

Раздел 7: Оценка предприятия

Семинар по получению финансирования

Раздел 1: Обзор финансов

Раздел 2: Выбор проекта

Раздел 3: Источники краткосрочного финансирования

Раздел 4: Источники долгосрочного финансирования

Раздел 5: Подготовка, установление контактов, переговоры

Раздел 6: Особенности бизнес-планов, инвестиционных меморандумов и проспектов эмиссии

Раздел 7: Оценка предприятия

Раздел 8: Выводы

Что такое оценка? Для чего она применяется?

Существует два вида оценки:

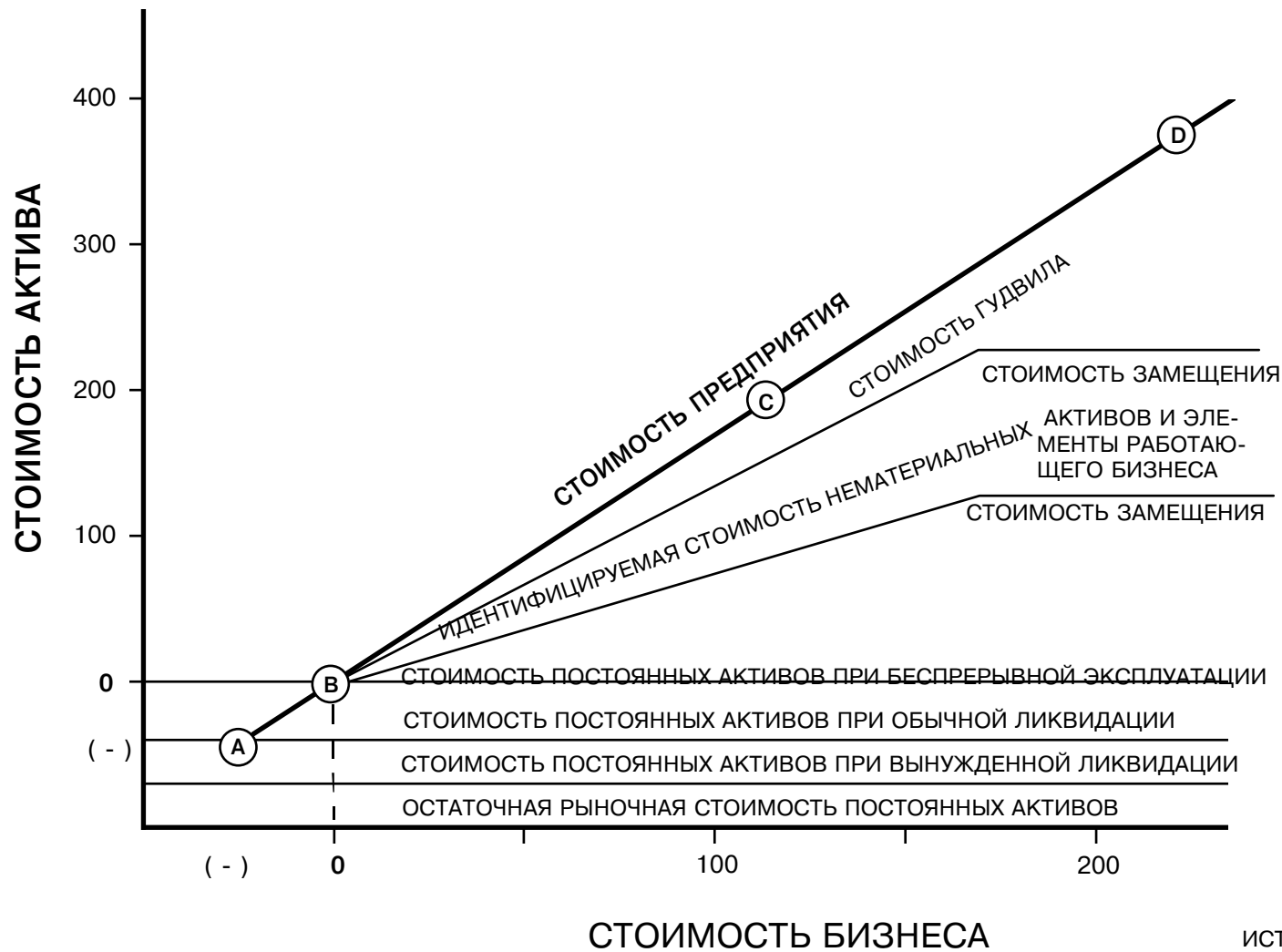
1) *Оценка активов* дает приближенное значение настоящей рыночной стоимости материальных активов предприятия. Она применяется:

- Для установления цены продажи активов
- Для определения стоимости активов при использовании их в качестве залога для получения кредита
- Для пересмотра балансовой стоимости активов (с целью минимизации налогов или по другим причинам)
- Для определения стоимости активов с целью страхования
- При ведении переговоров о создании совместного предприятия - для определения стоимости активов, вносимых в СП любой из сторон
- При определении стоимости бизнеса

2) *Оценка бизнеса* дает приближенное значение настоящей рыночной стоимости хозяйственной деятельности компании. Она применяется:

- Для переговоров с потенциальными стратегическими или портфельными инвесторами относительно стоимости какой-либо доли собственности предприятия
- Для котировки акций перед их выпуском

Оценка активов и оценка бизнеса отличаются друг от друга, но взаимосвязаны между собой



Точка А: Бизнес теряет деньги и будет вынужден ликвидироваться.

Точка В: Бизнес покрывает свои издержки, но может начать терять деньги. Подходит обычная ликвидация.

Точка С: Бизнес имеет нормальную рентабельность. Бизнес обладает материальными и нематериальными активами с минимальной степенью экономического устаревания.

Точка D: Бизнес высокорентабельный. Материальные и нематериальные активы отражают функционирующую стоимость. Стоимость сверхдоходов отражается в гудвиле.

ИСТОЧНИК: Смит, Парр

Три обычных вида «стоимости»: рыночная цена

Тремя обычными видами стоимости являются:

- Рыночная цена
- Ликвидационная стоимость
- Балансовая стоимость

Рыночная цена (РЦ):

- Предполагается, что она выступает достаточно достоверным приближением цены, по которой право собственности перейдет от одной стороны к другой с их полного согласия.
- Фактическая цена, уплаченная при совершении сделки, может отличаться от справедливой рыночной цены благодаря таким факторам, как:
 - Мотивация сторон
 - Умение сторон вести переговоры
 - Финансовая структура сделки
- Это определение подразумевает, что сделка была оплачена наличными денежными средствами. Если платеж был произведен в рассрочку, путем финансирования продавцом или с внесением покупателем нематериальных активов, это повлияет на цену сделки.

Три обычных вида «стоимости»: ликвидационная стоимость и балансовая стоимость

Три обычными видами стоимости являются:

- Справедливая рыночная цена
- Ликвидационная стоимость
- Балансовая стоимость

Ликвидационная стоимость:

- Предполагает, что компания прекратит свою деятельность и что ее активы будут проданы отдельно.
- Два уровня ликвидационной стоимости:
 - *Обычная ликвидация:* подразумевает, что активы продаются в течение достаточного периода времени (от 6 месяцев до 1 года) с целью получения наивысшей цены.
 - *Вынужденная ликвидация:* подразумевает, что активы продаются за короткий период времени, возможно на аукционе.
- Принимает в расчет расходы, связанные с процессом продажи, такие как, например, комиссионные.
- Обычно представляет собой минимальную цену бизнеса.

Балансовой стоимостью активов называется стоимость активов, по которой они учитываются на предприятии.

Понятие «стоимости» относительно

В конце концов, в любой данный момент времени, актив или весь бизнес стоит ровно столько, сколько за него хотят платить.

Эта цена будет отличаться:

- Для разных покупателей
- Для различных обстоятельств продажи



Цель и аудитория оценки активов

Главными причинами проведения оценки активов вашей компании служат:

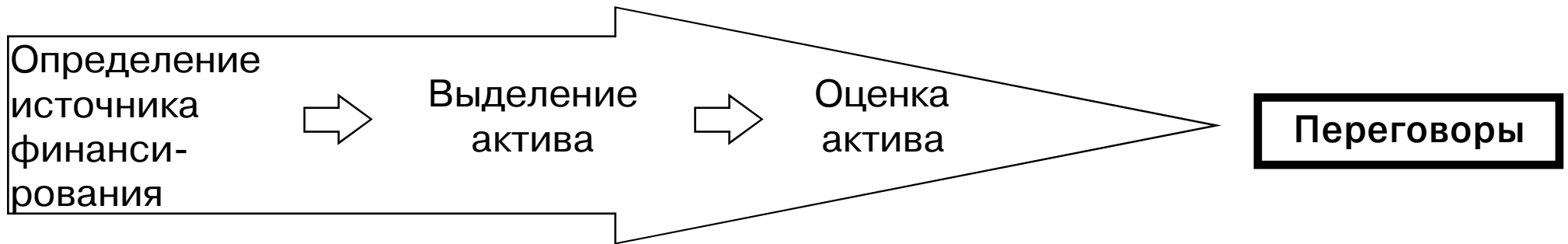
- Продажа активов
- Использование в качестве залога для кредита
- Вклад в совместное предприятие (СП)
- Пересмотр балансовой стоимости активов
- Страхование активов
- Часть оценки бизнеса

Только первые четыре причины имеют отношение к получению финансирования

Цель оценки активов определяет аудиторию

- Банки/другие кредитные учреждения
- Деловые партнеры (партнер по СП или инвестор)
- Налоговые органы
- Страховые фирмы
- Руководство компании

При поиске финансирования главной целью оценки активов является поддержка переговоров



Прочность позиции это ключ к успеху на переговорах. Правильная и профессионально выполненная оценка активов добавляет достоверность и улучшает вашу позицию.

Для оценки активов применяются три подхода

Затратный метод

Затраты по приобретению аналогичного актива

1. Оценить затраты по замене существующего актива новым
2. Оценить величину накопленной амортизации (физический износ, функциональное и экономическое устаревание)
3. Вычесть сумму полной амортизации из стоимости нового актива

Метод сравнительных продаж

Рыночная цена актива равных характеристик и качества

1. Получить информацию о продажах аналогичного/идентичного актива
2. Провести сравнительный анализ для того, чтобы определить конкретную сумму или интервал величин стоимости

Доходный метод

Приведенная стоимость будущих доходов

1. Оценить валовой потенциальный доход
2. Оценить затраты
3. Рассчитать чистый доход
4. Привести чистый доход к текущей стоимости

Упражнение 7.1: Оценка активов

A. Для какого из трех методов оценки активов проще всего получить необходимые данные?

Затратный метод

Доходный метод

Метод сравнительных продаж

B. Почему при оценке актива важно знать права собственности на него?

Влияет на выбор адекватного метода

Ограничивает использование актива в предназначенных целях

C. При ведении каких переговоров о финансировании компания располагает наименьшей силой?

Банковский кредит

Продажа актива

Создание совместного предприятия

D. Какой из трех методов оценки использует прием приведения к текущей стоимости?

Затратный метод

Доходный метод

Метод сравнительных продаж

Упражнение 7.1: Оценка активов - Решение

A. Для какого из трех методов оценки активов проще всего получить необходимые данные?

Затратный метод

Доходный метод

Метод сравнительных продаж

B. Почему при оценке актива важно знать права собственности на него?

Влияет на выбор адекватного метода

Ограничивает использование актива в предназначенных целях

C. При ведении каких переговоров о финансировании компания располагает наименьшей силой?

Банковский кредит

Продажа актива

Создание совместного предприятия

D. Какой из трех методов оценки использует прием приведения к текущей стоимости?

Затратный метод

Доходный метод

Метод сравнительных продаж

Оценка бизнеса позволяет определить рыночную стоимость хозяйственных операций работающего предприятия

Стоимость бизнеса - это текущая стоимость будущих благ от его владения:

- Здравомыслящий инвестор обычно вкладывает деньги в какую-либо компанию лишь в том случае, когда текущая стоимость будущих благ от владения равна или выше цене приобретения
- И наоборот, благоразумный продавец обычно не продает, если текущая стоимость ожидаемых благ будет больше цены продажи

Стоимость это не просто число:

- Стоимость компании зависит от того, как каждый потенциальный инвестор расценивает выгоду и риски, связанные с компанией. В целом, задача оценщика состоит в определении наиболее вероятной или разумной величины.

Оценка стоимости основывается на конкретном моменте времени - дате оценки.

Результатом оценки бизнеса является стоимость собственного капитала.

