

ОТЧЕТ ОБ ОЦЕНКЕ
РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ
ООО «XXX»

Санкт-Петербург

2015

Оглавление

1. ВВЕДЕНИЕ	3
1.1. ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ И ВЫВОДЫ	3
1.1.1. Предоставленные для оценки данные.....	3
1.1.2. Результаты оценки.....	3
2. ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ ОБЪЕКТА ОЦЕНКИ	4
2.1. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД	4
2.1.1. Общие положения.....	4
2.1.2. Метод прямой капитализации	4
2.1.3. Метод дисконтирования предполагаемых денежных потоков доходов.	5
2.2. ЭМПИРИЧЕСКИЙ ПОДХОД	11
3. СОГЛАСОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ.....	11
4. СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ	12

*. ВВЕДЕНИЕ

.. ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ И ВЫВОДЫ

..*. **Предоставленные для оценки данные**

Оценка производилась на основе бизнес-плана ООО «XXX» на **** год.

..*. **Результаты оценки**

полученные при применении различных подходов к оценке, тыс. руб.:

- Доходный подход, метод дисконтирования денежных потоков: *
***.
- Доходный подход, метод прямой капитализации: * ***.
- Эмпирический подход: * ***.

Итоговая величина рыночной стоимости объекта оценки: * *** тыс. руб.

*. ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ ОБЪЕКТА ОЦЕНКИ

Для оценки объекта были выбраны * подхода:

- Доходный и
- Эмпирический.

.. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД

..*. Общие положения

Оценка с применением методов доходного подхода осуществляется на основе доходов предприятия, тех экономических выгод, которые получает собственник от владения предприятием (бизнесом).

Оценка основана на принципе, что потенциальный покупатель не заплатит за долю в предприятии (бизнесе) больше, чем она может принести доходов в будущем.

Оценка будущих доходов производится с учётом фактора изменения стоимости денег во времени - доход, полученный в настоящий момент времени, имеет для инвестора большую ценность, чем такой же доход, который будет получен в будущем.

Общая стоимость рассчитывается как сумма потоков доходов от деятельности бизнеса в прогнозный период, приведенная к текущему уровню цен, плюс стоимости бизнеса в постпрогнозный период.

В рамках доходного подхода применяют в основном две методики оценки:

- метод прямой капитализации;
- метод дисконтирования предполагаемых потоков доходов.

..*. Метод прямой капитализации

Метод прямой капитализации отождествляет бизнес с финансовым активом определенного рода – бессрочной рентой (аннуитетом). Особенности этого актива являются:

- неограниченный срок жизни;
- стабильность потока денежных средств (равные годовые суммы или годовые суммы, возрастающие с постоянным темпом).

Если бизнес в большей или меньшей степени отвечает этим условиям, применяются формулы для расчета текущей стоимости аннуитета (по модели Гордона).

Для бессрочной не возрастающей ренты:

$$PV = C_1 / R$$

Для бессрочной стабильно возрастающей ренты:

$$PV = C_1 / (R - g)$$

где:

PV – текущая (приведенная) стоимость бизнеса;

*C*₁ – денежный поток, генерируемый бизнесом в первый плановый период;

R – ставка капитализации;

g – темп роста денежного потока.

Таким образом, денежный поток прогнозируется на один период, а далее принимается гипотеза о его стабильности или росте с постоянным темпом. Ставка рыночной капитализации – это норма доходности, ожидаемая инвестором и адекватна ставке дисконта.

При расчёте стоимости ООО «XXX» методом капитализации принимается гипотеза о стабильности денежного потока. Ставка рыночной капитализации адекватна ставке дисконта и принимается равной $**,** **\%$ (ставка построена кумулятивным методом, см. ниже – расчёт ставки дисконтирования).

В соответствии с БП чистая прибыль компании за $****$ года – $***$ тыс. руб.

Затем чистая прибыль делится на ставку дисконтирования (см. стр. $**$).

$*** ** / *, ** ** = * ** **$ рублей.

Стоимость ООО «XXX», рассчитанная методом прямой капитализации, составляет $* ** *$ рублей.

***.*.*. Метод дисконтирования денежных потоков**

Данный метод доходного подхода применяют для оценки компаний находящихся в стадии интенсивного развития бизнеса, для оценки компаний, в отношении которых нет основания предполагать неограниченный срок жизни.

