение операционных показателей - диверсификации клиентуры

	Отрасль промыш-ти	География	Ключевые клиенты
Компания	Нефтегазовый сектор	Россия (93%), СНГ, Сев. Африка, Вост. Европа	ОАО «Газпром», ОАО «Сибнефть», ОАО «Славнефть», ОАО «ТНК»
Willbros	Нефтегазовый сектор	США, Канада, Венесуэла, ОАЭ, ОМАН	ExxonMobil, Shell, PDSVA, PDO
Wood Group	Нефтегазовый сектор	Страны Мекс. залива, Африка, Европа, Лат. Америка (всего 55 стран)	Shell, BP, Total, Talisman, Marathon, PDSVA, Petrobras, Repsol YPF
Saipem	Нефтегазовый сектор Энергетика	Африка, Ближ. Восток, Европа, СНГ (всего 34 страны)	BP, ExxonMobil, Statoil
Techip	Нефтегазовый сектор	Африка, Ближ. Восток, Европа, СНГ, Америка	BP, Kerr McGee, ARAMCO, ChevronTexaco, Petrobras, Williams

Этап 3. Сравнение операционных показателей - выводы

- Компания менее диверсифицирована, как по спектру услуг, так и по регионам специализации;
- Компания имеет более высокую зависимость от ключевого заказчика;
- Руководство Компании и компаний-аналогов обладает сходным отраслевым опытом и квалификацией.

Этап 4. Расчет мультипликаторов

- MVIC/ Выручка
- MVIC / EBITDA
- MVIC / Основные средства
- MVIC / Активы

Используется показатель «Рыночная стоимость инвестированного капитала» (MVIC) для нивелирования эффекта структуры капитала

Этап 4. Оценочные мультипликаторы

	MVIC/ Sales	MVIC/ EBITDA	MVIC/ Активы	MVIC/ OC
Willbros	0,77	11,93	1,04	3,18
Wood Group	0,80	11,84	1,15	7,83
Saipem	1,27	8,93	0,95	2,77
Techip	0,91	12,65	0,32	5,17
Выбранный	0,94	11,34	0,99	4,74

Этап 5. Расчет стоимости

	Выручка	EBITDA	Активы	Основные средства
Показатели Компании	1 328,20	110,75	1 434,41	244,72
Мультипликаторы	x0,94	x11,34	x0,99	x4,74
Стоимость MVIC	1 245,74	1 255,52	1 425,21	1 160,19
Выбранное значение	1 250			
Процентная задолженность	-261,33			
Непроизводственные активы	654,35			
Недостаток оборотного капитала	-45,81			
Стоимость собственного капитала	1 598			

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Этап 5. Рассмотрение необходимых поправок

- Акции Компании не котируются на бирже и не обладают той же степенью ликвидности, что и котируемые компании
- Необходимо применить скидку за более низкую ликвидность
- Применяемая скидка – 20% (Mergerstat Review, для миноритарных пакетов)
- Итоговая стоимость собственного капитала – 1 278 млн. долл.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Пример 2:

Оценка нефтедобывающей российской компании

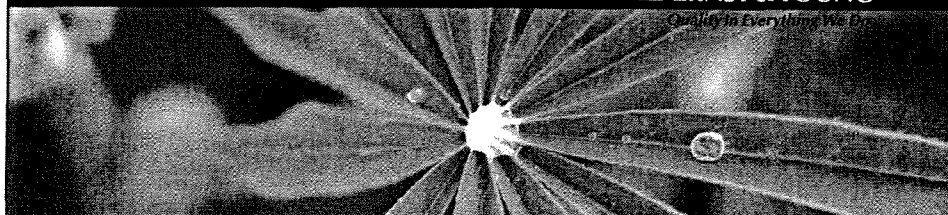
 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Академия бизнеса
«Эрнст энд Янг»

Сравнительный подход: практика применения группой оценки бизнеса E&Y

Пример 2 : Нефтедобыча – метод прецедентных
сделок

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do



Пример 2: Метод сделок

Оцениваемая компания: основные характеристики

Показатели	Компания
Вид деятельности	Добыча нефти
Оценка извлеч. запасов (ГКЗ), тыс. т на 01.01.XX	C1 – 13 644 C2 – 2 601
Обеспеченность запасами (экономически оправданная добыча)	32 года
Начало эксплуатации	с 1996 г., интенсивно с 1999 г.
Фонд добывающих скважин на 01.01.XX	122
Товарная нефть в XXX г., тыс.т	228,8
Среднесписочная численность за XXX г.	275
Выручка в XXX году	\$44 717 205

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Метод сделок – выбор аналогов

- Было проанализировано более 20 сделок на международном и внутреннем рынке, которые совершались в течение последних двух лет.
- Для расчета стоимости использовались данные по меньшему числу сделок, поскольку были применены соответствующие критерии отбора:
 - специализация на добыче без дальнейшего передела
 - сопоставимые объемы добычи и масштаб операций
 - отсутствие убытков / нетипичных событий в развитии компаний

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Рассмотренные сделки

	Покупатель, пакет	MVIC, млн долл	Активы, млн долл	Доказ. запасы, млн барр	Добыча, млн барр
Коминнефть	Лукойл, 22%	562	260,2	722,4	25
Новатэк*	Total, 25%	4 321	863,6	4 000*	104
Северная нефть**	Роснефть, 100%	612	300,7	840,0**	10
«Черногорское»	Русснефть, 100%	65	51,1	29,2	2,45

* у компании «Новатэк» преобладают запасы природного газа

**для «Северной нефти» указаны извлекаемые запасы нефти, категории C1+C2

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Расчет оценочных мультипликаторов

	MVIC/ Активы	MVIC/ Запасы (BOE)	MVIC/ Добыча (\$/BOE)
Минимальное значение	1,26	0,73	23,0
Максимальное значение	5,0	2,21	60,33
Среднее значение	2,62	1,20	37,8

По информации из годового отчета ОАО «Лукойл», компания приобретала небольшие региональные нефтяные компании исходя из средней стоимости запасов в 1,1 доллара за баррель

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Расчет стоимости

Данные для расчетов по компании:

	Активы, млн. долл.	Запасы, млн. барр.	Добыча, млн. барр.
Компания	52,87	93,62	2,19

Диапазон стоимости:

	MVIC/ Активы	MVIC/ Запасы (BOE)	MVIC/ Добыча (\$/BOE)
Ст-ть Компании	138,5	134,8	132,12

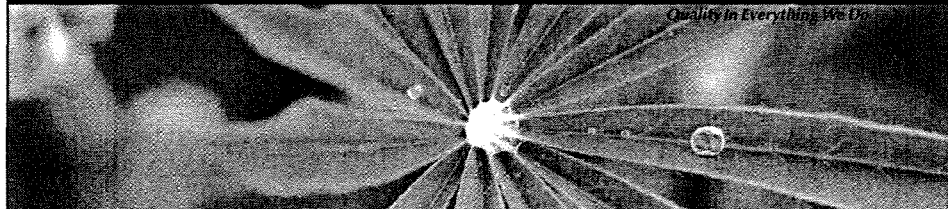
ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Академия бизнеса
«Эрнст энд Янг»

Сравнительный подход: практика применения группой оценки бизнеса E&Y

Пример 3 : Электроэнергетика – корректировки
мультипликаторов (Оценка Украинской компании по
коэффициентам Венгерских и Чешских компаний)

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do



Пример 3: Использование корректировок мультипликатора

	Electricity GWh	Electricity losses, %	Sales, 000' USD	Sales/ Electricity	MVIC	MVIC/Sales	MVIC/Electricity
Венгрия							
Demasz	3,805	10.2%	340,081	89.4	243,183	0.72	63.9
Dedasz	3,325	9.4%	303,223	91.2	146,004	0.48	43.9
Titasz Rt.	3,754	11.7%	328,742	87.6	170,882	0.52	45.5
ELMU	9,425	10.3%	814,751	86.4	458,711	0.56	48.7
Среднее				88.6		0.57	50.5
Чехия							
STE	5,970	11.9%	388,393	65.1	237,514	0.61	39.8
ZCE	4,218	6.2%	274,294	65.0	220,491	0.80	52.3
JCE	3,675	6.5%	234,390	63.8	175,392	0.75	47.7
JME	8,821	8.7%	549,630	62.3	411,151	0.75	46.6
Среднее				64.0		0.73	46.6

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Пример 3: Использование корректировок мультипликатора

Мультипликатор: «MVIC/Sales».

Портфельные инвесторы, заинтересованные в финансовой стороне скорее будут использовать мультипликатор к выручке. Его скорректировали на разницу в страновых рисках.

Мультипликатор MVIC/Electricity»

Стратегические инвесторы более ориентированы на данный мультипликатор и оценивают компании по состоянию активов, ситуации в регионе, платежеспособности потребителей и тарифам.

Следует учесть специфику оцениваемых компаний, проявляемую в показателях:

- коэффициент потерь эл-эн (состояние активов)- Electricity losses%
- коэффициент выручки на мегаватт мощности (тарифы) – Sales/
Electricity

Пример 3: Использование корректировок мультипликатора

Для сравнения: характеристики анализируемых украинских компаний

	Electricity losses, %	Sales/Electricity
Компания 1	23.8%	25.4
Компания 2	32.2%	30.0
Компания 3	20.1%	34.0
Среднее	28.5%	29.8

Потери в анализируемых компаниях также - в 2-3 выше, чем у аналогов из Восточной Европы.

Доход, получаемый на единицу мощности, наоборот, в 2-3 раза ниже аналогов.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Пример 3: Использование корректировок мультипликатора

На основе анализа различий в операционных показателях были внесены корректировки в полученные мультипликаторы.

Корректировки рассчитывались гипотетически путем «применения» к европейским компаниям-аналогам украинских тарифов и потерь энергии. В итоге получили индивидуальные мультипликаторы для каждой компании.

	MVIC/Electricity	
	Венгрия	Чехия
Компания 1	12.30	15.33
Компания 2	12.92	16.10
Компания 3	17.28	21.53

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Выполните задание



Задание 9. Подведение итогов

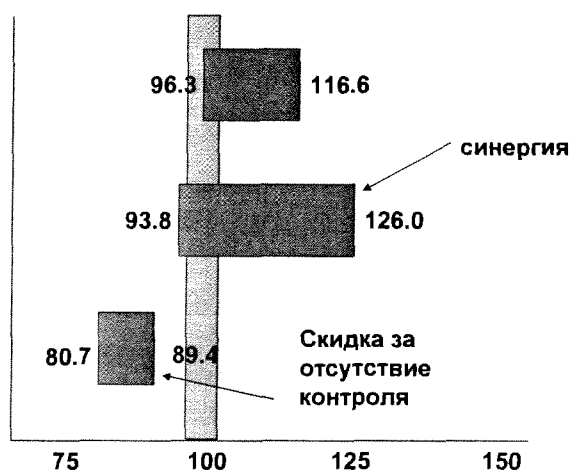
ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Сравнение результатов, полученных различными методами

Метод DCF

Метод прецен-
дентных сделок

Метод рыночных
коэффициентов



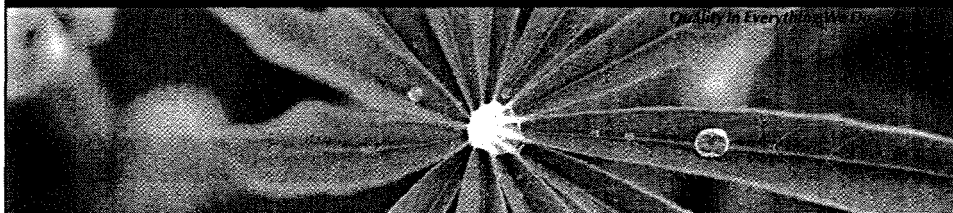
ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Часть 5. Скидки и премии

Discounts & Premiums

 **ERNST & YOUNG**

Quality In Everything We Do



Что влияет на величину стоимости?

*Цель оценки и Стандарт стоимости
влияют на величину стоимости:*

- Не существует одной универсальной методологии, применимой во всех случаях

- Стоимость одной и той же компании может быть разной для миноритариев и мажоритариев.

- База стоимости (Bases of value):

- control, marketable
- control, non-marketable
- minority, marketable
- minority, non- marketable

 **ERNST & YOUNG**

Quality In Everything We Do

Премия за контроль

Первоначально требуется решить какой пакет акций планируется к продаже.

Возможные варианты:

- a) полный контроль (св. 75% голосов)
- b) контрольный пакет (50% + 1 голос)
- c) блокирующий пакет (25% + 1 голос)
- d) миноритарный пакет (менее 25% голосов)

Премия за контроль

Основания для «премии» :

1. Влияние на политику дивидендов
2. Возможность выбора ключевых менеджеров
3. Влияние на уровень вознаграждений
4. Принятие решений: закрыть/продолжить
5. Выбор стратегии развития: продукция, услуги, регионы, каналы сбыта...

Премия за контроль

Информация для определения уровня «премии» :

На основании сравнения цен по сделкам с контрольными пакетами и цен на акции, торгуемых на открытом рынке.

Mergerstat/Shannon Pratt's Control Premium Study

- Обновляется ежеквартально
- Собраны данные по сделкам слияний/поглощений с 1998 г.
- К сожалению, содержит не только «премию за контроль», но «премию за синергию», которую невозможно выделить отдельно

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Скидки за ограниченность контроля

Скидка – за ограниченность контроля (lack of control)

Эмпирическая основа расчета :

- Анализ тендерных сделок по акциям публичных компаний
- Сравнение стоимости чистых активов проданной компании с рыночной стоимостью данной сделки (с учетом сферы применимости метода чистых активов)

Скидка за отсутствие контроля может быть 20- 50%.

Скидка за отсутствие права голоса – от 1 до 3%, максимум 5%.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Премии и скидки за «контроль»

Автор исследования	Средняя	Медиана
Премия за контроль		
Pratt S., Reilly R.F., Schweighs R.P. (1996) по статистике глобального рынка	39,9%	36,3%
Лимитовский М.А., Грязнов В.Г. (2002) – по статистике сделок на рынке РФ	-	28%
Скидка за неконтрольный характер		
Pratt S., Reilly R.F., Schweighs R.P. (1996) по статистике глобального рынка	28,5%	26,6%
Лимитовский М.А., Грязнов В.Г. (2002) – по статистике сделок рынка РФ	-	21,9%

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Скидки за ограниченность ликвидности

Скидка – за ограниченность ликвидности (lack of marketability)

Эмпирическая основа расчета :

- Сравнение стоимости сделок по акциям «с ограничением» (restricted stock transactions) со стоимостью сделок по акциям «без ограничений»
- Сравнение стоимости сделок по акциям до публичной эмиссии (before IPO) со стоимостью сделок по акциям после публичной эмиссии (after IPO)
- Внимание: если эмпирические данные получены по сделкам с небольшими пакетами, то и применять скидку следует к данной базе. При продаже больших пакетов скидка может быть меньше. Для контрольных пакетов скидка не применяется!!!! (2005 год, ASA)

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Скидка за отсутствие ликвидности

Gelman Study (1970)	33%	-
Trout (1972)	33,45%	-
Moroney (1973)	35,6%	33%
Maher (1973)	35,43%	-
Standard Research Consultant Study (1982)	-	45%
Williamette Management Associates pre-IPO studies	32%	73%
Williamette Management Consultant Study (1984)	35%	-
Silber (1988)	33,75%	-
FMV Oppinions, Inc (1992)	23%	-
R.W. Barid & Co (1993)	47%	46%
John Emory pre-IPO studies	44%	47%
Coeplin, Sarin, Shapiro (1998) (рынок США)	20,4%	18,1%

Скидки

Стоимость миноритарного ликвидного пакета

- Рыночный метод - по публичным компаниям
- Доходный метод – «миноритарные» денежные потоки

Отсутствие контроля

Высокая ликвидность

↓ Скидка за отсутствие ликвидности

Стоимость миноритарного неликвидного пакета

Отсутствие контроля

Низкая ликвидность

Стоимость контрольного пакета

- Рыночный метод - по сделкам слияний/поглощений, по рынку ЦБ
- Доходный метод – «мажоритарные» денежные потоки
- Затратный метод – метод чистых активов

Наличие контроля

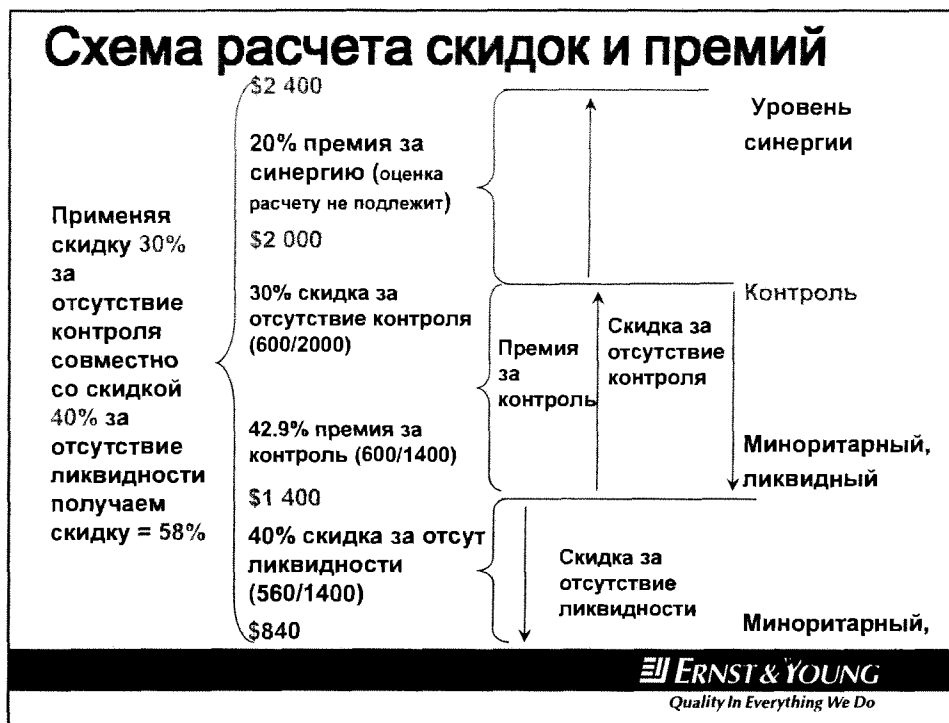
Низкая/средняя ликвидность

↓ Скидка за отсутствие контроля и ликвидности

Стоимость миноритарного неликвидного пакета

Отсутствие контроля

Низкая ликвидность



Пример:

- 1) Стоимость 1 акции контрольного пакета акций = А
- 2) Скидка за отсутствие контроля равна 30% А
- 3) Стоимость 1 акции «неконтрольного» пакета = (1-30%) = 70% А
- 4) Скидка за отсутствие ликвидности = 40% от 70%А = 28% А
- 5) Суммарная скидка = 30% + 28% = 58% А

Синергия

Синергия (Synergy) – это свойство увеличения результата деятельности объединенных компаний больше, чем простая арифметическая сумма результатов отдельных компаний.

Говорят, что синергия имеет место, когда $2+2=5$.