Рыночная стоимость собственного капитала это то, что пытаются определить с помощью оценки бизнеса; ее нельзя смешивать с другими определениями стоимости капитала

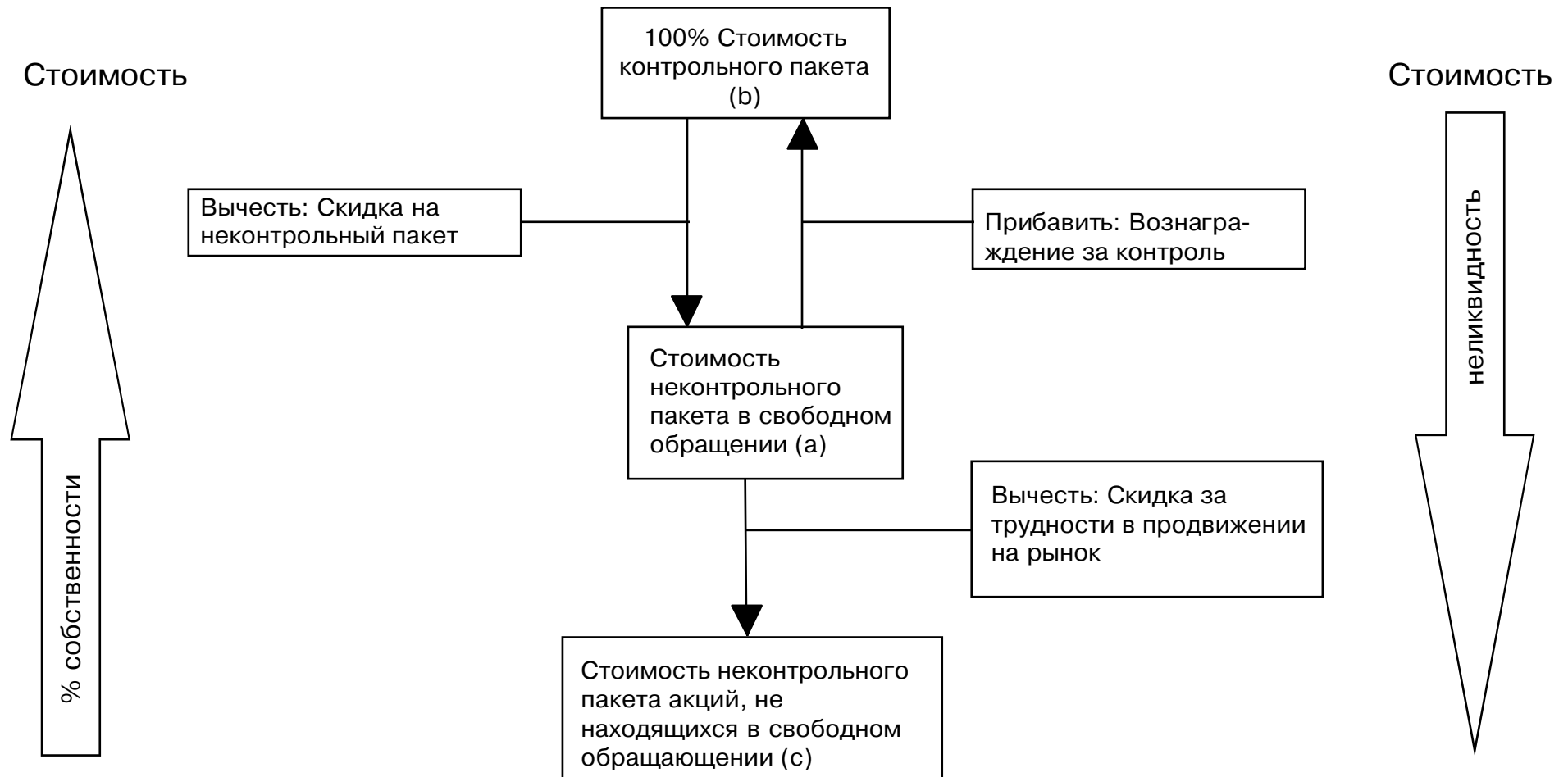
Уставной капитал - Уставной капитал приватизированного российского предприятия это первоначальная стоимость акционерного капитала при приватизации плюс любые поправки, произведенные в результате переоценки активов. Его стоимость имеет отдаленное отношение к рыночной стоимости акций.

Акционерный капитал - Акционерный капитал это уставный капитал плюс любой другой капитал, созданный на основе удержанной чистой прибыли, продажи акций выше их номинальной стоимости и т.д. Он не равен текущей рыночной стоимости собственного капитала.

