

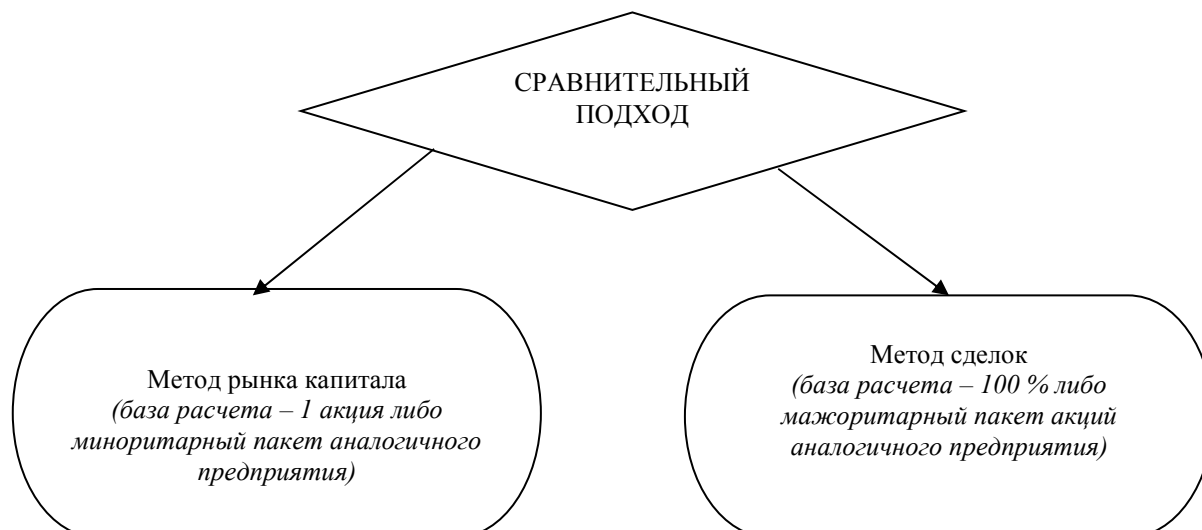
Калинкина Кира Евгеньевна,
к.э.н., доцент ФГБОУ ВПО «РЭУ им. Г.В.
Плеханова»
Вице-президент НП «СРОО «АРМО»,
Вице-президент НП «СРОО «Экспертный
совет»
Россия, г. Москва

Методология выбора и расчета мультипликаторов при оценке пакетов акций

Корректный выбор, обоснование и расчет мультипликаторов в рамках реализации сравнительного подхода при оценке пакетов акций является существенным условием достоверной оценки.

Данные вопросы особенно актуальны в условиях ограниченности информации о состоянии фондового рынка, о финансовом и хозяйственном положении предприятий, являющихся аналогами для оцениваемого предприятия.

Сравнительный подход к оценке пакетов акций включает два основных метода оценки: метод рынка капитала и метод сделок.



Основная проблема при применении сравнительного подхода заключается в отсутствии (недоступности) достоверной информации о реальных условиях сделок с пакетами акций предприятий-аналогов, и данных, характеризующих последние (условия совершения сделки, дата совершения, цена сделки, основные производственно-финансовые показатели деятельности предприятия-аналога).

Таблица 1. Порядок реализации сравнительного подхода

Наименование этапа	Содержание этапа
1. Ознакомление с законодательной базой, регулирующей деятельность акционерных обществ	В частности: - Федеральный закон Российской Федерации «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ от 26.12.1995 г., с изменениями; - Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 16.03.2005 г. № 05-4/пз-н «Об утверждении стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг» с изменениями.
2. Работа с руководством оцениваемого	На данном этапе Оценщик должен получить информацию о деятельности предприятия в том объеме,

Наименование этапа	Содержание этапа
предприятия по сбору информации для реализации сравнительного подхода	который позволит дать понимание бизнеса предприятия, а именно: • <i>отраслевая принадлежность</i> (в большинстве случаев, предприятие занимается несколькими видами деятельности, поэтому необходимо провести анализ структуры и состава выручки с тем, чтобы выявить наиболее значимое направление, с точки зрения формирования дохода (ценности предприятия)); • <i>география деятельности</i> (охват территорий, на которых осуществляет свою деятельность предприятие; специфика деятельности в территориальном разрезе); • <i>товарный/продуктовый ряд</i> (ассортимент выпускаемой продукции/товаров и оказываемых услуг; выявление наиболее значимых единиц с точки зрения формирования дохода предприятия); • <i>этап жизненного цикла</i> (выхаживание, младенчество, юность, расцвет, стабильность, аристократизм, ранняя бюрократизация, бюрократизация и смерть); • <i>финансовые характеристики</i> (динамика выручки, себестоимости, прибыли от основной деятельности, чистой прибыли, результатов операционной и внеоперационной деятельности; анализ рентабельности; анализ собственного оборотного капитала; анализ долга; наличие налоговых льгот); • <i>структура капитала</i> (собственный и заемный капитал; наличие привилегированных акций); • <i>производственные характеристики</i> (уровень загрузки производственных мощностей, проектная и фактическая мощность/производительность); • <i>имущественный комплекс</i> (наличие избыточных активов); • <i>перспективы развития</i> (планы развития предприятия относительно основного производства – расширение, замена, сокращение и др.). Кроме того, должна быть получена информация о совершении сделок купли-продажи с акциями оцениваемого предприятия (дата совершения сделки, анализ рыночных условий совершения сделки, объект сделки, цена сделки). Для получения вышеперечисленной информации, у предприятия необходимо запросить следующие основные документы: • пояснительные записки к годовой бухгалтерской отчетности и годовым собраниям акционеров; • формы годовой бухгалтерской отчетности (за последние 3-5 лет, предшествующие дате проведения оценки): бухгалтерский баланс, отчет о прибылях и убытках, приложение к бухгалтерскому балансу; • информация по имущественному комплексу (перечень объектов с указанием основных технико-