Например, до объединения одно предприятие имело чистую прибыль 10 млн., другое 2 млн., а после объединения прибыль возросла до 15 млн.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Пример расчета синергии

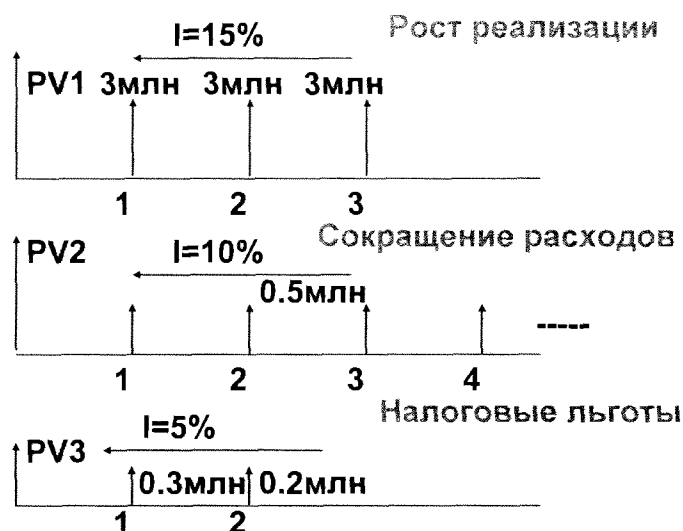
Компания М планирует приобретение компании Д

Специалисты считают, что при объединении:

- 1) удастся увеличить доход от реализации на 3 млн. в год, и этот эффект будет продолжаться в течение 3 лет. (например, наличие патента или ноу-хау). Далее это преимущество исчезнет
- 2) Расходы удастся сократить на 0.5 млн. в год, и это преимущество сохранится в обозримом будущем
- 3) Налоги уменьшатся на 0.3 млн. в первый и на 0.2 млн. во второй год, за счет налоговых зачетов (льгот) компании Д.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Пример расчета синергии



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Пример расчета синергии

Ставка дисконтирования выбирается исходя из экспертной оценки степени риска получения соответствующих денежных потоков:

- Получение налоговых льгот обусловлено законодательством, и ставку дисконтирования выбираем минимальной 5%
- Сокращение расходов менее гарантировано, и ставку принимаем 10%
- Вероятность получения дополнительных доходов еще более неопределенно, и выбираем ставку 15%

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Пример расчета синергии

$$PV1 = 3/1.15 + 3/1.15^2 + 3/1.15^3 = 6.85 \text{ млн.}$$

$$PV2 = 0.5/0.1 = 5 \text{ млн.}$$

$$PV3 = 0.3/1.05 + 0.2/1.05^2 = 0.48 \text{ млн.}$$

Синергия равна сумме всех денежных потоков:

$$\text{Synergy} = PV1 + PV2 + PV3 = 12.33 \text{ млн.}$$

При выкупе акций у существующих акционеров расчетная синергия является базой для определения премии к выкупной цене.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Академия бизнеса
«Эрнст энд Янг»

Часть 6. Прочие методы оценки

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do



Метод избыточной прибыли

Метод избыточной прибыли

Является логическим развитием метода чистых активов и используется в случае, если рентабельность оцениваемого бизнеса существенно отличается от среднеотраслевых показателей и/или велика роль иных, не физических, нематериальных активов.

Стоимость компании (бизнеса) равна стоимости чистых активов компании, скорректированной на величину дополнительных экономических выгод (убытков), получаемых от активов.

Результат при использовании данного метода может оказаться как выше, так и ниже величины чистых активов.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Метод избыточной прибыли

Последовательность применения метода:

1. Оцените рыночную стоимость материальных активов (2000).
2. Рассчитайте (с учетом коррекции) прибыль, получаемую компанией от активов = (чистая прибыль + проценты за кредиты = $280 + 20 = 300$).
3. Дайте оценку уровню рентабельности операционных материальных активов с учетом «риска» каждого из активов (7%).

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Метод избыточной прибыли

4. Рассчитайте уровень «нормальной прибыли», которую должны приносить физические активы $= 2\,000 \cdot 7\% = 140$.
5. Рассчитайте «избыточную» прибыль $= 300 - 140 = 160$.
6. Оцените возможный уровень рентабельности нематериальных активов на основе имеющегося опыта и комплексного анализа бизнеса (35%)
7. Используйте данный уровень рентабельности в качестве ставки капитализации избыточной прибыли и рассчитайте «рыночную стоимость» нематериальных активов $= 160/35\% = 457$.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Метод избыточной прибыли

8. Определите рыночную стоимость всех активов $= 2\,000 + 457 = 2\,457$.
9. Определите рыночную стоимость обязательств с учетом рыночных процентных ставок и реальных сроков погашения $= 1\,200$.
10. Рассчитайте рыночную стоимость собственного капитала $= \text{рыночная стоимость активов} - \text{рыночная стоимость обязательств} = 2\,457 - 1\,200 = 1\,257$.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Модель Ольсона

Модель Ольсона (Edwards-Bell-Ohlson valuation model) представляет собой комбинацию метода чистых активов и метода дисконтирования будущих денежных потоков «сверхприбыли».

Этот новый метод иногда вызывает больше доверия у российских оценщиков, поскольку в его основе лежит стоимость чистых активов, которую достоверно можно определить прямо сейчас, а будущие денежные потоки (на которые часто смотрят как на взятые «с потолка») служат лишь для коррекции результата.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Модель Ольсона

Согласно этой модели стоимость компании для акционеров выражается через текущую стоимость ее чистых активов плюс дисконтированный поток «сверх»-доходов (превышение ожидаемой прибыли над нормальной среднеотраслевой величиной).

$$\text{Equity Value (P)} = \text{Net Assets} + \text{Premium}$$

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Модель Ольсона

Основная формула для оценки стоимости компании для акционеров:

$$P_t = NA_t + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ROE_t - r_e) * NA_{t-1}}{(1 + r_e)^t}$$

P_t - рыночная стоимость собственного капитала на дату оценки

NA_t - стоимость чистых активов на дату оценки

t - годы

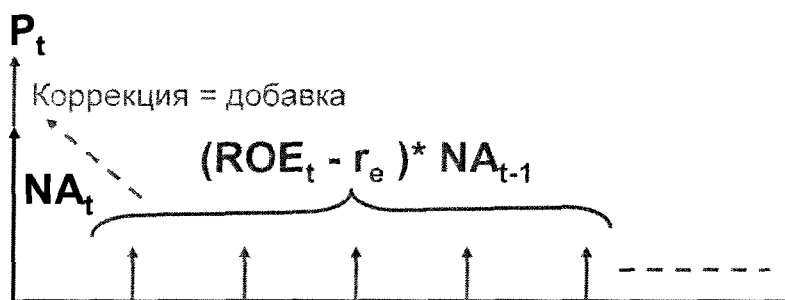
ROE_t - рентабельность акционер. капитала компании

r_e - среднеотраслевая рентабельность акционер. капитала

NA_{t-1} - стоимость чистых активов на конец предыдущего года ($t-1$)

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Модель Ольсона



NA - стоимость чистых активов

Коррекция рассчитывается как дисконтированная стоимость ежегодной добавки от более эффективной работы компании, чем среднеотраслевая.

Примечание: Коррекция может быть и отрицательной.

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Метод избыточной прибыли

Методы считаются теоретически малообоснованными и спорными.

На практике не применяются.

Иногда используются, как «дополнительные» с целью подтверждения выводов, полученных в результате использования всех остальных методов.

Economic Value Added

Метод экономической добавленной стоимости

Экономическая добавленная стоимость

EVA – Economic Value Added – добавочная стоимость компании, которая возникает, если эффективность ее деятельности превышает затраты на капитал

Метод был разработан в конце 1990-х годов.

Основателем считается Питер Друкер (Peter Drucker).

EVA представляет собой «Экономическую прибыль», полученную после вычета из доходов, как обычных расходов, так и расходов, связанных с «затратами на капитал». Если EVA положительна, то бизнес «создает стоимость», и рыночная оценка растет. Если EVA отрицательна, то рыночная стоимость компании должна падать.

<http://www.eva.com>

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

EVA – Economic Value Added

Питер Друкер:

«Бизнес можно считать эффективным только в том случае, если он приносит прибыль большую, чем затраты на капитал (как заемный, так и собственный)»

Наличие положительной чистой прибыли недостаточно. Ее может не хватить, чтобы удовлетворить ожиданиям акционеров, и стоимость компании будет «разрушаться».

Главный управляющий компании (CEO) должен заботиться о том, чтобы кредиторы и акционеры получали сполна прибыль, на которую они рассчитывают, и после этого у компании оставались средства от прибыли для развития.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

EVA – Economic Value Added

$$\text{EVA} = \begin{array}{c} \text{Net Operating} \\ \text{Profit after} \\ \text{Taxes (NOPAT)} \end{array} - \text{Capital} * \begin{array}{c} \text{Cost of} \\ \text{Capital} \end{array}$$

NOPAT = Чистая прибыль до налогообложения +
Проценты к уплате + Проценты по лизинговым платежам
+ Амортизация гудвилла – Налог на прибыль

Capital – это сумма всех активов за вычетом
краткосрочных беспроцентных обязательств (перед
поставщиками, бюджетом...), или *балансовая стоимость*
вложенного капитала

Cost of Capital – средневзвешенная цена капитала,
состоящего из собственного и заемного капитала по
балансовой стоимости (WACC)

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

EVA – Economic Value Added

$$\text{EVA} = (\text{ROI}\% - \text{Cost of Capital \%}) * \text{Capital}$$

ROI – Return on Investments – рентабельность вложенного
капитала, рассчитанная, как:

$$\text{ROI} = \text{NOPAT} / \text{Capital}$$

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Добавленная рыночная стоимость MVA

Связь между EVA и рыночной стоимостью бизнеса:

Если предположить, что компания будет получать EVA бесконечно долго, то рыночная стоимость бизнеса (вложенного капитала) превысит балансовую стоимость на величину:

$$\text{Market Value Added (MVA)} = \text{EVA} / \text{cost of capital} \quad (1)$$

Рыночная стоимость бизнеса (MVIC) = Балансовая стоимость (Book Value) + Добавленная рыночная стоимость (MVA).

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Добавленная рыночная стоимость MVA

На практике добавленная рыночная стоимость рассчитывается «обратным порядком», т.е. как разница между рыночной стоимостью бизнеса и балансовой стоимостью вложенного капитала :

$$\text{MVA} = \text{MVIC} - \text{Book Value IC} \quad (2)$$

Теоретически, MVA (1) и MVA (2) должны совпадать, однако, на практике это не так...

Многие компании, имеют высокую рыночную стоимость, высокую MVA (2) и отрицательную EVA... Следовательно, метод EVA вряд ли может быть использован в практике оценки бизнеса.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Практическое использование EVA

Показатель EVA используется больше для операционного управления компанией, чем для оценки бизнеса...

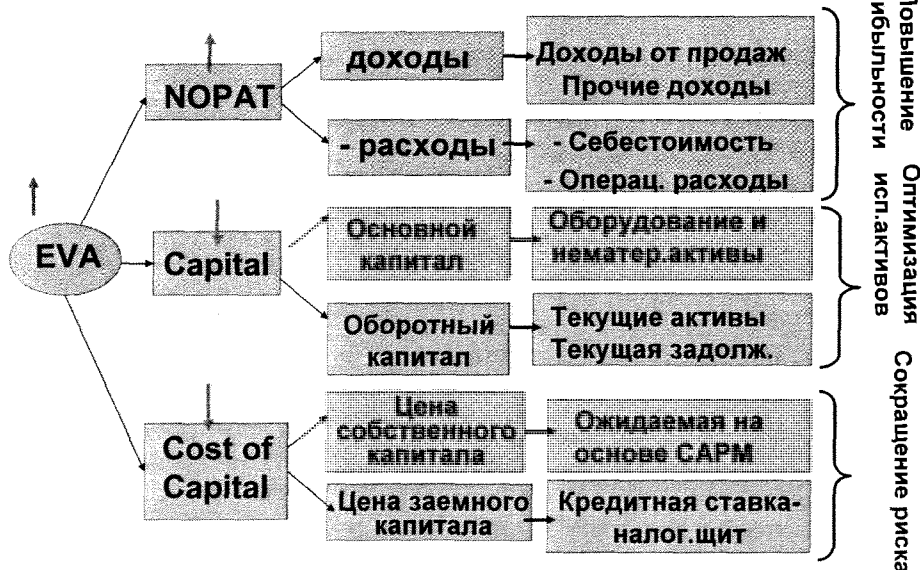
Он понятен операционным менеджерам: расчет EVA начинается с операционной прибыли, из которой вычитаются расходы на привлекаемый капитал.

Эти расходы можно определить как для компании в целом, так и для ее бизнес-единиц.

EVA позволяет определить, какие подразделения компании дают положительный, а какие отрицательный вклад в EVA компании.

ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

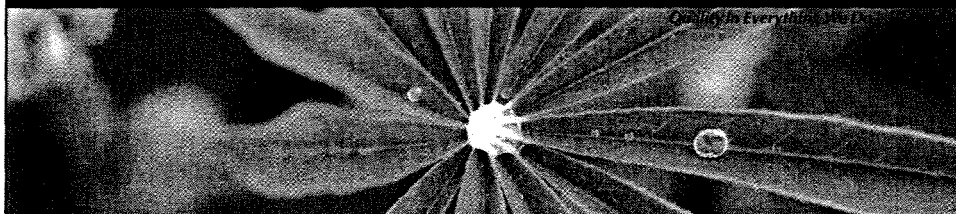
EVA – Economic Value Added



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Критерии принятия инвестиционных решений – по данным опроса Ernst&Young

 ERNST & YOUNG



Цель опроса инвесторов

Основные вопросы, которые задавались в ходе опроса, включали следующие:

- В каких видах инвестиций заинтересованы инвестиционные фонды?
- Каковы ограничения на размер инвестиций?
- Какова обычная планируемая продолжительность владения пакетом акций?
- Какова ожидаемая ими доходность от инвестиций?

 ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

Цель опроса инвесторов

- Какие критерии имеют важное значение для инвестиционных фондов в процессе принятия инвестиционных решений?
- Какие факторы могут оказать особо позитивное или негативное влияние на инвестиционные решения?
- Какие процедуры предшествуют осуществлению инвестиций?

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Виды инвестиций

Портфельные инвесторы предпочитают инвестиции в АДР, ГДР и/или акции российских компаний, обращающиеся на крупнейших торговых площадках

Компании, занимающиеся прямыми и венчурными инвестициями, ориентируются на операции с ценными бумагами местных предприятий, не котируемые на открытом рынке.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Виды инвестиций

Для портфельных инвесторов ликвидность инвестиций имеет важное значение.

Требования в отношении обращаемости акций:

- Акции должны быть достаточно ликвидными, чтобы обеспечить возможность для открытия/закрытия позиции стоимостью несколько миллионов долларов в течение нескольких суток
- Суточный объем торгов по акциям должен составлять как минимум 1 млн. долл. США. Акции должны эмитироваться в «значительном объеме» и котироваться на фондовой бирже.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Отраслевые предпочтения

- Нефтегазовая отрасль
- Телекоммуникации
- Средства массовой информации, технологии
- Производство ТНП
- Инвесторы стремятся избегать инвестиций в отрасли, связанные с ВПК, игорным бизнесом, а также имеющие отрицательное воздействие на окружающую среду

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Размер объектов инвестиций

Более половины респондентов указали на определенный диапазон или минимально допустимый размер компаний-объектов инвестиций.

Критерии размера – величина годовой прибыли, дневной оборот акций, рыночная капитализация

- Существуют ограничения на минимальную выручку компании (1, 3, 10, 20 и 50 млн. долл. США)

- Большинство инвесторов используют минимальную величину дневного оборота акций в качестве основного показателя (от 100 000 до 1 000 000 долл. США)

- Минимальная величина рыночной капитализации должна составлять от 30 до 50 млн. долл. США

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Доходность инвестиций

- Фонды прямых и венчурных инвестиций обычно используют для оценки инвестиций показатель IRR. Средний требуемый годовой уровень доходности фондов составляет 36%.

- Средний годовой коэффициент доходности, требуемый портфельными инвесторами (который обычно оценивается в форме WACC для использования в моделях DCF или EVA) составляет 23%, а реальный фактический средний показатель – 20%

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Критерии принятия инвестиционных решений

Результаты опроса:

- Инвестиционные фонды в России уделяют больше внимания структуре акционеров и руководства компаний-объектов инвестиций, нежели уровню их доходности. При этом прозрачность деятельности компании считается более важной, чем оптимальные балансовые показатели.
- Ключевыми предпосылками для инвестиций являются честность и компетентность руководства, а также безупречная репутация акционеров.
- Следующие по степени важности критерии - показатели доходности компании и ликвидности инвестиций.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Практические советы компаниям, ведущим поиск финансирования

- Быть открытыми с инвесторами
 - Разъяснить существующую структуру собственности
 - Представить ясный и детальный бизнес план
 - Представить реальные финансовые данные, а не только документацию по российским нормам, которая подается в налоговую инспекцию
- Ввести в состав совета независимых директоров, или хотя бы обеспечить справедливое представительство миноритарных акционеров – это один из важнейших элементов качественного корпоративного управления

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Практические советы компаниям, ведущим поиск финансирования

- Заранее обдумать, какие инвестиции целесообразнее привлекать (портфельные, прямые или венчурные)
- О чем должны помнить компании, желающие привлечь прямые или венчурные инвестиции:
 - Такие инвесторы заинтересованы в приобретении не менее 25% плюс одной акции вашей компании (возможно, даже 50%)
 - Эти фонды инвестируют не «на веки». Как правило, срок инвестиций составляет от 2 до 6 лет
 - Обычно подобные фонды рассматривают варианты стратегии выхода еще до того, как принять на себя обязательства по инвестированию
 - Они ожидают, что доходность инвестиций в России составит около 35%-40% в год

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Практические советы компаниям, ведущим поиск финансирования

- О чем должны помнить компании, желающие привлечь средства портфельных фондов:
 - Рыночная капитализация и объем акций, обращающихся на свободном рынке, должны быть достаточны, чтобы обеспечить ликвидность акций
 - Большинство портфельных инвесторов никогда не приобретают более 10% акций
 - Чтобы выйти на этих инвесторов может потребоваться размещение ценных бумаг на открытом рынке (IPO).

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Практические советы компаниям, ведущим поиск финансирования

- В рамках IPO необходимо провести листинг акций компании на крупной бирже. Выпуск депозитарных расписок на международной бирже не обязательно обеспечивает значительные преимущества по сравнению с размещением акций на российской бирже. Следует помнить, что крупные фонды обычно предпочитают инвестировать в депозитарные расписки, причем им может быть запрещено инвестировать в другие типы ценных бумаг.
- Портфельные инвестиции обходятся дешевле. Ожидаемая годовая доходность составляет около 20%. Это означает, что при равных ожиданиях относительно будущей цены этих акций портфельные инвесторы готовы платить за них больше, чем фонды прямых инвестиций.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Практические советы компаниям, ведущим поиск финансирования

- Нужно исходить из того, что перед тем, как осуществить инвестиции, фонды обычно выполняют ряд процедур:
- анализ рынка в данной отрасли,
- финансовый прогноз на основе бизнес-плана,
- проверку биографических данных руководства и владельцев компании
- финансовую и юридическую экспертизу.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Краткий обзор результатов опроса		
	Фонды портфельных инвестиций	Фонды прямых / венчурных инвестиций
Предпочтения относительно вида ценных бумаг	Американские депозитарные расписки, глобальные депозитарные расписки, российские акции, зарегистрированные на крупной бирже	Российские ценные бумаги частных или некотируемых на рынке компаний
Индустриальные предпочтения	Для некоторых фондов: ТЭК, телекоммуникации, СМИ, технологии и ТНП. Для остальных: сектор не имеет значения.	