Срок жизни бизнеса может быть ограничен договорами аренды, падением спроса на выпускаемую продукцию и т.д.

Определение длительности прогнозного периода

Для малых предприятий эффективный срок жизни в среднем составляет от $*-x$ лет до $*$ лет. Более длительный срок в сложившихся рыночных условиях с достаточной точностью прогнозирования рассматривать нецелесообразно. Срок жизни для ООО «XXX» принят равный $*$ годам.

Ретроспективный анализ и расчет прогноза потоков доходов собственника

При прогнозе потоков доходов собственника соблюдается правило, что прогноз доходов должен быть логически совместим с ретроспективными показателями деятельности бизнеса и рынка в целом.

Для целей оценки бизнеса в использовании применяются следующие прогнозные модели:

- прогнозные значения потоков прибыли принимаются равными прибыли собственника за последний год работы, если бизнес находится в стадии стабильного получения доходов (именно эта модель предполагается в данной работе);

- прогнозные значения потоков прибыли принимаются нарастающим потоком в соответствии с темпами роста доходов в ретроспективный период до значений, соответствующих возможностям оцениваемого бизнеса, если бизнес находится в стадии роста доходов;

- прогнозные значения потоков прибыли принимаются уменьшающимся потоком в соответствии с темпами падения доходов в ретроспективный период, если бизнес находится в стадии стагнации.

Учет рисков бизнеса в доходном подходе к оценке его стоимости.

Риски бизнеса можно рассматривать как меру нестабильности ожидаемых от бизнеса доходов. Все риски бизнеса делятся на две группы: систематические и несистематические риски.

Систематические риски – это внешние риски бизнеса, на которые влияет среда прямого воздействия и внешняя среда косвенного воздействия.

Внешняя среда прямого воздействия – это те элементы инфраструктуры бизнеса, которые непосредственно влияют на прибыльность предприятия. К ним относятся:

- клиенты – потребители товаров и услуг, производимых бизнесом;
- партнеры и конкуренты;
- банковские и кредитные учреждения;
- государственные и ведомственные органы и т.д.;

Внешняя среда косвенного воздействия включает в себя следующие компоненты:

- факторы окружающей (природной) среды, неблагоприятные, стихийные явления, погодные условия;
- политические факторы;
- правовые факторы, включающие в себя свод законов и нормативных актов;
- экономические факторы тесно связанные политическими и правовыми факторами;
- технологические факторы (связанные с научно техническим прогрессом, изменениями в технологии производства);
- социальные факторы, зависящие от установок, жизненных ценностей и традиций государства.

Несистематические риски – это внутренние риски бизнеса, определяемые элементами, обеспечивающими процесс производства, и характер управления бизнесом:

- организационное единство предприятия;
- система управления и правовое обеспечение деятельности организации;
- трудовые ресурсы;
- финансовые ресурсы;
- производственная база.

Все вышеперечисленные факторы влияют на степень риска получения доходов в сторону увеличения или уменьшения. Негативные перемены могут происходить в любой из взаимосвязанных систем бизнеса, и перемены влекут за собой изменение в других системах.

Учет рисков инвестирования в бизнес при определении стоимости бизнеса доходным подходом производится подбором адекватной рискам ставки капитализации или дисконта, применяемой для определения текущей стоимости ожидаемых от бизнеса денежных потоков.

Исполнитель применил для определения ставки дисконтирования метод кумулятивного построения. Суть этого метода состоит в том, что к стандартной безрисковой ставке, прибавляются показатели, характеризующие риски, присущие отрасли и ООО «XXX».

Ставка дисконтирования представляет собой коэффициент, применяемый для перевода будущих платежей или поступлений в текущую стоимость. То есть, ставка дисконта используется для определения суммы, которую заплатил бы инвестор сегодня за инвестиционный актив, с целью получения в будущем доходов.

В соответствии с моделью кумулятивного построения ставка дисконта определяется по формуле ¹⁾:

$R = R_f + R^* + R^* + R^* + R^* + R^* + R^* + R^*$, где:

R_f – безрисковая ставка дохода;

R^* – ключевая фигура в руководстве; качество руководства;

R^* – размер ООО «XXX»;

R^* – финансовая структура;

R^* – диверсификация производственная и территориальная;

R^* – диверсификация клиентуры;

R^* – доходы: рентабельность и прогнозируемость;

R^* – прочие особенные риски.