Рыночная цена акции - В условиях развитых фондовых рынков текущая рыночная цена акции, умноженная на количество акций, должна равняться рыночной стоимости собственного капитала. Однако в России, акции очень небольшого числа компаний активно и открыто обращаются на фондовом рынке, что делает такую оценку ненадежной.

Рыночная стоимость собственного капитала - Текущая рыночная стоимость всех акций это та цена, по которой акций поменяли бы своего собственника при наличии согласия покупателя и продавца, если бы они продавались на открытом рынке. Эта величина отражает взгляд рынка на потенциал будущих доходов. Задачей оценки является определение данной величины.

Акции предприятия будут обладать различной стоимостью для разных инвесторов и для различных видов сделок



- (a) В большинстве случаев рыночная оценка начинается с определения стоимости 1 обычной акции, как если бы она находилась в открытом обращении
- (b) Стоимость всего бизнеса при продаже одному покупателю
- (c) Стоимость неконтрольного пакета акций в частной фирме закрытого типа

Хотя неразвитая инфраструктура фондовых рынков в России отрицательно сказывается на цене акции, руководство предприятия может предпринять шаги по уменьшению этого эффекта

Недостаток развития инфраструктуры фондовых рынков является обычной проблемой для всех российских предприятий, которые хотят продавать свои акции. К тому же, небольших инвесторов волнуют проблемы возможного нарушения их прав в России.

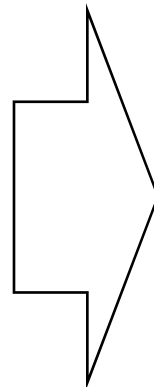
Хотя развитие инфраструктуры фондовых рынков находится вне контроля руководства предприятия, директора предприятий могут усилить доверие инвесторов если смогут:

- Предпринять все усилия для того, чтобы акции предприятия обращались в системе, управляемой Профессиональной Ассоциацией Участников Фондовых Рынков, а также на одном или более фондовых рынках
- Удовлетворять всем требованиям Федеральной Комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку
- Равноправно обращаться со всеми акционерами; принимать во внимание интересы небольших инвесторов; обеспечить право всех акционеров на получение объявленных дивидендов; проводить запланированные и срочные собрания акционеров в справедливой, открытой и дисциплинированной обстановке для того, чтобы обеспечить осуществление акционерами своих прав
- Нанять независимого регистратора, который будет вести регистр акционеров, а также убедиться в том, что регистратор подходит по существующему законодательству

Существуют три основных подхода к оценке бизнеса

Любая оценка бизнеса должна принимать в расчет следующее:

- 1. Экономические условия**
- 2. Условия отрасли**
- 3. Специфику компании**
 - природу и историю бизнеса
 - экономический обзор отрасли
 - финансовое состояние бизнеса
 - прошлые и будущие доходы, потоки денежных средств и чистую стоимость активов (включая гудвил и другие нематериальные активы)
 - вероятную структуру распределения акций, прошлые продажи акций



Тремя главными методами оценки бизнеса являются:

- Метод дисконтирования потоков денежных средств
- Метод активов (стоимость замены)
- Методы рыночного сравнения
 - Фондовые рынки
 - Торговые сделки

Метод активов: стоимость собственного капитал = рыночная стоимость активов - рыночная стоимость обязательств

Метод активов предусматривает следующие шаги:

- Каждая категория активов предприятия (материальные и нематериальные), а также его обязательств, должна оцениваться отдельно.
- Активы должны оцениваться по принципу «на месте», т.е. на основании их вклада в хозяйственную деятельность бизнеса как целого, а не на основании их отдельной продажи.
- При оценке обязательств важно принимать во внимание обязательства, неучтенные в балансовом отчете - «условные обязательства».

Этот прием оценки сосредотачивается на стоимости тех активов, которые используются в текущих операциях. Если у вашей компании имеются значительные неэффективно используемые активы, то результатом этого является более низкая стоимость. В этом случае, для получения более высокой величины лучше применять метод оценки основных фондов и оборудования.