Краткий обзор результатов опроса		
	Фонды портфельных инвестиций	Фонды прямых / венчурных инвестиций
Предпочтительный размер компании	Указанные респондентами ограничения: • Годовой доход от 1 до 500 млн долл США • Минимальный дневной торговый оборот по акциям компании от 100 000 до 1 000 000 долл США • Минимальная рыночная капитализация 30 – 50 млн долл США Для многих фондов размер компании не имеет значения	
Минимальный пакет акций компании	В большинстве компаний такой минимум отсутствует, в остальных случаях 1% - 2%	В ряде случаев 25% - 26%

Краткий обзор результатов опроса

	Фонды портфельных инвестиций	Фонды прямых / венчурных инвестиций
Максимальный пакет акций компании	Обычно 10%. В ряде случаев 20% - 25%	От 49 до 100%
Максимальный пакет как доля в портфеле фонда	Обычно 10%. В ряде случаев – до 30%	
Обычная продолжительность инвестиции (усредненные результаты)	Не менее 4 мес Не более 4 лет В среднем – 1 год	Не менее 2 лет Не более 6 лет В среднем – 4 года

Краткий обзор результатов опроса

	Фонды портфельных инвестиций	Фонды прямых / венчурных инвестиций
Количественный ориентир доходности вложений	Обычно 20% В среднем – 23%	Обычно 40% В среднем – 36%
Важнейшие критерии в принятии инвестиционных решений	•Прозрачность •Состав акционеров / руководства •Прибыльность •Ликвидность	•Состав акционеров / руководства •Прозрачность •Стратегия выхода •Контроль над объектом инвестиций
 <i>Quality in Everything We Do</i>		

Краткий обзор результатов опроса

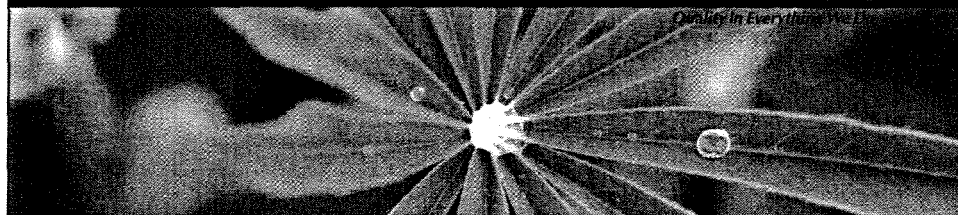
	Фонды портфельных инвестиций	Фонды прямых / венчурных инвестиций
Предпочтительный состав акционеров / руководства	• Независимые директора в составе Совета • Руководство под контролем западного стратегического или портфельного инвестора • Государственные органы не контролируют назначение руководства	
Требование к прозрачности	• Раскрытие структуры собственности • Раскрытие бизнес-планов, финансовых прогнозов • Раскрытие данных управленческой отчетности • Представление отчетности по МСБУ/ GAAP	
 <i>Quality In Everything We Do</i>		

Краткий обзор результатов опроса

	Фонды портфельных инвестиций	Фонды прямых / венчурных инвестиций
Требования к контролю за объектом инвестиций	Существенные требования отсутствуют	Представительство в совете директоров. В некоторых случаях блокирующий пакет
Предпочитаемые варианты стратегии выхода	• Реализация на рынке • Продажа стратегическому или отраслевому инвестору	• Продажа стратегическому или отраслевому инвестору • MBO • IPO
Предпочитаемое место регистрации объекта инвестиций	Россия (при инвестициях в компании, ведущие деятельность в России)	
<i>Quality In Everything We Do</i>		

Литература

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do



Рекомендуемая литература

1. «Стоимость компаний: оценка и управление»
Коупленд Том, Олимп-пресс, 2002
2. «Оценка Бизнеса» Есипов В.Е., Маховикова Г.А.,
Терехова В.В., СПб.: Питер, 2003
3. «Оценка компаний при слияниях и поглощениях»
Фрэнк Ч. Эванс, Дэвид М. Бишоп, пер. с англ.; М.:
Альпина паблишер, 2004
4. А. Дамодаран «Оценка инвестиций»
5. www.vestnikmckinsey.ru
6. www.ma-appraisal.ru

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Законодательство России по вопросам оценки

Российское общество оценщиков: mrso@dol.ru

**ФЕДЕРАЛЬНЫЙ ЗАКОН от 29.07.1998 N 135-ФЗ
"ОБ ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ В
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ"
(принят ГД ФС РФ 16.07.1998)**

**Приложение к Постановлению Федеральной
комиссии по рынку ценных бумаг от 25 мая 1998
г. N 14 "ПОЛОЖЕНИЕ О ПОРЯДКЕ ОЦЕНКИ И
СОСТАВЛЕНИЯ ОТЧЕТНОСТИ О СТОИМОСТИ"**

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Стандарты России по оценке

**СТО РОО 10-01-95 СИСТЕМА НОРМАТИВНЫХ ДОКУМЕНТОВ
РОО.**

СТО РОО 10-02-95 ДЕКЛАРАЦИЯ РОО.

СТО РОО 20-01-96 ОБЩИЕ ПОНЯТИЯ И ПРИНЦИПЫ ОЦЕНКИ.

**СТО РОО 20-02-96 РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ КАК БАЗА
ОЦЕНКИ.**

**СТО РОО 20-03-96 БАЗЫ ОЦЕНКИ, ОТЛИЧНЫЕ ОТ РЫНОЧНОЙ
СТОИМОСТИ.**

**СТО РОО 20-04-96 ОЦЕНКА В ЦЕЛЯХ ФИНАНСОВОЙ
ОТЧЕТНОСТИ И СМЕЖНОЙ ДОКУМЕНТАЦИИ.**

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Стандарты России по оценке

СТО РОО 21-03-98 ОЦЕНКА СУДОВ И ПЛАВУЧИХ ТЕХНИЧЕСКИХ СРЕДСТВ ОСВОЕНИЯ ОКЕАНА, ШЕЛЬФА И ВНУТРЕННИХ ВОДНЫХ ПУТЕЙ И ВОДОЕМОВ.

СТО РОО 22-01-96 ОЦЕНКА ПРОИЗВОДСТВЕННЫХ СРЕДСТВ, МАШИН И ОБОРУДОВАНИЯ.

СТО РОО 22-03-98 ОЦЕНКА ТЕХНОЛОГИЧЕСКИХ (РАБОЧИХ) МАШИН И ОБОРУДОВАНИЯ ПРОМЫШЛЕННОСТИ.

СТО РОО 23-01-96 ОЦЕНКА МИНЕРАЛЬНОГО СЫРЬЯ.

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Стандарты России по оценке

СТО РОО 23-02-96 ОЦЕНКА ЛЕСНЫХ РЕСУРСОВ И ЛЕСНЫХ ЗЕМЕЛЬ.

СТО РОО 24-01-96 СТОИМОСТЬ ДЕЙСТВУЮЩЕГО ПРЕДПРИЯТИЯ КАК БАЗА ОЦЕНКИ.

СТО РОО 26-01-96 ОЦЕНКА НЕМАТЕРИАЛЬНЫХ АКТИВОВ.

СТО РОО 26-02-98 ОЦЕНКА ОБЪЕКТОВ ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНОЙ СОБСТВЕННОСТИ.

СТО РОО 27-01-99 КОДЕКС ПРОФЕССИОНАЛЬНОЙ ЭТИКИ ЧЛЕНОВ РОО

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do

Содержание

Содержание	3
Задание 1. Нормализация финансовой отчетности и финансовый анализ.....	4
Задание 2. Метод чистых активов	11
Задание 2. Метод чистых активов	11
Задание 3. Поток экономических выгод	14
Задание 4. Коэффициент beta	16
Задание 5. Расчет коэффициентов дисконтирования и капитализации	17
Задание 6. Расчет рыночной стоимости собственного капитала методом капитализации потоков выгод к владельцам вложенного и собственного капитала	20
Задание 7. Расчет рыночной стоимости бизнеса и собственного капитала методом дисконтирования чистых денежных потоков к владельцам вложенного капитала	22
Задание 8. Оценка стоимости бизнеса: рыночный подход, метод сделок.....	27
Задание 9. Подведение итогов	33
Приложение 1.	34
Словарь терминов первичного открытого размещения.....	34
Приложение 2. Глоссарий по «Оценке бизнеса»	43
Приложение 3. Финансовые таблицы	60
Приложение 4. Список литературы	62

Задание 1. Нормализация финансовой отчетности и финансовый анализ

Компания «Крендель» представляет собой закрытое акционерное общество, доли участия в котором распределены между учредителями, которые одновременно являются и ключевыми менеджерами: г-н Кренделев – директор, г-жа Кренделева – коммерческий директор, г-н Кренделевич – финансовый директор, г-н Кренделевский – технический директор.

Компания более 10 лет занимается оптовой торговлей продуктами питания и успешно завоевывает рынок. Учредители приняли решение о продаже своего бизнеса и хотели бы знать его справедливую рыночную стоимость.

Выполните нормализацию Баланса и Отчета о прибылях и убытках компании и проведите финансовый анализ, сравнив полученные показатели со среднеотраслевыми значениями. Рассчитайте нормализованную балансовую стоимость вложенного капитала и собственного капитала. Дата оценки – 31.12. XXX5 года.

Примите во внимание следующие факты:

1. Учредители компании выплачивали себе заработную плату выше рыночных значений. Следует сделать коррекцию общего объема расходов на заработную плату в сторону ее уменьшения на 10% ежегодно.
2. Г-жа Кренделева обожает менять мебель в своем кабинете. Эксперты считают, что излишние капитальные затраты на мебель, произведенные в XXX3 году, составили 35 тыс. долларов. Излишняя мебель представляет собой «неоперационные активы».
3. Резерв по сомнительным долгам на конец XXX5 года, который следует учесть при оценке, представляет собой 5% от дебиторской задолженности.
4. Статья «Прочие прибыли/убытки» представляет собой доходы от сдачи в аренду личных автомобилей г-на Кренделевского.
5. Финансовый директор г-н Кренделевич пользуется неформальными связями в банковских кругах. Процентные ставки по кредитам компании были ниже рыночных и составляли 8% годовых. Рыночные процентные ставки по кредитам - 10%.
6. Ценные бумаги представляют собой неоперационные активы, не относящиеся к оцениваемому бизнесу.
7. Расходы на аренду помещений были ниже рыночных значений на 25%, поскольку помещения принадлежали сыну г-на Кренделевского.
8. Налог на прибыль – 30%.

Таблица 1: Балансовый отчет компании

Годы	1	2	3	4	5
АКТИВЫ					
Долгосрочные активы, первоначальная стоимость	480,0	543,4	646,8	726,8	815,7
Накопленная амортизация	-77,6	-142,8	-220,4	-307,6	-405,5
Остаточная стоимость долгосрочных активов	402,4	400,6	426,4	419,1	410,2
Запасы	243,0	240,0	255,0	270,0	295,0
Дебиторская задолженность	180,0	195,0	210,0	230,0	240,0
Прочие текущие активы	33,0	43,0	56,0	68,0	79,0
Ценные бумаги	180,0	250,0	280,0	380,0	500,0
Денежные средства	33,7	46,9	49,4	60,3	70,4
Итого текущие активы	670	775	850	1 008	1 184
Итого АКТИВЫ	1 072,1	1 175,5	1 276,8	1 427,5	1 594,6
Собственный капитал и обязательства					
Уставный капитал	566,7	566,7	566,7	566,7	566,7
Нераспределенная прибыль	120,0	203,4	298,1	423,8	575,9
Итого собственный капитал (СК)	686,7	770,1	864,8	990,5	1 142,6
Долгосрочный банковский кредит	60,0	50,0	30,0	20,0	10,0
Обязательства по лизингу	145,4	155,4	157,0	160,0	162,0
Краткосрочная кредиторская задолженность	180,0	200,0	225,0	257,0	280,0
Итого обязательства	385,4	405,4	412,0	437,0	452,0
Итого СК и обязательства	1 072,1	1 175,5	1 276,8	1 427,5	1 594,6

Таблица 2: Отчет о прибылях и убытках

Годы	1	2	3	4	5
Доходы всего	1 350,0	1 471,5	1 596,6	1 740,3	1 914,3
Себестоимость реализованных товаров	930,0	1 009,1	1 089,8	1 177,0	1 280,5
Валовая маржа	420,0	462,5	506,8	563,3	633,8
Заработная плата	152,0	166,6	181,6	180,0	200,0
Транспортные расходы	27,0	29,4	31,9	34,8	38,3
Амортизация	57,6	65,2	77,6	87,2	97,9
Реклама и продвижение	34,0	44,1	47,9	52,2	57,4
Аренда помещений	38,0	42,0	45,0	48,0	52,0
Итого операционные расходы	308,6	347,4	384,0	402,2	445,6
Операционная прибыль	111,4	115,1	122,8	161,1	188,2
Прочие прибыли/убытки	5,0	8,0	15,0	20,0	30,0
Проценты за кредит	-4,8	-4,0	-2,4	-1,6	-0,8
Налогооблагаемая прибыль ЕВТ	111,6	119,1	135,4	179,5	217,4
Налог на прибыль	-33,5	-35,7	-40,6	-53,8	-65,2
Чистая прибыль	78,1	83,4	94,8	125,6	152,2

При проведении нормализации отчета о прибыли учесть следующее:

- Расходы на проценты по долгосрочному банковскому кредиту рассчитываются от суммы кредита на конец данного периода.
- Расходы на амортизацию долгосрочных активов рассчитываются как 12% от первоначальной стоимости долгосрочных активов на конец данного периода.

Таблица 3. Отчет о движении денежных средств

Годы	1	2	3	4	5
Чистая прибыль	78,1	83,4	94,8	125,6	152,2
Амортизация	57,6	65,2	77,6	87,2	97,9
Изменение запасов	-40,0	3,0	-15,0	-15,0	-25,0
Изменение дебиторской задолженности	-10,0	-15,0	-15,0	-20,0	-10,0
Изменение прочих тек активов	-2,0	-10,0	-13,0	-12,0	-11,0
Изменение кредиторской задолженности	3,0	20,0	25,0	32,0	23,0
Итого приток ДС от операций	86,7	146,6	154,4	197,9	227,0
Инвестиции					
Приобретение оборудования	-60,0	-63,4	-103,5	-79,9	-89,0
Приобретение ценных бумаг	-80,0	-70,0	-30,0	-100,0	-120,0
Итого отток по инвестициям	-140,0	-133,4	-133,5	-179,9	-209,0
Финансовая деятельность					
Получение новых кредитов	60,0	50,0	30,0	20,0	10,0
Погашение кредитов	0,0	-60,0	-50,0	-30,0	-20,0
Увеличение прочих финансовых обязательств	2,0	10,0	1,6	3,0	2,0
Выплата дивидендов					
Итого приток/отток по финансовой деятельности	62,0	0,0	-18,4	-7,0	-8,0
Итого приток/отток за период	8,7	13,2	2,5	10,9	10,1
ДС на начало периода	25,0	33,7	46,9	49,4	60,3
ДС на конец периода	33,7	46,9	49,4	60,3	70,4

Таблица 4: Нормализованный баланс

Годы	1	2	3	4	5
АКТИВЫ					
Долг. активы, перв ст-ть	480,0	543,4	646,8	726,8	815,7
Коррекция : минус излишние активы			-35,0	-35,0	-35,0
Накопленная амортизация	-77,6	-142,8	-220,4	-307,6	-405,5
Коррекция: плюс амортизация излишних активов					
Остат ст-ть долг. активов	402,4	400,6			
Запасы	243,0	240,0	255,0	270,0	295,0
Дебиторская задолженность	180,0	195,0	210,0	230,0	240,0
Коррекция на безнадежные долги в 5 году					
Прочие текущие активы	33,0	43,0	56,0	68,0	79,0
Ценные бумаги	180,0	250,0	280,0	380,0	500,0
Минус неоперационные активы (ЦБ)	-180,0	-250,0	-280,0	-380,0	-500,0
Денежные средства	33,7	46,9	49,4	60,3	70,4
Итого нормализованная величина текущих операционных активов	490	525	570	628	
Итого нормализованные АКТИВЫ	892,1	925,5	966,0	1 020,9	
Собственный капитал и обязательства					
Долг. банковский кредит	60,0	50,0	30,0	20,0	10,0
Обязательства по лизингу	145,4	155,4	157,0	160,0	162,0
Краткосрочная кредиторская задолженность	180,0	200,0	225,0	257,0	280,0
Итого обязательства	385,4	405,4	412,0	437,0	452,00
Рассчитать:					
Балансовая стоимость собственного капитала	506,7	520,1	554,0	583,9	
Справочно:					
Чистый оборотный капитал	310	325	345	371	
Балансовая стоимость вложенного капитала (бизнеса)	712,1	725,5	741,0	763,9	

Таблица 5: Нормализованный отчет о прибылях и убытках

Годы	1	2	3	4	5
Доходы всего	1 350,0	1 471,5	1 596,6	1 740,3	1 914,3
Себестоимость реализованных товаров	930,0	1 009,1	1 089,8	1 177,0	1 280,5
Валовая маржа	420,0	462,5	506,8	563,3	633,8
Заработная плата	152,0	166,6	181,6	180,0	200,0
Коррекция: сокращение ЗП до рыночного уровня	-15,2	-16,7	-18,2	-18,0	
Транспортные расходы	27,0	29,4	31,9	34,8	38,3
Амортизация	57,6	65,2	77,6	87,2	97,9
Коррекция: минус амортизация излишних активов	0,00	0,00	-4,20	-4,20	
Реклама и продвижение	34,0	44,1	47,9	52,2	57,4
Аренда помещений	38,0	42,0	45,0	48,0	52,0
Коррекция: увеличение расходов до рыночного уровня	9,5	10,5	11,3	12,0	
Расходы на сомнительные долги в 5 году	0,0	0,0	0,0	0,0	
Итого операционные расходы	302,9	341,2	372,9	392,0	
Операционная прибыль	117,1	121,2	133,9	171,3	
Прочие прибыли/убытки	5,0	8,0	15,0	20,0	30,0
Коррекция: не принимаем во внимание прочие доходы	-5,0	-8,0	-15,0	-20,0	-30,0
Проценты за кредит	-4,8	-4,0	-2,4	-1,6	-0,8
Коррекция: дополнительно начисленные расходы на проценты (до рыночных % ставок)	-1,2	-1,0	-0,6	-0,4	
Налогооблагаемая прибыль ЕВТ (после нормализации)	111,1	116,2	130,9	169,3	
Налог на прибыль (после нормализации)	-33,3	-34,9	-39,3	-50,8	
Чистая прибыль (нормализованная)	77,8	81,4	91,6	118,5	

Таблица 6: Финансовые коэффициенты

Рентабельность собственного капитала (трехфакторная модель компании Дюпон)	1	2	3	4	5	Отрасль
Рентабельность собственного капитала	15,3%	15,6%	16,5%	20,3%		21,1%
Рентабельность продаж = Чистая прибыль/Доход	5,8%	5,5%	5,7%	6,8%		6,5%
Оборачиваемость вложенного капитала = Доход/Вл кап	1,90	2,03	2,15	2,28		2,50
Финансовый рычаг = Вложенный капитал/Собственный капитал	1,41	1,39	1,34	1,31		1,30
Показатели длительности денежного цикла	1	2	3	4	5	Отрасль
Длительность оборота дебиторской задолженности (по доходам), дни	48,0	47,7	47,4	47,6		35,0
Длительность оборота запасов (по себестоимости реализации), дни	94,1	85,6	84,2	82,6		80,0
Длительность оборота коммер. кредит. зад-ти (по себ-ти + опер. расх. без амортиз.), дни	55,1	56,0	58,3	62,3		90,0
Длительность денежного цикла	86,9	77,3	73,3	67,9		25,0

Задание 2. Метод чистых активов

Рассчитайте рыночную стоимость вложенного и собственного капитала компании «Крендель» методом чистых активов на 31.12. XXX5 года.

Примите во внимание следующие данные:

1. Приспособления собственного производства (прочие активы), не нашедшие отражения на балансе, имеют рыночную стоимость 100.
2. Рыночная стоимость долгосрочных активов оценивается в 480.
3. Неликвидные запасы на складе составляют 10.
4. Налог на прибыль равен 30%. Учтите налоговый эффект переоценки активов и обязательств.
5. Рыночная стоимость ценных бумаг на конец XXX5 года (неоперационные активы) равна балансовой.
6. Остаточная стоимость неоперационных долгосрочных активов 22,4.
7. Долгосрочные обязательства по лизингу по балансовой оценке составляют 162. Проценты по договору лизинга – 13%. Обязательства выплачиваются в конце каждого года в соответствии с графиком:

График выплат:	6 год	7 год	8 год
Платежи по лизингу	62,0	62,0	84,5
Приведенная стоимость платежей (под 13%) = 162	54,9	48,6	58,5

Рассчитайте рыночную стоимость финансовых обязательств по лизингу, учитывая, что рыночные процентные ставки на дату оценки составляют 10%.

Расчет рыночной стоимости собственного капитала выполните в Таблицах 7 и 8.

Таблица 7

	XXX5 год	Дооценка до рыночный ст-ти	Рыночная ст-ть	Минус неоперац активы	Рыночная ст-ть операц. активов
Активы					
Итого остаточная стоимость долгосрочных активов	410,2				
Запасы	295,00				
Дебиторская задолженность	240,00				
Прочие текущие активы	79,00				
Ценные бумаги	500,00				
Денежные средства	70,43				
Итого текущие активы	1 184,4				
Итого АКТИВЫ	1 594,6				
Собственный капитал и обязательства					
Долгосрочный банковский кредит	10,00				
Долгосрочные обязательства по лизингу	162,0				
Кредиторская задолженность	280,00				
<i>Налоговые обязательства</i>					
Итого обязательства	452,0				
Собственный капитал	1 142,65				
Итого СК и обязательства	1 594,6				

Рассчитайте:

- 1) Рыночную стоимость собственного и вложенного капитала компании (по всем активам, включая неоперационные).
- 2) Рыночную стоимость продаваемого бизнеса и рыночную стоимость собственного капитала (по операционным активам).
- 3) Структуру вложенного капитала (долю СК и ФО в %).