Таким образом, за основу настоящего расчета берется ставка дохода безрисковой ценной бумаги, к которой добавляется премия за риск инвестирования в рассматриваемую компанию. Полученная сумма корректируется с учетом факторов, являющихся особенными для данного предприятия

Безрисковая ставка

В качестве возможной безрисковой ставке были рассмотрены следующие инструменты:

- Ставка рефинансирования Центрального банка Российской Федерации (*, **% на момент оценки)

- Депозиты Сбербанка РФ (**%)

За безрисковую ставку принимается средняя доходность по данным инструментам. Безрисковая ставка составляет *, *** %.

Надбавка за риск инвестирования в данную компанию.

Западная теория оценки определила перечень основных факторов, которые должны быть проанализированы в ходе расчета надбавки (премии) за риск инвестирования в данную компанию²⁾:

1. Размер ООО «XXX»;

2. Финансовая структура;

3. Диверсификации производственная (товарная) и территориальная;

4. Диверсификация клиентуры;

5. Доходы: рентабельность и прогнозируемость;

6. Ключевая фигура в руководстве; качество руководства;

7. Прочие особенные риски.

Величина премий (надбавок) за риск инвестирования в отдельную компанию колеблется в пределах *-*%.³

¹⁾ Булычева Г.В., Демшин В.В. «Практические аспекты применения доходного подхода к оценке российских предприятий», Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, Москва, 1999г., стр. 41.

²⁾ Булычева Г.В., Демшин В.В. «Практические аспекты применения доходного подхода к оценке российских предприятий», Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, Москва, 1999г., стр. 41.

Премия (надбавка) за размер ООО «XXX».

Наиболее очевидное преимущество, которое имеет крупная компания, заключается в относительно более легком доступе к финансовым рынкам при необходимости привлечения дополнительных ресурсов, а также большая стабильность бизнеса по сравнению с малыми конкурентами.

Надбавка за риск с учетом специфики компании необходима в том случае, если ожидается, что инвестирование денежных средств в конкретную компанию предполагают более высокий уровень риска по сравнению с инвестициями в компанию с минимальным уровнем риска.

Малый и средний бизнес имеют значительно более ограниченный потенциал в привлечении финансовых ресурсов, нежели крупный бизнес: небольшая фирма растворяется среди себе подобных, а крупная всегда выделяется и привлекает внимание; инвесторы скорее доверят свои деньги большой, хорошо известной в стране компании, нежели маленькой.

Таким образом, вкладывая средства в небольшую компанию, инвестор должен учесть тот разрыв в процентных ставках, который возникнет в случае попытки его фирмы привлечь дополнительные средства, по сравнению с крупным промышленным предприятием. Дополнительные проценты, которые в идеале и должны быть учтены в ставке дисконтирования, представляют собой дополнительный риск.

Таким образом, большая компания будет иметь меньший риск и, следовательно, меньшую премию (надбавку) за размер.

Компания, представленная на оценку,

Премия (надбавка) за финансовую структуру ООО «XXX».

Финансовая структура любой компании состоит из собственных и заемных средств в определенном соотношении. Чем в меньшей степени деятельность зависит от заемных средств, тем лучше финансовая структура такой компании, меньше риск (например, риск банкротства) и, следовательно, меньше премия (надбавка) за финансовую структуру.

В качестве показателя зависимости от заёмных средств выбрано отношение суммарных обязательств к собственному капиталу (Total debt to equity). Показатель рассчитывается по формуле:

$$TD/EQ = \frac{\text{Долгоср. обязательства} + \text{Текущие обязательства}}{\text{Собственный капитал}}$$

Рекомендуемые значения: *.** - *

Согласно бизнес-плану (БП) на конец **** года у ООО «XXX» планировались суммарные обязательства в размере * *** тыс. рублей (см. стр. ** БП). На тот же момент времени собственный капитал должен был достичь *** тыс. руб. Таким образом

$$TD/EQ = *, **,$$

3) Материалы семинаров компании «Deloit & Touche»; Бульчева Г.В., Демшин В.В. «Практические аспекты применения доходного подхода к оценке российских предприятий», Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, Москва, 1999г., стр. 41.