Существует два вида оценки, основанных на рыночном сравнении

Двумя видами сравнительной оценки компаний являются:

1) Оценка на основании фондовых рынков отражает стоимость акций по сравнению с акциями, обращающимися на фондовом рынке

- Берется цена обращаемой на рынке акции подобной компании, и рассчитываются коэффициенты отношения цены акции к прибыли, потоку денежных средств или активам; на эти коэффициенты затем умножается прибыль, поток денежных средств или активы оцениваемой компании с целью расчета условной рыночной стоимости
- В коэффициенты вносятся поправки, учитывающие различия между компаниями, и скидки, учитывающие дефицит оборотного капитала, страновой риск (политический риск, риск экспроприации и т.д.), неликвидность акций или исковой риск

2) Оценка на основании торговых сделок производится путем сравнения с ценами аналогичных компаний, проданных другой компании или инвестору

- Берется цена обращаемой на рынке акции подобной компании, которая была приобретена в результате торговой сделки, и рассчитываются коэффициенты отношения цены акции к прибыли, потоку денежных средств или активам; на эти коэффициенты затем умножается прибыль, поток денежных средств или активы оцениваемой компании с целью расчета условной рыночной стоимости
- Скидки производятся по тем же причинам недостатка оборотного капитала, рисков, присущих данной стране и т.д.

Сравнительные рыночные методы оценки не очень эффективны в условиях российской реальности

- Трудно найти действительно похожие компании. Очень небольшое число компаний конкурирует в тех же сегментах рынка, как их западные конкуренты. Их финансовая структура и система бухгалтерского учета тоже, скорее всего, различны.
- Большинство коэффициентов основывается на недавних или текущих отношениях прибыль/денежные средства и т.д. Использование этих множителей не несет в себе большой ценности для большинства российских предприятий в условиях сегодняшнего экономического спада; стоимость большинства российских предприятий сегодня кроется в их будущем потенциальном подъеме.
- Для обеспечения сравнимости необходимо вносить поправки в коэффициенты из-за различия в системах российского бухучета и IAS

Метод дисконтирования денежных потоков (ДДП) наиболее подходит для большинства российских предприятий

- Концепция дисконтирования денежных потоков заключается в оценке выгоды, которую получит инвестор после оплаты всех расходов по содержанию и управлению бизнесом. Этот метод лучше, чем бухгалтерская прибыль, так как последним можно манипулировать посредством различных бухгалтерских процедур и, особенно в России, ее величина может быть искажена из-за налогового законодательства.
- Положительный баланс движения денежных средств является источником для выплаты дивидендов, независимо от того, выплачивает ли компания или нет каждый год в виде дивидендов 100% свободных от обязательств денежных поступлений; денежные средства, остающиеся в распоряжении предприятия, внесут вклад в рост капитала и получение дивидендов в будущем.
- Будущие потоки денежных средств приводятся к эквиваленту их текущей стоимости с использованием нормы дисконта, которая равна требуемой инвестором норме прибыли. Норма прибыли инвестора основывается на его анализе риска инвестирования в бизнес и риска неполучения ожидаемых в будущем денежных средств.



Метод оценки бизнеса ДДП

- единственный метод, который прямо принимает во внимание все важные факторы - комплекс всех благ, которые ожидает получить в будущем владелец/инвестор, время получения этих благ, риск владельца/инвестора

Метод ДДП состоит из двух этапов

Прогнозирование

- Для выполнения оценки на основе доходов необходимо проанализировать и спрогнозировать вперед на несколько лет следующие статьи:
 - Выручка (учитывая конкуренцию, производственные мощности, инфляцию и т.д.)
 - Затраты (постоянные и переменные, инфляция, стоимость заемного капитала и т.д.)
 - Инвестиции (необходимый оборотный капитал, затраты на капитальные вложения и т.д.)
 - Остаточная стоимость (стоимость бизнеса в конце прогнозируемого периода)
- Это должно позволить спрогнозировать поток денежных средств на несколько лет вперед, идеально - в текущих ценах, так как инфляция оказывает различное воздействие на отдельные компоненты прогноза.

Дисконтирование

- Стоимость компании рассчитывается путем дисконтирования прогнозируемых потоков денежных средств (после уплаты налогов) и приведения их к текущей стоимости. Норма дисконта должна быть равна норме прибыли, требуемой инвестором.

Кто выполняет оценку и почему?