Таблица 8

	Балансовая оценка (по полным активам)	Рыночная оценка (по полным активам)	Рыночная оценка (по операционным активам)
Активы, итого	1 594,6		
Минус: краткосрочная кредиторская задолженность, включая налоговую	280,0		
Чистые активы = Вложенный капитал	1 314,6		
Финансовые об-ва и собственный капитал			
Долгосрочный банковский кредит	10,0		
Долгосрочные обязательства по лизингу	162,0		
Итого финансовые обязательства	172,0		
Собственный капитал	1 142,7		
Структура вложенного капитала			
Доля финансовых обязательств во влож кап	13,1%		
Доля собственного капитала во влож капитале	86,9%		

Задание 3. Потоки экономических выгод

Рассчитайте потоки экономических выгод в адрес владельцев вложенного и собственного капитала компании, взяв за основу нормализованную отчетность (Таблицы 4 и 5). Сведения об инвестиционном и финансовом денежном потоке – см. Отчет о движении денежных средств (Таблица 3).

Таблица 9

Чистый поток ДС к владельцам вложенного капитала (NET CF to Invested Capital)

Годы	1	2	3	4	5
ЕВИТ	117,1	121.2	133.9	171.3	
Налог на прибыль (от ЕВИТ)	-35,1	-36.4	-40.2	-51.4	
Амортизация (без учета амортизации неоперационных активов)	57,6	65.2	73.4	83.0	
Валовый поток ДС к владельцам вложенного капитала (GROSS CF to Invested Capital)	139,6	150.1	167.1	202.9	
Изменение чистого оборотного капитала	-26,0	-15.21	-20.51	-25.91	
Приобретение долгосрочных активов (за вычетом неоперационных)	-60,0	-63.4	-68.5	-79.9	
Чистый поток ДС к владельцам вложенного капитала (NET CF to Invested Capital)	53,6	71.5	78.2	97.1	

Таблица 10

Чистый поток ДС к владельцам собственного капитала (NET CF to Equity)

Годы	1	2	3	4	5
Чистая прибыль	77,8	81.4	91.6	118.5	
Амортизация (без учета амортизации неоперационных активов)	57,6	65.2	73.4	83.0	
Валовый поток ДС к владельцам собственного капитала (GROSS CF to Equity)	135,4	146.6	165.0	201.5	
Итого изменение чистого оборотного капитала	-26,0	-15.2	-20.5	-25.9	
Приобретение долгосрочных активов (за вычетом неоперационных)	-60,0	-63.4	-68.5	-79.9	
Поступление кредитов	60,0	50.0	30.0	20.0	
Выплата кредитов	0,0	-60.0	-50.0	-30.0	
Увеличение прочих финансовых обязательств (лизинг)	2,0	10.0	1.6	3.0	
Чистый поток ДС к владельцам собственного капитала (NET CF to Equity)	111,4	68.0	57.7	88.7	

Задание 4. Коэффициент beta

На основании проведенного анализа компании «Крендель» были подобраны компании – аналоги, акции которых котируются на открытом рынке и рассчитан показатель beta.

Учитывая фактический финансовый рычаг и ставку налогообложения прибыли анализируемой компании, рассчитайте коэффициент beta.

Данные по компаниям- аналогам:

Beta по компаниям – аналогам (медианное значение)	1,2
D% аналогов	30%
Eq% аналогов	70%
Ставка налогообложения прибыли компаний-аналогов	40%

Данные по анализируемой компании:

D% компании	
Eq% компании	
Ставка налогообложения прибыли компании	30%

Задание 5. Расчет коэффициентов дисконтирования и капитализации

Имеется следующая информация:

Таблица 11

Рыночная доходность на дату оценки, США	
90-дневные государственные векселя США (Treasury Bill Rate Rate)	1,70%
10-летние государственные облигации США (Treasury Notes Rate)	4,10%
20-летние государственные облигации США (Treasury Bonds Rate)	5,20%
Рыночная доходность на дату оценки, РФ	
10-летние государственные облигации РФ (Treasury Notes Rate)	5,38%
20-летние государственные облигации РФ (Treasury Bonds Rate)	5,70%
30-летние государственные облигации РФ (Treasury Bonds Rate)	7,13%
Исторические данные (Ibbotson Data (1926 - 20XX))	Среднеарифметические показатели
Данные по крупным компаниям США	
Суммарная доходность (Total Return)	12,20%
Доходность по прибыли (Income Return)	4,30%
Доходность по росту курсовой стоимости (Capital Appreciation)	7,60%
Данные по малым компаниям США	
Суммарная доходность (Total Return)	18,20%
Долгосрочные государственные облигации, США	
Суммарная доходность (Total Return)	5,80%
Купонная доходность (Income Return)	5,20%
Доходность по курсовой стоимости (Capital Appreciation)	0,40%
Суммарная доходность казначейских векселей (Treasury Bill Total Return)	3,80%
Исторические данные: 20-летние государственные облигации РФ, купонная доходность.	7,66%
Историческая доходность акций крупных компаний России	13,8%

Таблица 11 (Продолжение)

Данные по оцениваемой компании "Крендель"	
Премия за специфический риск компании "Крендель" (Estimated Specific Risk Premium) в дополнение к риску "малого размера"	4,50%
Балансовая стоимость финансовых обязательств (Book Value of Debt)- Таблица 8	\$172,0
Рыночная стоимость финансовых обязательств (Market Value of Debt)- Таблица 8	\$181,1
Балансовая ст-ть СК (Book Value of Equity)- Таблица 8	\$1 142,7
Рыночная ст-ть СК на основе метода чистых активов, включая неоперационные активы (Value of Equity from Net Assets Approach)	\$1 239,7
Рыночная ст-ть СК на основе метода чистых активов (Value of Operating Equity from Net Assets Approach) - только по операционным активам	\$717,3
Рыночные процентные ставки по долговым обязательствам (Market Interest of Rate on Debt)	10,00%
Фактический темп роста дохода компании за последний год (Revenue Actual Growth Rate)	10,00%
Фактический темп роста чистых денежных потоков к владельцам СК (Net CF to Equity Actual Growth Rate)	19,67%
Фактический темп роста чистых денежных потоков к владельцам ВК (Net CF to IC Actual Growth Rate)	18,28%
Ожидаемый долгосрочный темп роста (Expected Long-Term Growth Rate)	5,00%
Ставка налогообложения прибыли (tax%)	30%
Levered beta компаний - аналогов	1,12

Используя имеющиеся данные, рассчитать следующие показатели:

Таблица 12

1. Рассчитать коэффициент дисконтирования потоков выгод к СК (equity discount rate), используя метод "build-up"	
Re (build-up) = Rf1 + (Rm-Rf2) + SCRП+SRP	
EPR = Rm - Rf2	
Rf1	
Rm	
Rf2	
Премия за малый размер SCRП	
SRP	
Re (build-up)	

2. Рассчитать коэффициент дисконтирования потоков выгод к СК (equity discount rate), используя метод CAPM	
Re (CAPM) = Rf 1 + beta*(Rm- Rf2)+SCRП + SRP	
Rf1	
beta	
Rm	
Rf2	
Премия за малый размер SCRП	
SRP	
Re (CAPM)	

3. Рассчитать средневзвешенную стоимость вложенного капитала (WACC), используя в качестве Re показатель, рассчитанный по модели "build-up"	
WACC = Rd* (1-tax%) * D %+ Re *E%	
Rd	
tax%	
Re(build-up)	
Доля фин об-в во вложенном капитале: D%	
Доля СК во вложенном капитале: E%	
WACC	

4. Рассчитать коэффициент капитализации потоков выгод к СК (equity capitalization rate), используя метод "build-up"	
Ke = Re - g	
5. Рассчитать коэффициент капитализации потоков выгод к вложенному капиталу (invested capital capitalization rate)	
K ic = WACC - g	

Задание 6. Расчет рыночной стоимости собственного капитала методом капитализации потоков выгод к владельцам вложенного и собственного капитала

Данные по оцениваемому бизнесу по итогам XXX5 года:

Чистый оборотный капитал на конец XXX5 года (Табл. 4):	392,4
Запасы	295,0
Дебиторская задолженность (нетто)	228,0
Прочие текущие активы	79,0
Денежные средства	70,4
Минус: Кредиторская задолженность	-280,0
Капитальные вложения (за XXX5 год) - Табл.3	-89,0
Финансовые обязательства на конец XXX5 года (Табл.8)	181,1
Неоперационные активы на конец XXX5 года (Табл.8)	522,4

Рассчитать рыночную стоимость собственного капитала:

- методом капитализации чистых денежных потоков к владельцам собственного капитала и
- методом капитализации чистых денежных потоков к владельцам вложенного капитала, если предполагается, что:

- 1) Темп роста валового потока ДС к владельцам собственного и вложенного капитала составит 5%.
- 2) Размер чистого оборотного капитала увеличится на 3%.
- 3) Величина финансовых обязательств вырастет также на 3%.
- 4) Капитальные затраты вырастут на 5%.
- 5) Ставки капитализации потоков денежных средств возьмите из предыдущего задания.
- 6) Валовые потоки ДС к владельцам собственного и вложенного капитала в XXX5 году были рассчитаны в Задании 3 (Табл.9 и 10).

Расчет методом капитализации чистых денежных потоков к владельцам собственного капитала:

Таблица 13

Показатель	Расчет
Валовый поток ДС к владельцам собственного капитала (GROSS CF to Equity) в XXX6 г	
Изменение чистого оборотного капитала	
Капитальные вложения в XXX6 г	
Изменение финансовых обязательств	
Чистый денежный поток ДС к владельцам СК (Net CF to Equity) в XXX6 году	
Коэффициент капитализации (из предыдущего задания)	
Рыночная стоимость СК (без неоперационных активов) на 31.12.XXX5 года	
Плюс неоперационные активы	
Рыночная стоимость собственного капитала (включая неоперационные активы)	

Расчет методом капитализации чистых денежных потоков к владельцам вложенного капитала:

Таблица 14

Показатель	Расчет
Валовый поток ДС к владельцам ВК (GROSS CF to Invested Capital) в XXX6 году	
Изменение чистого оборотного капитала	
Капитальные вложения в XXX6 году	
Чистый денежный поток ДС к владельцам ВК (Net CF to Equity) в XXX6 году	
Коэффициент капитализации (из предыдущего задания)	
Рыночная стоимость вложенного капитала (бизнеса)	
Минус: финансовые обязательства (на дату оценки)	
Рыночная стоимость собственного капитала (без неоперационных активов)	
Плюс неоперационные активы	
Рыночная стоимость собственного капитала (включая неоперационные активы)	

Задание 7. Расчет рыночной стоимости бизнеса и собственного капитала методом дисконтирования чистых денежных потоков к владельцам вложенного капитала

Акционеры и менеджеры компании «Крендель» считают, что есть возможность расширения рынка сбыта и прироста доходов в краткосрочном периоде более, чем на ранее предполагавшиеся 5% в год.

Однако, для этого необходимы существенные инвестиции в долгосрочные активы (строительство сети магазинов) в XXX6 году. Расширение бизнеса потребует также и роста оборотного капитала.

Увеличение доходов скажется на росте прибыли и притока денежных средств, что позволит получать дивиденды в размере 50% от чистой прибыли.

Акционеры полагают, что при оценке рыночной стоимости бизнеса следует учесть данные возможности, так как они объективно отражают те благоприятные рыночные условия, в которых будет работать компания в ближайшие 5 лет.

Консультанты совместно с менеджерами составили прогноз финансового положения и денежных потоков компании:

Таблица 15: Прогноз прибылей и убытков

Годы	5	6	7	8	9	10
Доходы всего	1 914,3	2 201,4	2 465,6	2 662,9	2 849,3	3 048,7
Себестоимость реализованных товаров	1 280,5	1 421,4	1 549,3	1 673,3	1 782,0	1 888,9
Валовая маржа	633,8	780,1	916,3	989,6	1 067,2	1 159,8
Заработная плата	200,0	220,0	242,0	266,2	292,8	322,1
Транспортные расходы	38,3	45,9	55,1	66,2	79,4	95,3
Амортизация	97,9	110,6	126,5	144,7	165,5	189,4
Реклама и продвижение	57,4	68,9	82,7	99,2	119,1	142,9
Аренда помещений	52,0	54,6	57,3	60,2	63,2	66,4
Итого операционные расходы	445,6	500,0	563,6	636,5	720,0	816,0
Операционная прибыль (ЕВИТ)	188,2	280,0	352,7	353,1	347,2	
Прочие прибыли/убытки	30,0	0	0	0	0	0
Проценты за кредит	-0,8	-17,2	-25,2	-27,2	-29,2	
Налогооблагаемая прибыль ЕВТ	217,4	262,8	327,5	325,9	318,0	
Налог на прибыль	-65,2	-78,9	-98,2	-97,8	-95,4	
Чистая прибыль	152,2	184,0	229,2	228,2	222,6	

Таблица 16: Прогноз баланса

Годы	5	6	7	8	9	10
АКТИВЫ						
Долгосрочные активы, перв ст-ть	780,7	921,3	1 053,9	1 205,7	1 379,3	1 577,9
Накопленная амортизация	-392,9	-503,5	-629,9	-774,6	-940,1	-1 129,5
Остат ст-ть долгосрочных активов	387,8	417,8	424,0	431,1	439,2	448,4
Запасы (+10%)	295,0	324,5	357,0	392,6	431,9	
Дебиторская задолж. (+10%)	228,0	250,8	275,9	303,5	333,8	
Прочие текущие активы (+7%)	79,0	84,5	90,4	96,8	103,6	
Ценные бумаги	500,0	585,0	655,0	720,0	780,0	830,0
Денежные средства	70,4	86,4	99,2	110,5	117,3	124,8
Итого текущие активы	1 172	1 331	1 477	1 623	1 767	1 908
Итого АКТИВЫ	1 560,2	1 749,0	1 901,5	2 054,4	2 205,7	2 356,3
Собственный капитал и обязательства						
Уставный капитал	532,3	532,3	532,3	532,3	532,3	532,3
Нераспределенная прибыль	575,9	667,9	782,5	896,6	1 007,9	1 117,3
Итого собственный капитал	1 108,2	1 200,2	1 314,9	1 428,9	1 540,2	1 649,6
Долгосрочные финансовые обязательства	172,0	252,0	272,0	292,0	312,0	332,0
Краткосрочная кредиторская задолженность (+6%)	280,0	296,8	314,6	333,5	353,5	
Итого обязательства	452,0	548,8	586,6	625,5	665,5	706,7
Итого СК и обязательства	1 560,2	1 749,0	1 901,5	2 054,4	2 205,7	2 356,3
Справочно:						
Чистый оборотный капитал	392,4	449,4	507,9	569,9		

Таблица 17: Прогноз капитальных вложений

Годы	5	6	7	8	9	10
Первоначальная ст-ть долгосрочных активов на начало периода	692	781	921	1 054	1 206	1 379
Приобретение долг. активов	89,0	140,5	132,7	151,8	173,6	198,6
Первоначальная ст-ть долгосрочных активов на конец периода	781	921	1 054	1 206	1 379	1 578
Норма амортизации	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Расходы на амортизацию за период	94	111	126	145	166	
Накопленная амортизация на нач. периода	299	393	503	630	775	
Накопленная амортизация на конец периода	393	503	630	775	940	

Таблица 18: Прогноз денежных потоков

Годы	5	6	7	8	9	10
Чистая прибыль	152,2	184,0	229,2	228,2	222,6	
Амортизация	97,9	110,6	126,5	144,7	165,5	
Изменение запасов	-25,0	-29,5	-32,5	-35,7	-39,3	
Изменение ДЗ	-10,0	-22,8	-25,1	-27,6	-30,3	
Изменение прочих тек активов	-11,0	-5,5	-5,9	-6,3	-6,8	
Изменение КЗ	23,0	16,8	17,8	18,9	20,0	
Итого приток ДС от операций	227,0	253,5	310,1	322,1	331,8	
Инвестиции						
Приобретение оборудования	-89,0	-140,5	-132,7	-151,8	-173,6	-198,6
Приобретение ценных бумаг	-120,0	-85,0	-70,0	-65,0	-60,0	-50,0
Итого отток по инвестициям	-209,0	-225,5	-202,7	-216,8	-233,6	-248,6
Финансовая деятельность						
Получение новых кредитов и возникновение обязательств	12,0	160,0	180,0	200,0	220,0	240,0
Погашение кредитов и займов	-20,0	-80,0	-160,0	-180,0	-200,0	-220,0
Выплата дивидендов		-92,0	-114,6	-114,1	-111,3	-109,4
Итого приток/отток по финансовой деятельности	-8,0	-12,0	-94,6	-94,1	-91,3	-89,4
Итого приток/отток за период	10,1	16,0	12,8	11,3	6,8	7,5
ДС на начало периода	60,3	70,4	86,4	99,2	110,5	117,3
ДС на конец периода	70,4	86,4	99,2	110,5	117,3	124,8

Таблица 19: Прогноз финансовых обязательств

Годы	5	6	7	8	9	10
Долгосрчные кредиты и обязательства на начало периода	180	172	252	272	292	312
Поступление	12	160	180	200	220	240
Выплата	-20	-80	-160	-180	-200	-220
Долгосрчные кредиты и обязательства на конец периода	172,0	252,0	272,0	292,0	312,0	332,0

Задание: Рассчитайте рыночную стоимость бизнеса и собственного капитала компании методом дисконтирования чистых денежных потоков к владельцам вложенного капитала.

Поскольку бизнес не является сезонным, и денежные потоки поступают равномерно в течение года, то и дисконтирование потоков следует производить не от конца, а от середины года.

Таблица 20: Расчет рыночной стоимости бизнеса и собственного капитала

Годы	6	7	8	9	10
ЕВИТ	280,0				
Налог на прибыль	-84,0				
Амортизация	110,6				
Валовый поток ДС к владельцам вложенного капитала (GROSS CF to Invested Capital)	306,6				
Изменение чистого оборотного капитала	-57,0				
Приобретение оборудования	-140,5				
Чистый поток ДС к владельцам вложенного капитала (NET CF to Invested Capital)	109,0				
WACC (Табл. 12, п. 3)	19,2%				
Ставка приведения ($1/(1+WACC)^{(t-0,5)}$)	0,916				
Приведенный чистый денежный поток (к владельцам вложенного капитала)	99,9				

Чистая приведенная стоимость , NPV	
Чистый денежный поток 10 года	
Долгосрочный темп роста, g	5%
Чистый денежный поток 11 года	
Ставка капитализации (для расчета TV)	
Отсроченная стоимость, TV	
Ставка приведения от 10 к 5 году ($1/(1+WACC)^{(10-5-0,5)}$)	0,453
Приведенная отсроченная стоимость (к 5 году), PV (TV)	
Рыночная стоимость бизнеса (вложенного капитала), MVIC	
Минус: рыночная стоимость финансовых об-в на дату оценки (конец 5 года)	
Рыночная стоимость собственного капитала (без неоперационных активов)	
Плюс: неоперационные активы на дату оценки	522,4
Рыночная стоимость собственного капитала (включая неоперационные активы)	

Задание 8. Оценка стоимости бизнеса: рыночный подход, метод сделок

За последнее время на рынке пищевой промышленности происходил целый ряд сделок по слияниям и поглощениям компаний, бизнес которых аналогичен бизнесу оцениваемой компании «Крендель»:

Компания	Приобретенная доля	Стоимость и условия сделки
"Вафля"	100%	1146 - оплата наличными на дату приобретения
"Хлебец"	100%	1025 - оплата наличными на дату приобретения
"Бублик"	80%	1600 – оплата наличными на дату приобретения, плюс: беспроцентный вексель на сумму 800 со сроком погашения через три года

Балансовые показатели компаний:

Компания	Активы, итого	В т.ч. операц активы	В т.ч. неоперац активы	Комм. кред. зад-ть	Бал. ст-ть ВК, CE=NOA	Фин. об-ва, Debt	Бал. ст-ть СК, BV of Equity
«Крендель»	1 582,6	1 060,2	522,4	280,0	780,2	172,0	608,2
"Вафля"	2 700,0	2 580,0	120,0	400,0		654,0	
"Хлебец"	900,0	820,0	80,0	120,0		175,0	
"Бублик"	4 500,0	4 500,0	неизвестно	1 000,0		1 400,0	

Данные из Отчетов о прибыли:

	Доход, SR	ЕВІТ	Чистая прибыль, NI
«Крендель»	1914,30	187,37	130,46
"Вафля"	6104,00	518,84	183,12
"Хлебец"	1400,00	168,00	140,00
"Бублик"	10500,00	735,00	525,00

Рассчитайте рыночную стоимость собственного капитала (100%) компании «Бублик» и рыночную стоимость бизнеса (MVIC) компаний – аналогов. Рыночная стоимость финансовых обязательств компаний – аналогов совпадает с балансовой.