что свидетельствует о

Таким образом, премия (надбавка) за финансовую структуру была определена Исполнителем

Премия (надбавка) за производственную (товарную) и территориальную диверсификации.

Производственная диверсификация – производство товаров и оказание услуг компанией, относящихся к различным отраслям и подотраслям. То есть риск на производственную диверсификацию зависит от того, насколько деятельность предприятия (по всем ее видам) подвержена колебаниям рыночных условий. Чем сильнее развита диверсификация производства, тем предприятие легче адаптируется к меняющейся обстановке.

Зачастую помимо производственной выделяют еще и товарную диверсификацию, то есть производство компанией широкой номенклатуры товаров и услуг, относящихся к одной товарной группе.

Преимущества от производственной диверсификации еще более усиливаются при удачной территориальной диверсификации, то есть, когда компания производит свою продукцию на различных с географической точки зрения рынках.

Таким образом, чем большую производственную, товарную и территориальную диверсификации имеет компания, тем меньшим рискам (например, риску банкротства) она подвержена и, следовательно, тем меньше будет уровень премии (надбавки) за риск производственной и территориальной диверсификации.

На основании проведенного анализа деятельности ООО «XXX» Исполнителем был сделан вывод о том, что

Премия (надбавка) за диверсификацию клиентуры.

Поскольку компания

Премия (надбавка) за рентабельность и прогнозируемость доходов.

Премия за риск на недостаточную рентабельность рассчитывается исходя из интересов инвестора, построенных на основе принципа ожиданий. Инвестор не будет вкладывать деньги в проект, если в другом проекте норма прибыли будет выше при прочих равных условиях. В этом случае, поскольку интерес инвестора отражается в прибыли, которая приходится на вложенный им (собственный) капитал, рентабельность собственного капитала следует сравнивать с рыночными показателями рентабельности собственного капитала. Это может быть среднерыночная или среднеотраслевая рентабельность собственного капитала.

Исходя из БП (см. стр. **), норма прибыли ООО «XXX» к концу **** года должна была находиться на

Премия (надбавка) за ключевую фигуру в руководстве; качество управления.

Качество управления – это тот фактор, который способен либо завести фирму в полный тупик, либо привести к расцвету. Качество управления отражается на всех сторонах существования фирмы. В определенном смысле компания есть то, что сделало с ним управление, то есть текущее состояние ООО

«XXX» и перспективы его развития во многом predeterminedены качеством управления.

Анализ деятельности ООО за **** год показал, что

В результате премия (надбавка) за качество управления составила *%.

Премия (надбавка) за прочие особенные риски.

Исходя из фактических результатов **** года, Исполнитель установил дополнительные риски, дающими премию (надбавку) в размере *,*%.

Риски	
Безрисковая ставка	*,*** %
Размер ООО «XXX»	*,* %
Финансовая структура	*,* %
Диверсификация производственная и территориальная	*,* %
Диверсификация клиентуры	*,* %
Доходы: рентабельность и предсказуемость	*,* %
Ключевая фигура в руководстве; качество руководства	*,* %
Прочие особенные риски	*,* %
Итого, ставка дисконтирования, %.	** ,*** %

Таким образом, совокупный фактор риска, определенный на основе анализа финансово-хозяйственной деятельности ООО «XXX», составляет **,*** %.

Расчет стоимости денежного потока

Годы	*	*	*	*	*
Дисконтированный денежный поток	*** **	*** **	*** **	*** **	** **
Итого стоимость денежного потока	*** **				

Дисконтированная стоимость денежного потока составила *** ** рублей.

Предполагается, что по окончании срока жизни бизнеса (в конце *-го года) будет произведена продажа его активов (так называемая реверсия). Для получения стоимости бизнеса сумма, полученная от продажи активов, дисконтируется и прибавляется к стоимости денежного потока.

Расчёт стоимости реверсии оборудования и имущества

Стоимость оборудования, принадлежащего компании, составляет незначительную сумму и, с учётом амортизации к моменту реверсии, может быть исключена из рассмотрения.