Не руководители предприятия

- Их мотивацией является завышение цены

Не банки

- Их мотивацией является занижение цены

Поэтому оценка почти всегда выполняется независимыми оценщиками, которые:

- Лучше знают рынок
- Теоретически не имеют стимула для занижения или завышения стоимости активов/бизнеса
- Применяют стандартные методологии
- Имеют опыт в этой области
- Повышают доверие к оценке (дело их чести и репутации)
- Некоторые кредитные учреждения/инвесторы предпочитают, чтобы оценка была выполнена международно признанной фирмой для обеспечения непредвзятости

Как результаты оценки можно использовать при переговорах с потенциальными инвесторами?

Портфельные инвесторы

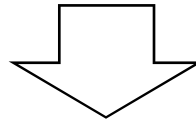
- Отправной точкой при ведении переговоров о том, какой процент собственности должен быть передан инвестору за данный объем инвестиций, может являться интервал значений стоимости, полученных в результате оценки. Руководство предприятия сможет аргументировать свою позицию на основании данных оценки
- Наиболее вероятно, что потенциальный инвестор будет располагать своим интервалом значений.

Стратегические инвесторы

- То же самое относится и к стратегическим инвесторам, но, вдобавок, руководство компании может захотеть отдельно рассмотреть результаты оценки активов. Стоимость активов российских предприятий, скорее всего, будет выше, чем стоимость бизнеса. Для получения более приемлемой цены руководство может воспользоваться результатами оценки активов и найти компромисс между этим значением и значением стоимости бизнеса
- В этом случае стоимость активов предприятия может рассматриваться как максимальная цена, а стоимость бизнеса как минимальная цена

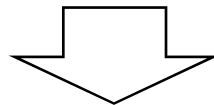
Как результаты оценки используются при публичной эмиссии акций?

Отправной точкой при установлении цены акций служит интервал значений стоимости бизнеса.

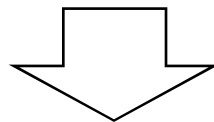


После оформления соответствующей документации для эмиссии предприятие должно начать переговоры с портфельными инвесторами для того, чтобы продать заранее часть выпуска. На основании таких переговоров руководство может судить о том, высока или низка первоначальная цена. Опять же, это является предметом переговоров.

Если значительная часть выпуска заранее продана по какой-то цене, то скорее всего, продемонстрированный интерес к выпуску окажет воздействие и на других инвесторов (особенно, небольших), и они купят эти акции по той же цене в период открытого предложения.



Так как цены на акции в России очень неустойчивы, то вполне возможно, что в первоначальную цену придется вносить несколько поправок вплоть до момента открытого предложения на рынке.



Цена акций при эмиссии

Упражнение 7.2: Источники и использование данных о стоимости предприятия

На следующие вопросы необходимо ответить Да или Нет. Обведите кружочком нужный ответ:

A. Можно ли определить рыночную стоимость приватизированного российского предприятия на основании баланса?

Да

Нет

Да

Нет

B. Необходима ли оценка бизнеса при получении заемного финансирования?

Да

Нет

C. Обладает ли акция одной и той же ценой для разных инвесторов?

Упражнение 7.3: Источники и использование данных о стоимости предприятия

А. Можно ли определить рыночную стоимость приватизированного российского предприятия на основании баланса?

Да

Нет

В. Необходима ли оценка бизнеса при получении заемного финансирования?

Да

Нет

С. Обладает ли акция одной и той же ценой для разных инвесторов?

Да

Нет

Упражнение 7.3: Важные моменты в оценке предприятия

Что должно приниматься во внимание при использовании следующих методов (обвести кружочком нужный ответ):

A. Методы, основанные на доходах

Прибыль в отчете о доходах и убытках

Величина и время будущих доходов

Балансовая стоимость активов

B. Методы активов

Вклад активов в хозяйственные операции

C. Сравнительные рыночные методы

Цена открыто обращаемых на рынке акций подобных предприятий

Номинальная стоимость акций при приватизации

Упражнение 7.3: Важные моменты при оценке предприятия

При использовании данных методов необходимо принимать во внимание:

A. Методы, основанные на доходах

Прибыль в отчете о доходах и убытках

Величина и время будущих доходов

Балансовая стоимость активов

B. Методы активов

Вклад активов в хозяйственные операции

C. Сравнительные рыночные методы

Цена открыто обращаемых на рынке акций подобных предприятий

Номинальная стоимость акций при приватизации