Требуемая доходность собственного капитала «Бублика» $R_e = 20\%$.

Компания	MVIC	P (Eq Val), 100%
"Вафля"		1146
"Хлебец"		1025
"Бублик"		

Рассчитайте рыночные мультипликаторы:

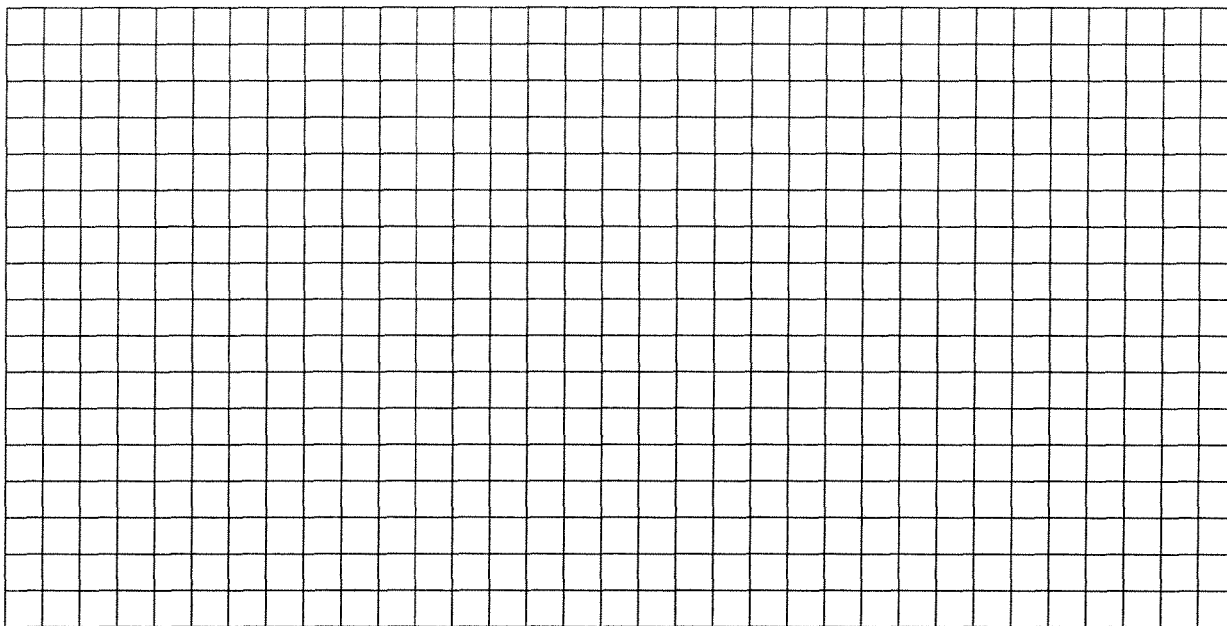
	MVIC/SR	MVIC/NOA	P/BV	P/E
"Вафля"		0,83	0,75	
"Хлебец"	0,86		1,95	7,32
"Бублик"		1,14		4,91

Рассчитайте показатели эффективности деятельности компаний:

Компании	Рент-ть продаж : ROS = EBIT/SR, %	Рент-ть деят-ти по чистой прибыли: NI/SR, %	Обор-ть вл. кап (чистых опер активов): SR/NOA	Рент-ть чистых операц активов: RONA = ROCE = EBIT/NOA	Рент-ть СК: ROE = NI/Eq
«Крендель»	9,8%	6,8%		24,0%	
"Вафля"		3,0%	2,80		12,00%
"Хлебец"	12,0%		2,00	24,0%	
"Бублик"	7,0%	5,0%		21,0%	25,00%

Определите мультипликатор MVIC/SR компании «Крендель» методом интерполяции на основании линейной зависимости между данным мультипликатором и рентабельностью продаж ($ROS = SR/EBIT$).

	MVIC/SR	ROS (EBIT%)
"Вафля"	0,29	8,5%
"Хлебец"	0,86	12,0%
"Бублик"	0,38	7,0%
«Крендель»		9,8%



Рассчитайте рыночную стоимость вложенного и собственного капитала оцениваемой компании «Крендель» используя данный мультипликатор. Рыночную стоимость финансовых обязательств возьмите из предыдущего задания.

2. Определите мультипликатор MVIC/NOA компании «Крендель». методом интерполяции на основании линейной зависимости между данным мультипликатором и рентабельностью чистых операционных активов (балансового значения вложенного капитала, $ROCE = EBIT/NOA$).

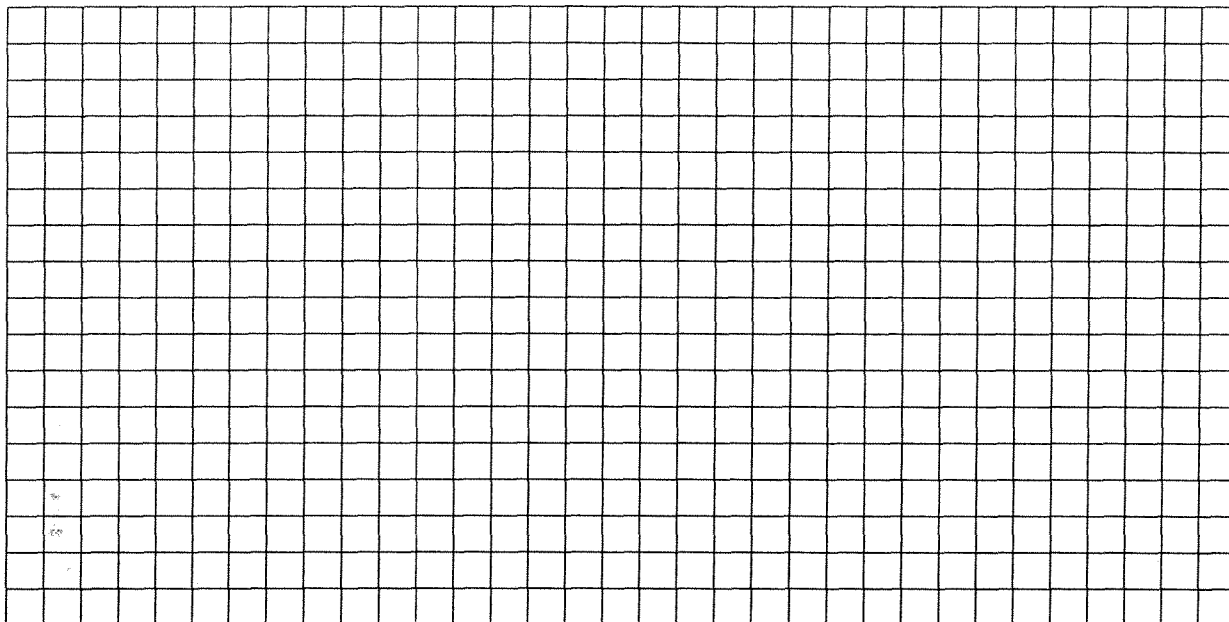
	MVIC/NOA	ROCE (EBIT/NOA)
"Вафля"	0,83	23,8%
"Хлебец"	1,71	24,0%
"Бублик"	1,14	21,0%
«Крендель»		24,0%

[illegible]

Рассчитайте рыночную стоимость вложенного и собственного капитала оцениваемой компании «Крендель». используя данный мультипликатор. Рыночную стоимость финансовых обязательств возьмите из предыдущего задания.

3. Определите мультипликатор P/BV компании «Крендель». методом интерполяции на основании линейной зависимости между данным мультипликатором и рентабельностью собственного капитала ROE.

	P/BV	ROE
"Вафля"	0,75	12,00%
"Хлебец"	1,95	26,67%
"Бублик"	1,23	25,00%
«Крендель»		21,45%



Рассчитайте рыночную стоимость собственного капитала оцениваемой компании «Крендель». используя данный мультипликатор.

4. Мультипликатор РЕ оцениваемой компании примите равным среднеарифметическому значению мультипликаторов компаний – аналогов.

	P/E
"Вафля"	6,26
"Хлебец"	7,32
"Бублик"	4,91
«Крендель»	

Рассчитайте рыночную стоимость собственного капитала оцениваемой компании «Крендель». используя данный мультипликатор.

Подведение итогов применения метода мультипликаторов, рассчитанных по данным о прецедентных сделках:

В данном учебном примере примите рыночную стоимость собственного капитала компании «Крендель» равной среднеарифметическому значению (из четырех полученных Вами):

Задание 9. Подведение итогов

Подведите итоги по проведению оценки рыночной стоимости собственного и вложенного капитала компании «Крендель». Найдите среднеарифметическое значение рыночной стоимости собственного капитала компании.

Таблица 21: Подведение итогов

Рыночная стоимость СК (только операционные активы)	Значение
Метод чистых активов	
Метод капитализации чистых денежных потоков к СК	
Метод капитализации чистых денежных потоков к ВК	
Метод дисконтирования чистых денежных потоков к ВК	
Метод рыночных мультипликаторов	
Среднеарифметическое значение	
Плюс: неоперационные активы	
Рыночная стоимость собственного капитала (включая неоперационные активы)	
Плюс: рыночная стоимость финансовых обязательств	
Рыночная стоимость бизнеса (ВК)	

Приложение 1.

Словарь терминов первичного открытого размещения IPO Glossary

Aftermarket

Trading in the IPO subsequent to its offering is called aftermarket. Trading volume in IPO is extremely high on the first day due to flipping and aftermarket *purchases*. Trading volume can decline precipitously in the following days.

Aftermarket Performance

The price appreciation (or depreciation) in IPO is measured from the offering price going forward. However, to obtain a better benchmark of IPO aftermarket performance, some investors track performance from the *first day close*.

American Depositary Receipts (ADRs)/American depositary Shares (ADSs)

Non-U.S. companies that wish to list on a U.S. exchange must abide by the regulatory and reporting standards of the Securities and Exchange Commission (SEC). These securities are called receipts because they represent a certain amount of the company's actual shares. Examples of ADRs are France Telecom, British Sky Broadcasting and Equant.

Вторичный рынок

Торговля ценными акциями после первоначального размещения называется вторичным рынком. Объем вторичного рынка особенно велик в первый день, благодаря вторичным и корректирующим размер портфеля покупкам. Объем торгов на вторичном рынке может резко сократиться в последующие дни.

Результаты вторичных торгов

Рост или падение цены акции на вторичном рынке определяется ценой предложения на будущие покупки. Тем не менее, для получения лучшей оценки вторичного рынка некоторые инвесторы используют цену закрытия первого дня торгов.

Американские депозитарные расписки (АДР)/Американские депозитарные акции (АДА)

Для включения в листинг американских бирж иностранные компании должны придерживаться регулирующих стандартов Комиссии по Ценным Бумагам и Биржам (КЦББ) и устанавливаемых ею стандартов предоставления финансовой отчетности. Акции неамериканских компаний, котирующиеся на биржах Соединенных Штатов, получили название депозитарных расписок, поскольку они представляют собой некоторое количество реальных акций данных компаний. Примерами АДР являются акции таких компаний, как France Telecom, British Sky Broadcasting и Equant.

Beauty Contest

When a company is considering an IPO, the company's executives typically interview a number of investments banks to determine which one would do best job of managing the offering and provide ongoing research reports once the company is public. The parade of investment bankers through a company's offices is known as the beauty contest.

Book Running Manager

The book running manager is underwriter controlling the offering. This underwriter's name almost always appears on the top left at the bottom of the cover page of the prospectus. In some cases, however, the underwriter whose name appears in this position does not control the order book listing from prospective investors. That role is taken by one of the other underwriters listed on the cover page. That is why investor asks, "Who is the book running manager?"

Co-managers

Most initial public offerings and secondary offerings have more than one underwriter. The manager controlling the offering is called the lead manager. Other underwriters are co-managers. The names of these underwriters appear on the bottom of the front page of the prospectus, with the most important managers appearing on the top left, and the co-managers arrayed from left to right on order of importance.

«Смотрины»

Когда компания принимает решение о публичном размещении акций, ее высшее руководство проводит ряд переговоров с представителями инвестиционных банков с целью выбора банка, который предлагает наилучшие условия проведения размещения акций и составления аналитических отчетов, когда компания станет открытой. Нашествие представителей инвестиционных банков на компанию известно как «смотрины».

Администратор подписки на акции

Администратор подписки на акции – это андеррайтер, контролирующий размещение акций. Имя андерайтера почти всегда указано в левом нижнем углу обложки проспекта эмиссии. В некоторых случаях, тем не менее, андерайтер, чье имя занимает указанную позицию, не занимается непосредственно составлением списков потенциальных инвесторов, и эту работу выполняет один из прочих андерайтеров, перечисленных на обложке проспекта. Это объясняет, почему у инвесторов часто возникает вопрос: «Кто является администратором подписки на акции?».

Ассистирующие андерайтеры

Большинство первичных и вторичных размещений акций на открытом рынке проводится при помощи более, чем одного андерайтера. Инвестиционный банк, контролирующий размещение, называется главным андерайтером. Другие инвестиционные банки, принимающие участие в размещении, называются ассистирующими андерайтерами. Их имена располагаются в нижней части первой страницы проспекта эмиссии, причем имя главного андерайтера находится сверху, а ассистирующие андерайтеры расположены в порядке убывания важности их роли в размещении слева направо.

Comparables

When investment bankers decide how to price an IPO, they study the valuation of similar, already public companies. These are called comparables. The pricing range indicated in the registration statement or in the prospectus reflects the proposed valuation of the IPO relative to the comparables. It is critical to reflect good comparables. Bankers sometimes lean towards comparables with high valuation, but knowledgeable investors do their own homework. Sometimes, an IPO may be the first company in its industry to go public. Then, there are no comparables. In those cases? Investors look for analogous companies on which to base a valuation. Companies that had no direct comparables at the time they went public include Yahoo!, Amazon.com, and MFS (now MCI Worldcom)

Depository Trust Company

The DTC is essentially a clearinghouse between institutional buyers and sellers of securities and brokers. It allows institutional investors to seamlessly buy and sell stock using multiple brokers.

Сопоставимые компании

Когда инвестиционные банки решают, какую цену установить на первоначально размещаемые акции, они изучают стоимость сходных компаний, акции которых уже котируются на бирже. Такие компании называются сопоставимыми компаниями. Уровень цен, указанный в отчете о регистрации или в проспекте эмиссии, отражают ожидаемую стоимость акций компании, выходящей на открытый рынок, относительно сопоставимых компаний. Правильный выбор сопоставимых компаний имеет решающее значение для успеха размещения. Инвестиционные банки иногда склоняются к выбору сопоставимых компаний с высокой стоимостью акций, но потенциальные инвесторы принимают решение на основе собственных представлений и суждений. Иногда компании, размещающие свои акции на рынке впервые, являются первыми представителями своей отрасли на этом пути. В таком случае сопоставимые компании отсутствуют, и инвесторы подбирают аналоги, на основании стоимости которых проводят оценку. Среди компаний, которые явились пионерами публичного размещения акций в своей отрасли - Yahoo!, Amazon.com, и MFS (теперь MCI Worldcom).

Трастовая депозитарная компания

В роли трастовой депозитарной компании обычно выступает клиринговая палата, проводящая расчеты по сделкам между институциональными покупателями и продавцами акций и брокерами. Учет прав на владение акциями в трастовых депозитарных компаниях позволяет институциональным инвесторам с легкостью покупать и продавать акции, пользуясь многочисленных брокеров.

Direct Public Offering (DPO)

To avoid the expense of high-priced lawyers and investment bankers, some companies try to go it alone by selling their shares directly to the public. This has been used by small consumer products companies with loyal customers. These offerings are usually extremely small and highly illiquid.

Due Diligence

As a part of a process of taking company public, the investment bankers and lawyers of the underwriters conduct an in-depth examination of the proposed IPO. They speak with management about the company's prospect, strategy, competition and financial statement. Information that material to the company's prospects must be disclosed in the prospectus.

Fast track

It usually takes eight weeks for an IPO to complete the offering process, which begins with the *filling of the registration statement* with the SEC and ends with the pricing of the IPO. However, some companies are so confident that their registration statement will pass SEC review with no changes that they speed up the process by printing the preliminary prospects immediately and beginning the road show process. These IPO are on a fast track.

Прямое открытое размещение

Чтобы избежать больших расходов на оплату услуг адвокатов и инвестиционных банков, некоторые компании упрощают процедуру размещения акций путем непосредственной продажи акций внешним инвесторам. Эта техника размещения применяется обычно небольшими компаниями, производящими потребительские товары и имеющими приверженных клиентов. Пакеты акции, выводимые на рынок путем прямого открытого размещения, обычно очень малы и крайне неликвидны.

Необходимая проверка

В процессе превращения компании в открытую, инвестиционные банки и юристы андеррайтеров проводят тщательный анализ компании, осуществляющей первичное размещение акций на открытом рынке. Они проводят собеседования с менеджментом компании о планах на будущее, стратегиях, конкурентной позиции, финансовом состоянии. Информация, которая является «материальной» для планов компании на будущее, должна быть раскрыта в проспекте эмиссии.

Размещение по «горячим следам»

Обычно процесс проведения первичного размещения акций на открытом рынке занимает около восьми недель, начиная от заполнения регистрационной формы в Комиссии по Ценным Бумагам и Биржам, и заканчивая определением цены первичного размещения. Однако некоторые компании настолько уверены в том, что их регистрационные документы пройдут КЦББ без каких-либо изменений, что ускоряют процесс размещения путем публикации предварительных проспектов эмиссии и начала деятельности по размещению на их основе. Такие первоначальные размещения акций на открытом рынке называются размещениями по горячим следам.

Float

When the company is publicly traded, a distinction is made between the total number of shares outstanding and the amount of shares in circulation, referred to as a float. The float consists of the company's shares held by the general public. For example, if company offers 2 million shares to the public in an IPO and has 20 millions shares outstanding, its float is 2 million shares.

Indication of interest

If an investor is interested in buying an IPO, he or she will give the lead manager an order for a specific amount of stock. Since most IPO are oversubscribed, indications of interest are usually for several times what the investor really wants. On some deals, the valuation of the IPO may be an issue. In this case an investor might give a limit order for the IPO. For example, the investor might say "I'm in up to \$15", meaning that they will take shares if they are priced at \$15 or less.

Initial Public Offering (IPO)

This is the event of a company first selling its shares to the public. Due to unseasoned trading, lack of information, equities are often referred to as IPO for months, if not years, following their debuts.

Акции в обращении

Когда акции компании продаются на открытом рынке, проводится различие между общим количеством выпущенных акций, и количеством акций в обращении (размещенные акции). Акции в обращении – это акции, которые принадлежат внешним инвесторам. Например, если компания предлагает к первичному публичному размещению 2 миллиона акций, и располагает 20 миллионами выпущенных акций, то она обладает 2 миллионами размещенных акций.

Индикатор интереса

Если инвестор заинтересован в приобретении акций проводимого первичного размещения, то он или она делает заявку главному андеррайтеру на определенное количество акций. Поскольку для большинства первичных размещений акций число заявок больше количества акций в наличии, индикатор интереса обычно в несколько раз превышает количество акций, которое инвесторы реально хотят приобрести. В некоторых случаях решающий характер в принятии решения о покупке носит цена. В таких ситуациях инвестор может разместить условную заявку. Например, текст заявки будет следующим «Я в акциях до \$15», что означает, что инвестор будет выкупать акции, если их цена не превысит \$15.

Первичное размещение акций

Это понятие описывает ситуацию, когда компания впервые продает свои акции на открытом рынке. Из-за несезонных торгов и недостатка информации акции часто упоминаются как на первично размещенные по прошествии месяцев, если не лет, после первого выхода акций на рынок.

IPO Price

Individual investors often ask why the price at which an IPO starts trading is different from its offer price. This is because the offer price is set of underwriters before the stock starts trading. Once the stock starts trading, the price is determined by actual supply and demand and can be higher or lower.