Стоимость товарного запаса на **.**.**** года планировалась в размере * ** тыс. руб. (см. стр. ** БП). Поскольку Исполнитель предположил неизменность годовой чистой прибыли, нужно также предположить неизменность объёма реализации. В БП предполагается неизменная

оборачиваемость товарного запаса, а это значит, что сумма товарного запаса к моменту реверсии составит те же * *** тыс. руб. Скидка на быструю продажу **%, итого стоимость распродажи товарного запаса * *** тыс. руб.

Дисконтированная стоимость товарного запаса (стоимость реверсии) составит: * *** х *, ***** = *** тыс. руб.

Для определения стоимости бизнеса методом дисконтированных денежных потоков необходимо сложить дисконтированную стоимость денежного потока и стоимость реверсии имущества: ***+ *** = * *** тыс. руб.

Стоимость ООО «XXX», определённая методом дисконтирования денежных потоков, равна * * тыс. рублей.**

.. ЭМПИРИЧЕСКИЙ ПОДХОД

Эмпирические правила основываются на многолетнем опыте оценки различных бизнесов и позволяют произвести оценку бизнеса без трудоёмких расчётов. Тем не менее, данные о стоимости, полученные с использованием эмпирических правил, должны играть решающую роль при принятии решения только если они подкреплены другими методами оценки.

Большинство из эмпирических правил представляет собой **процентное выражение величины валового дохода** (объема реализации, суммы оплаченных счетов за год, годовой величины валового дохода, годового размера полученных гонораров, годовой выручки, причем все они равноценны в смысле применения эмпирических правил).

В данной работе использовано эмпирическое правило из сборника правил, разработанных Кэтрин Ф. Эшуолд (Kathryn F. Aschwald), глава и основательница компании Columbia Financial Advisors, Inc. — фирмы, работающей в области оценки бизнеса и финансовых консультаций⁴. В этой работе автор предлагает оценивать бизнес дистрибуции медицинского оборудования и материалов, как **% годовой валовой прибыли.

В соответствии с БП годовая валовая прибыль составляет * *** тыс. руб. (см. стр. * БП). **Следовательно, оценка ООО «XXX» методом эмпирических правил равна * *** тыс. руб.**

*. СОГЛАСОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ

Заключительным элементом аналитического исследования ценностных характеристик оцениваемого объекта является сопоставление расчетных стоимостей, полученных при помощи использованных различных методов оценки. Целью согласования результатов является определение наиболее вероятной стоимости прав собственности на оцениваемый объект на дату оценки через взвешивание преимуществ и недостатков проведенных расчетов.

Исполнитель посчитал возможным присвоить показателям рыночной стоимости объекта оценки, полученным различными подходами, следующие весовые коэффициенты:

Расчет средневзвешенной рыночной стоимости компании

--	--	--

⁴ http://www.elitarium.ru/2006/05/04/jempiricheskie_pravila_ocenki_biznesa.html

	Сумма	Коэффициент
Метод эмпирических правил	****	*
Метод дисконтированных доходов	****	*
Метод прямой капитализации	****	*
Итого стоимость компании		* **

Вывод: Стоимость компании составляет * ** тыс. рублей.

4. СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Федеральный закон от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ .Об оценочной деятельности в Российской Федерации..

2. Федеральные стандарты оценки, обязательные к применению при осуществлении оценочной деятельности, утвержденные Приказами Минэкономразвития РФ:

- ФСО № 1 «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки», утв. 20.07.07 г. N 256,

- ФСО № 2 «Цель оценки и виды стоимости», утв. 20.07.07 г. № 255,

- ФСО № 3 «Требования к отчету об оценке», утв. 20.07.07 г. № 254,

3. Грязнова А.Г., Федотова М.А., Ленская С.А. Оценка бизнеса. Учебник. – М.: Финансы и статистика, 2006.

4. Дамодоран А. Инвестиционная оценка. - М.: Альпина букс, 2004.

5. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. Пер. с англ. – М.: Олимп-бизнес, 2006.

6. Чиркова Е. Как оценить бизнес по аналогии. Методологическое пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005.

7. Эванс Ч. Фрэнк, Бишоп М. Дэвид Оценка компаний при слияниях и поглощениях. Создание стоимости в частных компаниях. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.