Lead manager

This is the underwriter who has ultimate control of the offering. Other underwriters are called co-managers. The name of the managers appear on the bottom of the front page of the prospectus, with the lead manager's name in the uppermost left. The lead manager controls all aspects of offering, including how many shares of stock the co-managers will sell, the timing of the *road show*, and the ultimate price of the deal.

Market capitalization

The total market value of a firm. It is defined as the product of the company's stock price per share and the total number of shares outstanding. The market cap should not be confused with the *float*, which is the amount of shares in circulation. A company's market cap can greatly exceed the float, especially in case of a new publicly traded company.

Цена первичного размещения

Частные инвесторы часто задают вопрос, почему цена первичного предложения и цена акции на начальных торгах различаются. Ответ состоит в том, что цена первичного размещения определяется андерайтерами до того, как акции начинают котироваться на бирже. Как только акции получают первую котировку, цена на них определяется реально существующим спросом и предложением и может быть выше или ниже цены первичного размещения.

Главный андерайтер

Это андерайтер, который полностью и единолично контролирует размещение акций. Все остальные андерайтеры называются ассистирующими андерайтерами. Названия инвестиционных банков-андерайтеров указаны внизу первой страницы обложки проспекта эмиссии, причем имя главного андерайтера указано слева над именами ассистирующих андерайтеров. Главный андерайтер полностью контролирует все аспекты размещения акций, включая решения о размере пакетов акций, которые будут продавать ассистирующие андерайтеры, расписание презентаций (всевозможные ланчи, званые обеды и прочие мероприятия, организуемые главным андерайтером с целью привлечения внимания потенциальных инвесторов к акциям компании) и окончательную цену сделки.

Рыночная капитализация

Общая рыночная стоимость компании. Определяется как произведение рыночной цены акции на количество выпущенных акций. Рыночную капитализацию не следует путать с количеством акций в обращении (размещенными акциями). Рыночная капитализация компании может значительно превышать размещенные акции, особенно если рассматривать компании, акции которых котируются непродолжительный отрезок времени.

Market value

The market value of a company is determined by multiplying the number of shares outstanding by the current price of the stock.

«Net» Offering

The SEC for years has allowed small companies to bypass the expensive system of using an underwriter through the Small Company Offering Registration process. The number of companies opting for a *direct public offering* has increased with the advent of electronic commerce on the Internet.

Offering price

This is the price at which the IPO is first sold to the public. It is set by the lead manager, usually after the close of stock market trading the night before the shares are distributed to IPO buyers. In the case of some foreign IPOs, the pricing occurs over the weekend.

Offering rage

On the front page of the preliminary prospects, the company indicates a price rage within they expect sell stock. The rage usually has a spread of \$2. For example, \$15 to 17. However, the ultimate price to the public may be above the rage, below the rage or within the rage, depending on demand and market conditions.

Рыночная стоимость компании

Рыночная стоимость компании определяется как произведение текущей рыночной котировки на количество выпущенных акций.

«Чистое» предложение

Комиссия по ценным бумагам и биржам в течение долгового времени разрешает небольшим компаниям обходить дорогостоящую систему использования андеррайтеров, предлагая процесс регистрации предложений о публичном размещении акций для небольших компаний. Количество компаний, выбирающих прямое открытое размещение, значительно возросло с появлением системы электронных торгов акциями в Интернет.

Цена предложения

Это цена первоначального размещения акций. Обычно устанавливается после закрытия биржевых торгов накануне распределения акций инвесторам. В случае первоначального размещения акций зарубежных компаний цена может определяться накануне выходных дней.

Интервал цены предложения

На титульном листе предварительного проспекта эмиссии указывается ценовой интервал, в пределах которого компания намеревается продавать свои акции. Интервал обычно имеет спрэд (разброс) в \$2. Например, от \$15 до \$17. Тем не менее, окончательная цена продажи акций может лежать как внутри интервала, так и выходить за его предельные значения, в зависимости от спроса и состояния рынка.

Operating Margin

The operating margin of a company is a key measure of profitability and performance. The operating margin is determined by deducting operating expenses (e.g. costs of goods and services, sales and marketing, general and administrative, and depreciation and amortization) from total revenues and then dividing the result by total revenues. Note that operating margin excludes interests expense, interest income, one-time gains or losses and taxes.

Premium

In a perfect world, IPOs are designed to be priced at a discount to existing publicly traded companies. In theory, this is meant to reward early investors for buying unseasoned company with no public track record. In reality, it is the lead manager's educated estimate on the highest price at there will be solid demand for the IPO, both on the offering and in the aftermarket. The difference between the IPO price offering and its opening price is called the premium. Some investors think that the difference between the IPO price and the price at the first day's close is a better measurement of the confusion that normally surrounds balancing buy and sell orders at the opening.

Операционная маржа (прибыль)

Операционная маржа компании является ключевым показателем прибыльности и деятельности компании. Операционная маржа определяется путем уменьшения общих поступлений от реализации на величину операционных издержек (себестоимость товаров и услуг, издержки на реализацию и маркетинг, общие и административные издержки, амортизация) и деления полученного результата на общую величину поступлений от реализации.

Премия

В условиях совершенного рынка капитала, акции первичного публичного предложения продаются с дисконтом по сравнению с акциями аналогичных компаний, уже котирующихся на бирже. В теории, такое соотношение цен призвано поощрить инвесторов вкладывать деньги в новые компании, поскольку это сопряжено с большим риском. В реальности, цена устанавливается главным андеррайтером на основе экспертной оценки того уровня цен, который позволит обеспечить устойчивый спрос на акции компании как на первичном, так и на вторичном рынке. Разница между ценой предложения и ценой открытия называется премией. Некоторые инвесторы считают, что разница между ценой первоначального предложения и ценой закрытия торгов в первый день в лучшей степени отражает несоответствие в уровнях цен, которое обычно сопровождает корректирующие размер портфеля заявки на покупку и продажу во время открытия торгов.

Proceeds

Companies go public to raise money. The money raised referred to as proceeds. In every prospectus there is a section entitled "Use of Proceeds". Investors should read this section to find out whether the company plans to use the money it raises in the IPO for capital investments (good) or to pay off insiders (bad).

Syndicate

This is the group of underwriters formed to underwrite an IPO. A syndicate might include underwriters who specialize in institutional business as well as retail-oriented firms. Syndicate once had a legitimate selling function. Today, the lead manager and co-managers usually do all the selling. The syndicate members just share in the risk of underwriting the IPO.

Underwriter

This is the brokerage firm that raises money for companies using public equity and debt markets. Underwriters are financial intermediaries that buy stocks or bonds from an issuer and then sell these securities to the public. The process through which it accomplished is highly regulated by the SEC and the National Association of Securities Dealers.

Привлеченные денежные средства

Компании выходят на внешний рынок капитала для того, чтобы привлечь денежные средства. В каждом проспекте эмиссии есть раздел «Использование поступлений». Инвесторы должны внимательно относиться к прочтению этого раздела с тем, чтобы выяснить, как компания планирует использовать привлеченные денежные средства. Если она планирует направить их на капитальные вложения, то это хорошо, если же денежные средства планируется использовать для того, чтобы расплатиться с инсайдерами (группы влияния внутри организации), то это нежелательно.

Синдикат

Это группа инвесторов, которые участвуют в подписке на акции первичного публичного предложения. Синдикат может включать в себя андерайтеров, которые специализируются на институциональном бизнесе, а так же компании, ориентированные на розничную продажу пакетов акций. В настоящее время всеми продажами обычно занимаются главный андерайтер и ассистирующие андерайтеры. Члены синдиката делят между собой риск подписки на акции первичного публичного предложения.

Андерайтер

Это брокерская контора которая привлекает деньги для компаний, используя открытые рынки акций и долговых ценных бумаг. Андерайтеры являются финансовыми посредниками, которые выкупают акции или облигации у эмитента и затем продает их на открытом рынке. Весь процесс строго регулируется Комиссией по Ценным Бумагам и Биржам, а так же Национальной Ассоциации Дилеров Ценных Бумаг.

Приложение 2. Глоссарий по «Оценке бизнеса»

Definitions

Adjusted Book Value - The book value that results after asset or liability amounts are added, deleted, or changed from their respective book amounts.

Adjusted Book Value Method - a method within the asset approach whereby all assets and liabilities (including off-balance sheet, intangible, and contingent) are adjusted to their fair market values (NOTE: In Canada on a going concern basis).

Appraised Value - The appraiser's opinion or conclusion of value.

Arbitrage Pricing Theory - a multivariate model for estimating the cost of equity capital, which incorporates several systematic risk factors.

Asset (Asset-Based) Approach - a general way of determining a value indication of a business, business ownership interest, or security using one or more methods based on the value of the assets net of liabilities.

Beta - a measure of systematic risk of a stock; the tendency of a stock's price to correlate with changes in a specific index.

Blockage Discount - an amount or percentage deducted from the current market price of a publicly traded stock to reflect the decrease in the per share value of a block of stock that is of a size that could not be sold in a reasonable period of time given normal trading volume.

Определения

Нормализованная балансовая стоимость – балансовая стоимость, которая получается после того, как соответствующие суммы активов или обязательств добавлены/вычтены или изменены по отношению к их учетной стоимости.

Метод нормализованной балансовой стоимости – один из методов оценки активов, когда все активы и обязательства (включая внебалансовые, нематериальные, условные) оцениваются по рыночной стоимости. (Примечание: В Канаде на основе принципа продолжающейся деятельности).

Оценочная стоимость – заключение и выводы оценщиков о стоимости.

Теория арбитражных цен – многомерная модель для определения стоимости собственного капитала, учитывающая несколько факторов систематического риска.

Метод «активов» – способ определения стоимости бизнеса, собственного капитала или ценных бумаг, основанный на использовании одного и более методов оценки стоимости активов и обязательств.

Бета – мера систематического риска акции; оценка корреляции изменения цены конкретной акции с изменением цен определенных индексов.

Скидка по объему (блоку) – количество или процент, на который уменьшается текущая рыночная цена акций, котирующихся на бирже, для отражения уменьшения в цене за блок акций, продаваемых в таком объеме, который не может быть продан за приемлемый период времени.

Business - see **Business Enterprise**.

Business Appraiser - A person who, by education, training, and experience, is qualified to develop an appraisal of a business, business ownership interest, security or intangible assets.

Business Enterprise - a commercial, industrial, service, or investment entity (or a combination thereof) pursuing an economic activity.

Business Risk - the degree of uncertainty of realizing expected future returns of the business resulting from factors other than financial leverage. See **Financial Risk**.

Business Valuation - the act or process of determining the value of a business enterprise or ownership interest therein.

Capital Asset Pricing Model (CAPM) - a model in which the cost of capital for any stock or portfolio of stocks equals a risk-free rate plus a risk premium that is proportionate to the systematic risk of the stock or portfolio.

Capitalization - a conversion of a single period of economic benefits into value.

Capitalization Factor - any multiple or divisor used to convert anticipated economic benefits of a single period into value.

Бизнес – смотри **Бизнес - предприятие**.

Оценщик бизнеса – человек, который благодаря своему образованию и опыту квалифицируется для оценки бизнеса, собственного капитала, ценных бумаг или нематериальных активов.

Бизнес - предприятие – коммерческая, промышленная, сервисная или инвестиционная организация (или комбинация вышеперечисленного), занимающаяся экономической деятельностью.

Бизнес риски – уровень неопределенности в достижении предполагаемых будущих поступлений от бизнеса, возникающий в результате действия факторов, иных чем финансовый леввередж (риск). Смотри **Финансовый риск**.

Оценка бизнеса – акт или процесс определения стоимости бизнес-предприятия или доли участия в собственном капитале.

Модель оценки капитальных активов (CAPM) – модель, при которой стоимость капитала для любых акций или портфеля акций равняется ставке без учета рисков плюс риск-премия, пропорциональная систематическому риску акции или портфеля.

Капитализация – конвертация экономических выгод одного периода времени в стоимость.

Коэффициент капитализации – любой делитель или множитель, используемый для конвертации ожидаемых экономических выгод одного периода в стоимость.

Capitalization of Earnings Method - a method within the income approach whereby economic benefits for a representative single period are converted to value through division by a capitalization rate.

Capitalization Rate - any divisor (usually expressed as a percentage) used to convert anticipated economic benefits of a single period into value.

Capital Structure - the composition of the invested capital of a business enterprise, the mix of debt and equity financing.

Cash Flow - cash that is generated over a period of time by an asset, group of assets, or business enterprise. It may be used in a general sense to encompass various levels of specifically defined cash flows. When the term is used, it should be supplemented by a qualifier (for example, "discretionary" or "operating") and a specific definition in the given valuation context.

Common Size Statements - financial statements in which each line is expressed as a percentage of the total. On the balance sheet, each line item is shown as a percentage of total assets, and on the income statement, each item is expressed as a percentage of sales.

Control - the power to direct the management and policies of a business enterprise.

Метод капитализации прибыли – метод, из категории «доходных», при котором экономические выгоды одного представительного периода времени конвертируются в стоимость путем деления на ставку капитализации.

Ставка капитализации – любой делитель (обычно выраженный в процентах), используемый для конвертации ожидаемых экономических выгод одного периода в стоимость.

Структура капитала – строение вложенного капитала компании, состоящего из заемного и собственного.

Движение денежных средств – денежные средства, выработанные за период времени активом, группой активов или бизнес - предприятием. В общем смысле используется для определения самых различных типов потоков денежных средств. Когда используется данное определение, необходимо добавить уточнение (например: «дискретный» или «операционный») в зависимости от контекста.

Отчет общего формата – финансовые отчеты, в которых каждая строка выражена как процент от общего числа. На балансе каждая позиция представлена как процент от общего количества активов, а в отчете о прибылях, каждый элемент представлен как процент от продаж.

Контроль – наличие возможности контролировать менеджмент и определять политику бизнес - предприятия.

Control Premium - an amount or a percentage by which the pro rata value of a controlling interest exceeds the pro rata value of a non-controlling interest in a business enterprise, to reflect the power of control.

Премия за контроль – величина или процент, на который стоимость контрольного пакета превышает соответствующую стоимость неконтрольного участия в бизнес-предприятии, отражающая наличие контроля.

Cost Approach - a general way of determining a value indication of an individual asset by quantifying the amount of money required to replace the future service capability of that asset.

Затратный подход – общий способ оценки стоимости актива путем определения количества денег, необходимых для замещения выгод, приносимых активом.

Cost of Capital - the expected rate of return that the market requires in order to attract funds to a particular investment.

Стоимость капитала – ожидаемая норма прибыли, требуемая рынком для привлечения источников финансирования определенных инвестиций.

Discount for Lack of Control - an amount or percentage deducted from the pro rata share of value of 100% of an equity interest in a business to reflect the absence of some or all of the powers of control.

Скидка за отсутствие контроля – величина или процент, на которое уменьшается стоимость доли участия по сравнению со 100% долей, ввиду отсутствия некоторых или всех видов контроля.

Discount for Lack of Liquidity - an amount or percentage deducted from the value of an ownership interest to reflect the relative inability to quickly convert property to cash.

Скидка за недостаток ликвидности – величина или процент, уменьшающие стоимость доли владения для отражения относительной невозможности быстро обналить собственность.

Discount for Lack of Voting Rights - an amount or percentage deducted from the per share value of a minority interest voting share to reflect the absence of voting rights.

Скидка за ограничение права голоса – величина или процент, уменьшающие цену за долю участия, отражающая отсутствие права голоса.

Discount Rate - a rate of return used to convert a future monetary sum into present value.

Ставка дисконтирования – норма прибыли, используемая для конвертации будущих денежных сумм в текущую (приведенную) стоимость.

Discounted Cash Flow Method - a method within the income approach whereby the present value of future expected net cash flows is calculated using a discount rate.

Метод дисконтирования денежных потоков – метод, из категории «доходных», при котором текущая стоимость ожидаемых будущих денежных потоков вычисляется с использованием ставки дисконтирования.

Discounted Future Earnings Method - a method within the income approach whereby the present value of future expected economic benefits is calculated using a discount rate.

Метод дисконтирования прибыли – метод, из категории «доходных», при котором текущая стоимость будущих экономических выгод вычисляется с использованием ставки дисконтирования.

Economic Benefits - inflows such as revenues, net income, net cash flows, etc.

Экономические выгоды – потоки выгод, такие как доход, чистая прибыль, чистые денежные потоки и др.

Economic Life - the period of time over which property may generate economic benefits.

Экономическая жизнь – период времени, в течение которого собственность может приносить экономическую выгоду.

Effective Date - see Valuation Date.

Эффективная дата – смотри Дату оценки.

Enterprise - see Business Enterprise.

Предприятие – смотри Бизнес - предприятие.

Equity - The owner's interest in property after deduction of all liabilities.

Собственный капитал – доля владельца в собственности после вычета всех обязательств.

Equity Net Cash Flows - those cash flows available to pay out to equity holders (in the form of dividends) after funding operations of the business enterprise, making necessary capital investments, and increasing or decreasing debt financing.

Чистый поток денежных средств к владельцам собственного капитала – те денежные потоки, которые могут быть выплачены собственникам (в виде дивидендов) после того, как будут профинансированы операционные и инвестиционные потребности бизнес-предприятия, а также после выплаты/получения финансовых обязательств.

Equity Risk Premium - a rate of return added to a risk-free rate to reflect the additional risk of equity instruments over risk free instruments (a component of the cost of equity capital or equity discount rate).

Премия за риск акционеров – норма прибыли, добавляемая к безрисковой процентной ставке для отражения дополнительного риска инвестиций в акционерный капитал по сравнению с безрисковым вложением (компонент цены собственного капитала или ставки дисконтирования собственного капитала).

Excess Earnings - that amount of anticipated economic benefits that exceeds an appropriate rate of return on the value of a selected asset base (often net tangible assets) used to generate those anticipated economic benefits.

Избыточная прибыль – экономические выгоды, которое превышают обычную норму прибыли, ожидаемую от данной категории активов (обычно, от чистых материальных активов).

Excess Earnings Method - a specific way of determining a value indication of a business, business ownership interest, or security determined as the sum of a) the value of the assets derived by capitalizing excess earnings and b) the value of the selected asset base. Also frequently used to value intangible assets. See **Excess Earnings**.

Метод избыточной прибыли – определенный способ расчета стоимости бизнеса, собственного капитала или ценной бумаги, выражающийся в определении суммы а) стоимости активов, полученных методом капитализации сверхприбылей и б) стоимости группы отобранных активов. Часто используется для оценки нематериальных активов. См. **Избыточная прибыль**

Fair Market Value - the price, expressed in terms of cash equivalents, at which property would change hands between a hypothetical willing and able buyer and a hypothetical willing and able seller, acting at arm's length in an open and unrestricted market, when neither is under compulsion to buy or sell and when both have reasonable knowledge of the relevant facts. {NOTE: In Canada, the term "price" should be replaced with the term "highest price"}

Справедливая рыночная стоимость – денежное выражение цены, по которой собственность может быть передана от гипотетического, желающего совершить сделку продавца к гипотетическому, желающему совершить сделку покупателю, которые оперируют на свободном рынке, и не находятся в условиях, вынуждающих их к совершению сделки. Покупатель и продавец обладают разумными сведениями о значимых фактах. (Примечание: В Канаде определение «цена» должно быть заменено на «максимальная цена»)

Fairness Opinion - an opinion as to whether or not the consideration in a transaction is fair from a financial point of view.

Заключение о справедливости – заключение о том, что цена сделки является справедливой с финансовой точки зрения.

Financial Risk - the degree of uncertainty of realizing expected future returns of the business resulting from financial leverage. See **Business Risk**.

Финансовый риск – степень неопределенности в получении будущих выгод от бизнеса, возникающая в результате финансового левереджа (рычага). Смотри **Бизнес риск**.

Forced Liquidation Value - liquidation value, at which the asset or assets are sold as quickly as possible, such as at an auction.

Ликвидационная стоимость при принудительной ликвидации – стоимость, при которой актив или активы распродаются как можно быстрее, например на аукционе.

Free Cash Flow - *we discourage the use of this term*. See **Net Cash Flow**.

Свободное движение денежных средств – не рекомендуется использование этого определения. Смотри **Чистое движение денежных средств**.

Going Concern - an ongoing operating business enterprise.

Действующее предприятие – функционирующее бизнес предприятие.

Going Concern Value - the value of a business enterprise that is expected to continue to operate into the future. The intangible elements of Going Concern Value result from factors such as having a trained work force, an operational plant, and the necessary licenses, systems, and procedures in place.

Стоимость действующего предприятия – стоимость предприятия, от которого ожидается, что оно будет продолжать функционировать в будущем. Нематериальные элементы стоимости действующего предприятия вытекают из таких факторов, как наличие квалифицированной рабочей силы, оборудования, необходимых лицензий, систем управления и организационных процедур.

Goodwill - that intangible asset arising as a result of name, reputation, customer loyalty, location, products, and similar factors not separately identified.

Гудвилл – нематериальный актив, возникающий благодаря наличию имени, репутации, лояльности клиентов, месторасположения, продукции и схожих факторов, не выделенных отдельно.

Goodwill Value - the value attributable to goodwill.

Guideline Public Company Method - a method within the market approach whereby market multiples are derived from market prices of stocks of companies that are engaged in the same or similar lines of business, and that are actively traded on a free and open market.

Holding Company-a business that derives its revenues by receiving returns on its assets which may include operating companies/or other businesses.

Income (Income-Based) Approach - a general way of determining a value indication of a business, business ownership interest, security, or intangible asset using one or more methods that convert anticipated economic benefits into a present single amount.

Intangible Assets - non-physical assets such as franchises, trademarks, patents, copyrights, goodwill, equities, mineral rights, securities and contracts (as distinguished from physical assets) that grant rights and privileges, and have value for the owner.

Internal Rate of Return - a discount rate at which the present value of the future cash flows of the investment equals the cost of the investment.

Стоимостное выражение гудвилла – стоимость, относимая на гудвилл.

Метод сравнения с публичной компанией- аналогом – метод, из категории «сравнительных/рыночных», когда рыночные мультипликаторы рассчитываются на основании рыночных цен за акции компаний, вовлеченных в похожие или одинаковые направления бизнеса, и которые активно участвуют в свободных и открытых торгах.

Холдинговая компания – предприятие, доходом которого являются прибыли от активов, которые включают в себя функционирующие компании/ или другие предприятия.

Доходный метод / подход – общий способ определения показателей стоимости бизнеса, собственного капитала, ценных бумаг или нематериальных активов, предполагающий конвертацию ожидаемых экономических выгод в текущую (приведенную) стоимость.

Нематериальные активы – не физические активы, такие как франшиза, торговые знаки, патенты, авторские права, гудвилл, права собственности, права на добычу ископаемых, ценные бумаги и контракты (отдельно от физических активов), которые дают права и привилегии, а так же имеют ценность для владельца.

Внутренняя норма рентабельности – ставка дисконтирования, при которой текущая стоимость будущих денежных потоков от инвестиций равна величине инвестиций.

Intrinsic Value - the value that an investor considers, on the basis of an evaluation or available facts, to be the "true" or "real" value that will become the market value when other investors reach the same conclusion. When the term applies to options, it is the difference between the exercise price or strike price of an option and the market value of the underlying security.

Invested Capital - the sum of equity and debt in a business enterprise. Debt is typically a) all interest bearing debt or b) long-term interest-bearing debt. When the term is used, it should be supplemented by a specific definition in the given valuation context.

Invested Capital Net Cash Flows - those cash flows available to pay out to equity holders (in the form of dividends) and debt investors (in the form of principal and interest) after funding operations of the business enterprise and making necessary capital investments.

Investment Risk - the degree of uncertainty as to the realization of expected returns.

Investment Value - the value to a particular investor based on individual investment requirements and expectations. {NOTE: in Canada, the term used is "Value to the Owner"}.

Истинная стоимость – стоимость, которую инвестор принимает как «правдивую» или «реальную», основываясь на оценке или имеющихся фактах, и которая в дальнейшем может стать рыночной, когда остальные инвесторы достигнут такого же заключения. Когда этот термин применяется по отношению к опционам, то это является разницей между ценой реализации или ценой исполнения опциона и рыночной стоимостью базовой ценной бумаги.

Вложенный (инвестированный) капитал – сумма собственного капитала и финансовых обязательств. Финансовые обязательства, как правило: а) все обязательства, привлекаемые под проценты, б) долгосрочные обязательства, привлекаемые под проценты. Когда используется этот термин, необходимо пояснение в рамках данного контекста.

Чистый денежный поток к владельцам вложенного капитала – денежные средства, доступные для выплаты акционерам (в форме дивидендов) и кредиторам (в форме номинала и процентов) после того, как будут профинансированы операционные и инвестиционные потребности компании.

Инвестиционный риск – уровень неопределенности в получении ожидаемых результатов.

Инвестиционная стоимость – ценность для определенного инвестора, основанная на требованиях и ожиданиях индивидуального капиталовложения. (Примечание: в Канаде используется термин: «Ценность для владельца»).

Key Person Discount - an amount or percentage deducted from the value of an ownership interest to reflect the reduction in value resulting from the actual or potential loss of a key person in a business enterprise.

Levered Beta - the beta reflecting a capital structure that includes debt.

Limited Appraisal - the act or process of determining the value of a business, business ownership interest, security, or intangible asset with limitations in analyses, procedures, or scope.

Liquidation Value - the net amount that would be realized if the business is terminated and the assets are sold piecemeal. Liquidation can be either "orderly" or "forced."

Liquidity - the ability to quickly convert property to cash or pay a liability.

Majority Control - the degree of control provided by a majority position.

Majority Interest - an ownership interest greater than 50% of the voting interest in a business enterprise.

Market (Market-Based) Approach - a general way of determining a value indication of a business, business ownership interest, security, or intangible asset by using one or more methods that compare the subject to similar businesses, business ownership interests, securities, or intangible assets that have been sold

Скидка на ключевую фигуру – количество или процент, вычитаемый от стоимости доли участия в собственном капитале, отражающий фактические или потенциальные потери, возникающие в результате выхода ключевой фигуры из бизнеса.

Бета с учетом финансового рычага – бета, отражающая структуру капитала, которая включает в себя финансовые обязательства.

Ограниченная оценка – акт или процесс определения стоимости бизнеса, собственного капитала, ценной бумаги или нематериального актива с ограничениями в анализе, процедурах или объеме оценки.

Ликвидационная стоимость – сумма, которая будет получена, если бизнес будет ликвидирован и активы проданы поштучно. Ликвидация может быть обычной или принужденной.

Ликвидация – возможность быстро обналить недвижимость или выплатить обязательства.

Контроль большинства – уровень контроля, обеспеченный позицией большинства.

Интерес большинства – доля участия, превышающая 50% голосующих акций.

Рыночный подход/метод – общий способ определения стоимости бизнеса, собственного капитала, ценной бумаги или нематериальных активов, основанный на сравнении ценности данного бизнеса с аналогичным, который был реализован (продан) за известную сумму денег.

Market Capitalization of Equity - the share price of a publicly traded stock multiplied by the number of shares outstanding.

Рыночная капитализация собственного капитала – цена за акцию, котирующуюся на рынке, умноженная на количество акций в обращении.

Market Capitalization of Invested Capital - the market capitalization of equity plus the market value of the debt component of invested capital.

Рыночная капитализация вложенного (инвестированного) капитала – рыночная капитализация собственного капитала плюс рыночная стоимость обязательств, входящих в состав вложенного (инвестированного) капитала.

Market Multiple - the market value of a company's stock or invested capital divided by a company measure (such as economic benefits, number of customers).

Рыночный мультипликатор (множитель) – рыночная стоимость акционерного капитала компании или инвестированного капитала деленная на измерители (показатели) компании (такие как, экономические выгоды, количество клиентов).

Marketability - the ability to quickly convert property to cash at minimal cost.

Ликвидность – возможность быстро обменивать собственность при минимальных затратах.

Merger and Acquisition Method - a method within the market approach whereby pricing multiples are derived from transactions of significant interests in companies engaged in the same or similar lines of business.

Метод слияний и поглощений – метод внутри рыночного подхода, при котором ценовые множители определяются на основе крупных сделок, совершенных с долями участия компаний, вовлеченных в одинаковые или схожие направления бизнеса.

Mid-Year Discounting - a convention used in the Discounted Future Earnings Method that reflects economic benefits being generated at midyear, approximating the effect of economic benefits being generated evenly throughout the year.

Дисконтирование «от середины года» – конвертация, используемая в Методе дисконтирования будущих выгод в стоимость, предполагающая, что денежные потоки, получаемые равномерно в течение года, условно принимаются возникающими в середине года.

Minority Discount - a discount for lack of control applicable to a minority interest.

Скидка на миноритарную долю участия – скидка за недостаток контроля, применяемая при оценке миноритарных долей.

Minority Interest - an ownership interest less than 50% of the voting interest in a business enterprise.

Multiple - the inverse of the capitalization rate.

Net Assets - Total assets less total liabilities.

Net Book Value - with respect to a business enterprise, the difference between total assets (net of accumulated depreciation, depletion, and amortization) and total liabilities as they appear on the balance sheet (synonymous with Shareholder's Equity). With respect to a specific asset, the capitalized cost less accumulated amortization or depreciation as it appears on the books of account of the business enterprise.

Net Cash Flows - a form of cash flow. When the term is used, it should be supplemented by a qualifier (for example, "Equity" or "Invested Capital") and a specific definition in the given valuation context.

Net Income - Revenue less expenses and taxes.

Net Present Value - the value, as of a specified date, of future cash inflows less all cash outflows (including the cost of investment) calculated using an appropriate discount rate.

Интерес меньшинства – доля участия, меньшая чем 50% голосующих акций.

Множитель – обратная величина ставки капитализации.

Чистые активы – суммарные активы минус суммарные обязательства.

Чистая балансовая (учетная) стоимость – по отношению к бизнес предприятию это: разница между суммарными активами (за вычетом накопленной амортизации) и суммарными обязательствами, оцененными по балансовой (учетной) стоимости – синоним балансовой величины собственного капитала. По отношению к определенному активу это: капитализованные затраты за минусом амортизации и износа в учетной (балансовой) оценке.

Чистые денежные потоки – форма движения денежных средств. Когда используется данный термин, он должен быть дополнен уточнением, например: «к собственному капиталу» или «к вложенному (инвестированному) капиталу», а также уточнениями в контексте задания по оценке.

Чистая прибыль – доход минус затраты и налоги.

Чистая приведенная (текущая) стоимость – стоимость (на определенную дату) будущих денежных притоков за вычетом всех денежных оттоков, включая оттоки на инвестиции, рассчитанная с использованием ставки дисконтирования.

Net Tangible Asset Value - the value of the business enterprise's tangible assets (excluding excess assets and non-operating assets) minus the value of its liabilities. {NOTE: in Canada, tangible assets also include identifiable intangible assets}.

Non-Operating Assets - assets not necessary to ongoing operations of the business enterprise. {NOTE: in Canada, the term used is "Redundant Assets"}.

Normalized Earnings - economic benefits adjusted for nonrecurring, non-economic, or other unusual items to eliminate anomalies and/or facilitate comparisons.

Normalized Financial Statements-financial statements adjusted for nonoperating assets and liabilities and/or for nonrecurring, non-economic, or other unusual items to eliminate anomalies and/or facilitate comparisons.

Operating Company-a business that conducts an economic activity by generating and selling, or trading in a product or service.

Orderly Liquidation Value - liquidation value at which the asset or assets are sold over a reasonable period of time to maximize proceeds received.

Стоимость чистых материальных активов – стоимость материальных активов бизнес предприятия (исключая избыточные и неоперационные) за вычетом соответствующих задолженностей. (Примечание: в Канаде, материальные активы также включают в себя идентифицируемые нематериальные активы).

Неоперационные активы – активы, которые не являются необходимыми для существующей деятельности бизнес предприятия. (Примечание: в Канаде используется термин «Лишние активы»).

Нормализованные прибыли – экономические выгоды, рассчитанные без учета результатов от непериодических, неоперационных и прочих необычных для бизнеса операций. Используется в целях сопоставимости показателей.

Нормализованная финансовая отчетность – финансовая отчетность, скорректированная на неоперационные и необычные активы и обязательства, с целью обеспечения сопоставимости показателей при проведении сравнений.

Действующая компания – бизнес, производящий экономическую деятельность в области производства, торговли или сфере услуг.

Ликвидационная стоимость в обычных условиях – стоимость при ликвидации, когда актив или активы могут быть проданы за разумный период времени с целью для максимизации доходов.

Portfolio Discount - an amount or percentage deducted from the value of a business enterprise to reflect the fact that it owns dissimilar operations or assets that do not fit well together.

Premise of Value - an assumption regarding the most likely set of transactional circumstances that may be applicable to the subject valuation; e.g. going concern, liquidation.

Present Value - the value, as of a specified date, of future economic benefits and/or proceeds from sale, calculated using an appropriate discount rate.

Price/Earnings Multiple - the price of a share of stock divided by its earnings per share.

Rate of Return - an amount of income (loss) and/or change in value realized or anticipated on an investment, expressed as a percentage of that investment.

Redundant Assets - see Non-Operating Assets.

Replacement Cost New - the current cost of a similar new property having the nearest equivalent utility to the property being valued.

Report Date - the date conclusions are transmitted to the client.

Reproduction Cost New - the current cost of an identical new property.

Скидка за портфельные инвестиции – количество или процент, на который уменьшается стоимость бизнес предприятия для отображения того факта, что бизнес оперирует разнородными активами и выполняет разнородные операции.

Предпосылки стоимости – предположения, касательно наиболее вероятного набора обстоятельств деятельности, которые могут подходить к теме оценки, например: концепция действующего предприятия, концепция ликвидации бизнеса.

Текущая (приведенная) стоимость – стоимость (на определенную дату) будущих экономических выгод и/или доходов от продаж, рассчитанная с использованием подходящей ставки дисконтирования.

Мультипликатор (множитель)
Цена/доход – цена за акцию, деленная на чистую прибыль за акцию.

Норма прибыли (рентабельность) – прибыль (убыток) и/или изменение стоимости инвестиции, выраженная как процент от этой инвестиции.

Лишние активы – смотри
Неоперационные активы.

Новая восстановительная стоимость – текущая стоимость схожего нового имущества, эквивалентного оцениваемому.

Дата отчета – дата передачи выводов заказчику.

Новая стоимость воспроизводства – текущая стоимость идентичного нового имущества.

Required Rate of Return - the minimum rate of return acceptable by investors before they will commit money to an investment at a given level of risk.

Residual Value - the value as of the end of the discrete projection period in a discounted future earnings model.

Return on Equity - the amount, expressed as a percentage, earned on a company's common equity for a given period.

Return on Invested Capital - the amount, expressed as a percentage, earned on a company's total capital for a given period.

Return on Investment - see **Return on Invested Capital** and **Return on Equity**.

Risk-Free Rate - the rate of return available in the market on an investment free of default risk.

Risk Premium - a rate of return added to a risk-free rate to reflect risk.

Rule of Thumb - a mathematical formula developed from the relationship between price and certain variables based on experience, observation, hearsay, or a combination of these; usually industry specific.

Требуемая норма доходности (рентабельности) – минимальная норма рентабельности, при которой инвесторы согласятся вкладывать свои средства в капиталовложение, обладающее определенной степенью риска.

Остаточная стоимость – стоимость на конец проектного периода в методе дисконтированных денежных потоков.

Рентабельность собственного капитала – величина, выраженная в процентах, заработанная за определенный период времени собственным капиталом компании.

Рентабельность вложенного (инвестированного) капитала – величина, выраженная в процентах, заработанная за определенный период времени вложенным капиталом компании.

Рентабельность инвестиций – смотри **рентабельность собственного и вложенного капитала**.

Безрисковая ставка – рыночная норма прибыли на инвестиции, свободные от риска.

Премия за риск – норма прибыли, добавленная к безрисковой ставке для отражения риска.

Правило здравого смысла – математическая формула, характеризующая взаимосвязи между ценой и определенными переменными компании, выведенная на основе имеющегося опыта, наблюдений, слухов и их сочетаний. Как правило, отражает отраслевую специфику.

Special Interest Purchasers - acquirers who believe they can enjoy post-acquisition economies of scale, synergies, or strategic advantages by combining the acquired business interest with their own.

Standard of Value - the identification of the type of value being used in a specific engagement; e.g. fair market value, fair value, investment value.

Sustaining Capital Reinvestment - the periodic capital outlay required to maintain operations at existing levels, net of the tax shield available from such outlays.

Systematic Risk - the risk that is common to all risky securities and cannot be eliminated through diversification. The measure of systematic risk in stocks is the beta coefficient.

Tangible Assets - physical assets (such as cash, accounts receivable, inventory, property, plant and equipment, etc.).

Terminal Value, see **Residual Value**.

Transaction Method - see **Merger and Acquisition Method**.

Unlevered Beta - the beta reflecting a capital structure without debt.

Unsystematic Risk - the risk specific to an individual security that can be avoided through diversification.

Особо заинтересованные приобретатели – покупатели, которые верят, что они могут использовать эффект масштаба, синергию и прочие стратегические преимущества, возникающие в результате приобретения данного бизнеса и объединения его со своим.

Стандарт стоимости – идентификация типа стоимости, определяемого в рамках «задания на оценку», например: справедливая рыночная стоимость, справедливая стоимость, инвестиционная стоимость.

Устойчивые реинвестиции – периодические затраты на инвестиции за вычетом налогов, необходимые для поддержания деятельности на существующем уровне.

Систематический риск – риск, характерный для всех рыночных ценных бумаг, который не может быть устранен диверсификацией. Мерой для систематического риска акций является коэффициент Бета.

Материальные активы – физические активы (такие как наличность, дебиторская задолженность, запасы, имущество, завод и оборудование, и другое).

Стоимость на конец периода – смотри **Остаточная стоимость**.

Метод транзакций – смотри **Метод слияний и поглощений**.

Бета без учета леввереджа – бета, рассчитанная при условии отсутствия финансовой задолженности в структуре капитала.

Несистематический риск – риск, присущий определенной ценной бумаге, который можно избежать диверсификацией.

Valuation - the act or process of determining the value of a business, business ownership interest, security, or intangible asset.

Valuation Approach-a general way of determining a value indication of a business, business ownership interest, security, or intangible asset using one or more valuation methods.

Valuation Date - the specific point in time as of which the valuator's opinion of value applies (also referred to as "Effective Date" or "Appraisal Date").

Valuation Method - within approaches, a specific way to determine value.

Valuation Procedure - the act, manner, and technique of performing the steps of an appraisal method.

Valuation Ratio - a fraction in which a value or price serves as the numerator and financial, operating, or physical data serves as the denominator.

Voting Control - *de jure* control of a business enterprise.

Weighted Average Cost of Capital (WACO) - the cost of capital (discount rate) determined by the weighted average, at market value, of the cost of all financing sources in the business enterprise's capital structure.

Working Capital - The amount by which current assets exceed current liabilities

Оценка – акт или процесс определения стоимости бизнеса, собственного капитала, ценных бумаг или нематериальных активов.

Подход к оценке – общий способ определения стоимости бизнеса, собственного капитала, ценных бумаг или нематериальных активов на основе одного или нескольких оценочных методов.

Дата оценки – определенный момент времени, в который мнение оценщика по стоимости применимо. (Также называется как «**Дата вступления в силу**»)

Метод оценки – метод, используемый в рамках подходов к оценке, конкретный способ определения стоимости.

Процедура оценки – акт, манера или техника выполнения стадий оценки в рамках метода.

Оценочный коэффициент – отношение, в котором стоимость или цена выступают как числитель, а финансовые, операционные или физические показатели являются знаменателями.

Голосующий контрольный пакет – юридически: контроль над бизнесом.

Средневзвешенная цена капитала – средневзвешенная по рыночной величине источников финансирования цена капитала (дисконтная ставка).

Оборотный (рабочий) капитал – величина, на которую текущую активы превышают текущие обязательства.

Приложение 3. Финансовые таблицы

FV = \$1

n – число периодов/лет

0 1 2 n

i – процентная ставка

ПРИВЕДЕННАЯ СТОИМОСТЬ \$1 ПРИ СЛОЖНОМ ПРОЦЕНТЕ

(таблица 3)

$$PV = \$1 \frac{1}{(1+i)^n} = K_3$$

Процент

PV = ?

Период	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	25	30	35	40	50
1	0.990	0.980	0.971	0.962	0.952	0.943	0.935	0.926	0.917	0.909	0.901	0.893	0.885	0.877	0.870	0.862	0.855	0.847	0.840	0.833	0.800	0.769	0.741	0.714	0.667
2	0.980	0.961	0.943	0.925	0.907	0.890	0.873	0.857	0.842	0.826	0.812	0.797	0.783	0.769	0.756	0.743	0.731	0.718	0.706	0.694	0.640	0.592	0.549	0.510	0.444
3	0.971	0.942	0.915	0.889	0.864	0.840	0.816	0.794	0.772	0.751	0.731	0.712	0.693	0.675	0.658	0.641	0.624	0.609	0.593	0.579	0.512	0.455	0.406	0.364	0.296
4	0.961	0.924	0.888	0.855	0.823	0.792	0.763	0.735	0.708	0.683	0.659	0.636	0.613	0.592	0.572	0.552	0.534	0.516	0.499	0.482	0.410	0.350	0.301	0.260	0.198
5	0.951	0.906	0.863	0.822	0.784	0.747	0.713	0.681	0.650	0.621	0.593	0.567	0.543	0.519	0.497	0.476	0.456	0.437	0.419	0.402	0.328	0.269	0.223	0.186	0.132
6	0.942	0.888	0.837	0.790	0.746	0.705	0.666	0.630	0.596	0.564	0.535	0.507	0.480	0.456	0.432	0.410	0.390	0.370	0.352	0.335	0.262	0.207	0.165	0.133	0.088
7	0.933	0.871	0.813	0.760	0.711	0.665	0.623	0.583	0.547	0.513	0.482	0.452	0.425	0.400	0.376	0.354	0.333	0.314	0.296	0.279	0.210	0.159	0.122	0.095	0.059
8	0.923	0.853	0.789	0.731	0.677	0.627	0.582	0.540	0.502	0.467	0.434	0.404	0.376	0.351	0.327	0.305	0.285	0.266	0.249	0.233	0.168	0.123	0.091	0.068	0.039
9	0.914	0.837	0.766	0.703	0.645	0.592	0.544	0.500	0.460	0.424	0.391	0.361	0.333	0.308	0.284	0.263	0.243	0.225	0.209	0.194	0.134	0.094	0.067	0.048	0.026
10	0.905	0.820	0.744	0.676	0.614	0.558	0.508	0.463	0.422	0.386	0.352	0.322	0.295	0.270	0.247	0.227	0.208	0.191	0.176	0.162	0.107	0.073	0.050	0.035	0.017
11	0.896	0.804	0.722	0.650	0.585	0.527	0.475	0.429	0.388	0.350	0.317	0.287	0.261	0.237	0.215	0.195	0.178	0.162	0.148	0.135	0.086	0.056	0.037	0.025	0.012
12	0.887	0.788	0.701	0.625	0.557	0.497	0.444	0.397	0.356	0.319	0.286	0.257	0.231	0.208	0.187	0.168	0.152	0.137	0.124	0.112	0.069	0.043	0.027	0.018	0.008
13	0.879	0.773	0.681	0.601	0.530	0.469	0.415	0.368	0.326	0.290	0.258	0.229	0.204	0.182	0.163	0.145	0.130	0.116	0.104	0.093	0.055	0.033	0.020	0.013	0.005
14	0.870	0.758	0.661	0.577	0.505	0.442	0.388	0.340	0.299	0.263	0.232	0.205	0.181	0.160	0.141	0.125	0.111	0.099	0.088	0.078	0.044	0.025	0.015	0.009	0.003
15	0.861	0.743	0.642	0.555	0.481	0.417	0.362	0.315	0.275	0.239	0.209	0.183	0.160	0.140	0.123	0.108	0.095	0.084	0.074	0.065	0.035	0.020	0.011	0.006	0.002
16	0.853	0.728	0.623	0.534	0.458	0.394	0.339	0.292	0.252	0.218	0.188	0.163	0.141	0.123	0.107	0.093	0.081	0.071	0.062	0.054	0.028	0.015	0.008	0.005	0.002
17	0.844	0.714	0.605	0.513	0.436	0.371	0.317	0.270	0.231	0.198	0.170	0.146	0.125	0.108	0.093	0.080	0.069	0.060	0.052	0.045	0.023	0.012	0.006	0.003	0.001
18	0.836	0.700	0.587	0.494	0.416	0.350	0.296	0.250	0.212	0.180	0.153	0.130	0.111	0.095	0.081	0.069	0.059	0.051	0.044	0.038	0.018	0.009	0.005	0.002	0.001
19	0.828	0.686	0.570	0.475	0.396	0.331	0.277	0.232	0.194	0.164	0.138	0.116	0.098	0.083	0.070	0.060	0.051	0.043	0.037	0.031	0.014	0.007	0.003	0.002	0.000
20	0.820	0.673	0.554	0.456	0.377	0.312	0.258	0.215	0.178	0.149	0.124	0.104	0.087	0.073	0.061	0.051	0.043	0.037	0.031	0.026	0.012	0.005	0.002	0.001	0.000
25	0.780	0.610	0.478	0.375	0.295	0.233	0.184	0.146	0.116	0.092	0.074	0.059	0.047	0.038	0.030	0.024	0.020	0.016	0.013	0.010	0.004	0.001	0.001	0.000	0.000
30	0.742	0.552	0.412	0.308	0.231	0.174	0.131	0.099	0.075	0.057	0.044	0.033	0.026	0.020	0.015	0.012	0.009	0.007	0.005	0.004	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000
40	0.672	0.453	0.307	0.208	0.142	0.097	0.067	0.046	0.032	0.022	0.015	0.011	0.008	0.005	0.004	0.003	0.002	0.001	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
50	0.608	0.372	0.228	0.141	0.087	0.054	0.034	0.021	0.013	0.009	0.005	0.003	0.002	0.001	0.001	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

$$PV = \frac{1}{i} \cdot \frac{1 - (1+i)^{-n}}{1} = K_4$$

Прцент

(таблица 4)

ПРИВЕДЕННАЯ СТОИМОСТЬ АННУИТЕТОВ В РАЗМЕРЕ \$1

и - число периодов

Период	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	25	30	35	40	50
1	0.990	0.980	0.971	0.962	0.952	0.943	0.935	0.926	0.917	0.909	0.901	0.893	0.885	0.877	0.870	0.862	0.855	0.847	0.840	0.833	0.800	0.769	0.741	0.714	0.667
2	1.970	1.942	1.913	1.886	1.859	1.833	1.808	1.783	1.759	1.736	1.713	1.690	1.668	1.647	1.626	1.605	1.585	1.566	1.547	1.528	1.440	1.361	1.289	1.224	1.111
3	2.941	2.884	2.829	2.775	2.723	2.673	2.624	2.577	2.531	2.487	2.444	2.402	2.361	2.322	2.283	2.246	2.210	2.174	2.140	2.106	1.952	1.816	1.696	1.589	1.407
4	3.902	3.808	3.717	3.630	3.546	3.465	3.387	3.312	3.240	3.170	3.102	3.037	2.974	2.914	2.855	2.798	2.743	2.690	2.639	2.589	2.362	2.166	1.997	1.849	1.605
5	4.853	4.713	4.580	4.452	4.329	4.212	4.100	3.993	3.890	3.791	3.696	3.605	3.517	3.433	3.352	3.274	3.199	3.127	3.058	2.991	2.689	2.436	2.220	2.035	1.737
6	5.795	5.601	5.417	5.242	5.076	4.917	4.767	4.623	4.486	4.355	4.231	4.111	3.998	3.889	3.784	3.685	3.589	3.498	3.410	3.326	2.951	2.643	2.385	2.168	1.824
7	6.728	6.472	6.230	6.002	5.786	5.582	5.389	5.206	5.033	4.868	4.712	4.564	4.423	4.288	4.160	4.039	3.922	3.812	3.706	3.605	3.161	2.802	2.508	2.263	1.883
8	7.652	7.325	7.020	6.733	6.463	6.210	5.971	5.747	5.535	5.335	5.146	4.968	4.799	4.639	4.487	4.344	4.207	4.078	3.954	3.837	3.329	2.925	2.598	2.331	1.922
9	8.566	8.162	7.786	7.435	7.108	6.802	6.515	6.247	5.995	5.759	5.537	5.328	5.132	4.946	4.772	4.607	4.451	4.303	4.163	4.031	3.463	3.019	2.665	2.379	1.948
10	9.471	8.983	8.530	8.111	7.722	7.360	7.024	6.710	6.418	6.145	5.889	5.650	5.426	5.216	5.019	4.833	4.659	4.494	4.339	4.192	3.571	3.092	2.715	2.414	1.965
11	10.368	9.787	9.253	8.760	8.306	7.887	7.499	7.139	6.805	6.495	6.207	5.938	5.687	5.453	5.234	5.029	4.836	4.656	4.486	4.327	3.656	3.147	2.752	2.438	1.977
12	11.255	10.575	9.954	9.385	8.863	8.384	7.943	7.536	7.161	6.814	6.492	6.194	5.918	5.660	5.421	5.197	4.988	4.793	4.611	4.439	3.725	3.190	2.779	2.456	1.985
13	12.134	11.348	10.635	9.986	9.394	8.853	8.358	7.904	7.487	7.103	6.750	6.424	6.122	5.842	5.583	5.342	5.118	4.910	4.715	4.533	3.780	3.223	2.799	2.469	1.990
14	13.004	12.106	11.296	10.563	9.899	9.295	8.745	8.244	7.786	7.367	6.982	6.628	6.302	6.002	5.724	5.468	5.229	5.008	4.802	4.611	3.824	3.249	2.814	2.478	1.993
15	13.865	12.849	11.938	11.118	10.380	9.712	9.108	8.559	8.061	7.606	7.191	6.811	6.462	6.142	5.847	5.575	5.324	5.092	4.876	4.675	3.859	3.268	2.825	2.484	1.995
16	14.718	13.578	12.561	11.652	10.838	10.106	9.447	8.851	8.313	7.824	7.379	6.974	6.604	6.265	5.954	5.668	5.405	5.162	4.938	4.730	3.887	3.283	2.834	2.489	1.997
17	15.562	14.292	13.166	12.166	11.274	10.477	9.763	9.122	8.544	8.022	7.549	7.120	6.729	6.373	6.047	5.749	5.475	5.222	4.990	4.775	3.910	3.295	2.840	2.492	1.998
18	16.398	14.992	13.754	12.659	11.690	10.828	10.059	9.372	8.756	8.201	7.702	7.250	6.840	6.467	6.128	5.818	5.534	5.273	5.033	4.812	3.928	3.304	2.844	2.494	1.999
19	17.226	15.678	14.324	13.134	12.085	11.158	10.336	9.604	8.950	8.365	7.839	7.366	6.938	6.550	6.198	5.877	5.584	5.316	5.070	4.843	3.942	3.311	2.848	2.496	1.999
20	18.046	16.351	14.877	13.590	12.462	11.470	10.594	9.818	9.129	8.514	7.963	7.469	7.025	6.623	6.259	5.929	5.628	5.353	5.101	4.870	3.954	3.316	2.850	2.497	1.999
25	22.023	19.523	17.413	15.622	14.094	12.783	11.654	10.675	9.823	9.077	8.422	7.843	7.330	6.873	6.464	6.097	5.766	5.467	5.195	4.948	3.985	3.329	2.856	2.499	2.000
30	25.808	22.396	19.600	17.292	15.372	13.765	12.409	11.258	10.274	9.427	8.694	8.055	7.496	7.003	6.566	6.177	5.829	5.517	5.235	4.979	3.995	3.332	2.857	2.500	2.000
40	32.835	27.355	23.115	19.793	17.159	15.046	13.332	11.925	10.757	9.779	8.951	8.244	7.634	7.105	6.642	6.233	5.871	5.548	5.258	4.997	3.999	3.333	2.857	2.500	2.000
50	39.196	31.424	25.730	21.482	18.256	15.762	13.801	12.233	10.962	9.915	9.042	8.304	7.675	7.133	6.661	6.246	5.880	5.554	5.262	4.999	4.000	3.333	2.857	2.500	2.000

Приложение 4. Full-Information Industry Betas

Ibbotson Associates' Beta Book
Chicago, IL
Second 2005 Edition

Sic	Industry	Raw Beta Levered
1	Agricultural Production-Crops	0.43
2	Agricultural Production-Livestock and animal specialties	-0.14
8	Forestry	0.48
10	Metal mining	0.32
12	Coal Mining	0.91
13	Oil and Gas Extraction	0.71
14	Mining and Quarrying of Nonmetallic Minerals, Expert fuels	0.62
15	Building Construction--General Contractors and Operative Builders	0.89
16	Heavy Construction Other than Building Construction--Contractors	1.23
17	Construction-Special Trade Contractors	1.2
20	Food and Kindred Products	0.2
21	Tobacco Products	0.73
22	Textile Mill Products	0.14
23	Apparel and Other Finished Products Made from Fabrics	0.81
24	Lumber and Wood Products, Expert Furniture	1.35
25	Furniture and Fixtures	0.97
26	Paper and Allied Products	0.41
27	Printing, Publishing and Allied Products	0.57
28	Chemicals and Allied Products	0.6
29	Petroleum Refining and Related industries	0.54
30	Rubber and Miscellaneous Plastics Products	0.71
31	Leather and Leather Products	1.26
32	Stone, Clay, Glass and Concrete Products	1.32
33	Primary Metal Industries	1.99
34	Fabricated Metal Products, Expects Mashinery and Transportation Equipment	0.02
35	Industrial and Commercial Machinery and Computer Equipment	1.85
36	Electronic and Other Electronical Equipment	2.21
37	Transportation Equipment	0.68
38	Measuring, Analyzing and Controlling Equipment	0.57
39	Miscellaneous Manufacturing Industries	0.27
40	Railroad Transportation	0.57
42	Motor Freight Transportation and Warehousing	0.48
44	Water Transportation	0.87
45	Transportation by Air	0.98
46	Pipelines, Except Natural Gas	0.38

47	Transportation Services	0.78
48	Communications	1.24
49	Electric, Gas and Sanitary Services	0.39
50	Wholesale Trade-Durable Goods	0.78
51	Wholesale Trade-Nondurable Goods	0.4
52	Building Materials, Hardware, Garden Supply and Mobile Home Dealers	1.13
53	General Merchandise Stores	0.65
54	Food Stores	0.68
55	Automotive Dealers and Gasoline Service Stations	0.83
56	Apparel and Accessory Stores	1.31
57	Home Furniture, Furnishings and Equipment stores	1.51
58	Eating and Drinking Places	0.56
59	Miscellaneous Retail	0.97
60	Depository Institutions	0.66
61	Nondepository Credit Institutions	0.78
63	Security and Commodity Brokers, Dealers, Exchanges and Services	1.65
63	Insurance Carriers	0.38
64	Insurance Agents, Brokers and Service	0.27
65	Real Estate	0.86
67	Holding and Other Investment Offices	0.26
70	Hotels, Rooming Houses and Other Lodging Places	1.11
72	Personal Services	0.23
73	Business Services	1.72
75	Automotive Repair, Services and Parking	1.79
76	Miscellaneous Repair Services	-0.07
78	Motion Pictures	2.05
79	Amusement and Recreation Services	0.72
80	Health Services	0.08
82	Educational Services	0.17

Приложение 4. Список литературы

Р. Брейли, С. Майерс «Принципы Корпоративных Финансов», «Олимп-Бизнес», 1999

Франко Модильяни, Мертон Миллер, «Сколько Стоит Фирма? Теорема ММ», Дело, 1999

Стивен Блоуэрс, Питер Гриффит, Томас Милан. «IPO как путь к успеху», Ernst & Young, 1999

Коупленд Том, «Стоимость компаний: оценка и управление», Олимп-пресс, 2002

Есипов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В. «Оценка Бизнеса», СПб.: Питер, 2003

Фрэнк Ч. Эванс, Дэвид М. Бишоп, «Оценка компаний при слияниях и поглощениях», пер. с англ.; М.: Альпина паблишер, 2004

American Institute of Certified Public Accountants. *Valuing Intellectual Property and Calculating Infringement Damages*, Practice Aid 99-2, 1999.

Bernstein, Leopold A. *Financial Statement Analysis: Theory, Application and Interpretation*. 4th ed. Homewood, Ill.: Richard D. Irwin, 1989

Burke, Frank M. *Valuation and Valuation Planning for Closely Held Businesses*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall Law & Business, 1987.

Campbell, Ian R. *The Valuation and Pricing of Privately-Held Business Interests*. Toronto: Canadian Institute of Chartered Accountants, 1990

Copeland, Thomas, Tim Koller, and Jack Murrin. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. New York: John Wiley & Sons, 1996.

Dietrich, Mark O. *Medical Practice Valuation Guidebook 2001/ 2002*. Sand Diego, Calif.: Windsor Professional Information, LLC, 2002

Fishman, Jay E., et al. *Guide to Business Valuations*. 13th ed. Fort Worth, Tex.: Practitioners Publishing, 2003.

Goldberg, Barth H. *Valuation of Divorce Assets*. St. Paul, Minn.: West Publishing, 1984 (supplemented annually).

Hitchner, James R., ed. *Financial Valuation: Applications and Models*. New Jersey: Houn Wiley & Sons, Inc., 2003.

Johnson, Bruce A. and Jeffries, Spencer J. *Comprehensive Guide for the Valuation of Family Limited Partnerships*. Dallas, Texas: Partnership Profiles, 2001.

Krahmer, Johannes R. *Valuation of Shares of Closely Held Corporations*. Washington, D.C.: Tax Management, Inc., 1985 (Estates, Gifts, and Trusts, 221-2d T.M.).

Mard, Michael J., James R. Hitchner, Steven D. Hyden, and Mark L. Zyla, *Valuation for Financial Reporting: Intangible Assets, Goodwill, and Impairment Analysis, SFAS 141 and 142*. U.S.A.: John Wiley & Sons, Inc., 2002.

Mercer, Z. Christopher. *Quantifying Marketability Discounts*. Peabody Publishing LP, 1997.

Mercer, Z. Christopher. *Valuing Financial Institutions*. Burr Ridge, Ill.: Irwin Professional Publishing, 1992.

Mercer Capital. *Valuation for Impairment Testing*. Peabody Publishing LP, 2001.

Miles, Raymond C. *Basic Business Appraisal*. New York: John Wiley & Sons, 1984.

Pratt, Shannon P. *Business Valuation Body of Knowledge: Exam Review and Professional Reference*. New York: John Wiley & Sons, 1998.

Pratt, Shannon P. *Cost of Capital*. 2nd Ed. New York: John Wiley & Sons, 2002.

Pratt, Shannon P. *The Lawyer's Business Valuation Handbook: Understanding Financial Statements, Appraisal Reports, and Expert Testimony*. Chicago: American Bar Association, 2000.

Pratt, Shannon P. *The Market Approach to Valuing Business*. New York: John Wiley & Sons, 2001.

Pratt, Shannon P., Robert F. Reilly, and Robert P. Schweihs. *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. 4th ed. Burr Ridge, Ill.: Irwin Professional Publishing, 2000.

Pratt, Shannon P., Robert F. Reilly, and Robert P. Schweihs. *Valuing Small Businesses and Professional Practices*. 2d ed. Homewood, Ill.: Business One Irwin, 1998.

Razcatis, Richard. *Early Stage Technologies: Valuation and Pricing*. New York: John Wiley & Sons, 1999.

Reilly, Robert F., and Robert P. Schweihs. *Valuing Intangible Assets*. New York: McGraw-Hill, 1999.

Reilly, Frank M. *Investment Analysis and Portfolio Management*. 2d ed. Hinsdale, Ill.: Dryden Press, 1985.

Schnepper, Jeff A. *The Professional Handbook of Business Valuation*. Reading, Mass.: Addison-Wesley Publishing, 1982.

Smith, Gordon V., and Russel L. Parr. *Valuation of Intellectual Property and Intangible Assets*. 3rd Edition. New York: John Wiley & Sons, 2000.

West, Thomas L., and Jeffrey D. Jones, eds. *Handbook of Business Valuations*. 2d ed. New York: John Wiley & Sons, 1999.

West, Thomas L., and Jeffrey D. Jones, eds. *Business Reference Guide: The Essential Guide to Buying, Selling and Pricing a Business*. 14th Ed. Business Brokerage Pres, 2004.

Zukin, James H., and John G. Mavredakis, eds. *Financial Valuation: Business and Business Interest*. New York: Maxwell Macmillan, 1990.