Наименование этапа	Содержание этапа
	экономических характеристик, и указанием на участие в производственном процессе); • информация по краткосрочным и долгосрочным займам и кредитам (наименование кредитора, дата предоставления и погашения, порядок и условия погашения); • информация по долгосрочным финансовым вложениям (наименование, доли участия, период и условия владения/распоряжения). По итогам проведенного анализа деятельности оцениваемого предприятия важно четко понимать ключевые «точки», которые формируют основную ценность бизнеса предприятия.
3. Анализ отрасли, в которой осуществляет свою деятельность оцениваемое предприятие	На данном этапе следует получить информацию по следующим основным вопросам: • экономические показатели отрасли (динамика объемов производства, рентабельность, темпы роста); • риски, присущие отрасли; • перспективы развития отрасли (существующий и потенциальный рынок сбыта, анализ поставщиков); • наличие конкурентов – аналогичных предприятий. Необходимо отметить, что анализ отрасли следует проводить как на страновом (российский рынок), так и на мировом уровнях. В результате отраслевого анализа необходимо сделать вывод о положении оцениваемого предприятия в отрасли, т.е. выявить показатели его производственно-финансовой деятельности, которые существенно отличаются от среднеотраслевых, и проанализировать причины выявленного отличия. Важно понять, возможно ли сравнивать оцениваемое предприятие с отраслевыми конкурентами, либо по определенным причинам оцениваемое предприятие является уникальным, и на данном этапе сделать вывод о невозможности применения сравнительного подхода.
4. Анализ состояния фондового рынка	В процессе анализа фондового рынка (конкретнее – рынка акционерного капитала) необходимо получить ответы на следующие вопросы в разрезе фондового рынка в целом и сегмента рынка, касающегося деятельности оцениваемого предприятия: • <i>участники рынка</i> (наличие биржевых котировок на акции предприятий, осуществляющих свою деятельность в той же отрасли, что и оцениваемое предприятие); • <i>ликвидность рынка</i> (соотношение числа заявок на покупку с количеством заявок на продажу; разница между ценой продажи и ценой покупки; динамика изменения цен); • <i>биржевой оборот</i> (анализ общего объема биржевых сделок, заключаемых в ходе биржевых торгов в

Наименование этапа	Содержание этапа
	натуральном и стоимостном выражении); • <i>доходность рынка</i>; • <i>спекулятивность рынка</i> (выявление спекулятивных сделок); • <i>«совершенство/эффективность» рынка</i> (влияние общеэкономических и политических событий на ценообразование). На основании полученной информации следует сделать вывод о возможности реализации сравнительного подхода – существует ли достоверная и необходимая (с точки зрения достаточности) информация о рыночных ценах на акции аналогичных предприятий.
5. Формирование базы предприятий-аналогов	Данный этап следует реализовывать по двум направлениям. Во-первых, выбор предприятий, которые могут выступать аналогами оцениваемому предприятию. Во-вторых, анализ производственно-финансовой деятельности предприятий-аналогов (см. содержание 2 этапа) и осуществление необходимых корректировок по параметрам, различающимся с оцениваемым предприятием. Результат выполнения данного этапа – сформированная (проверенная на достоверность и достаточность) база предприятий-аналогов, на основе которой будет реализовываться следующий этап.
6. Выбор и расчет оценочных мультипликаторов	На базе производственно-финансовых показателей деятельности предприятий-аналогов и скорректированных цен их пакетов акций, рассчитываются оценочные мультипликаторы: $M = \frac{\text{Ценовой измеритель предприятия-аналога}}{\text{Финансовый либо производственный показатель деятельности предприятия-аналога}}$ После формирования выборки по каждому мультипликатору, необходимо провести анализ выборки мультипликаторов на репрезентативность: выявление причин отклонений в значениях мультипликаторов. После качественного анализ выборки мультипликаторов, производится выбор мультипликаторов, по которым будет определяться рыночная стоимость пакетов акций оцениваемого предприятия.
7. Расчет рыночной стоимости пакета акций оцениваемого предприятия	Рассчитанные мультипликаторы умножаются на соответствующий финансовый либо производственный показатель деятельности оцениваемого предприятия. Полученные значения рыночной стоимости пакетов акций оцениваемого предприятия анализируются на наличие разницы в результатах. При наличии указанной разницы, определяются факторы и причины, повлиявшие на ее формирование. В итоге необходимо осуществить обоснованный выбор мультипликаторов, на базе которых производится расчет предварительной рыночной стоимости пакета

Наименование этапа	Содержание этапа
	акций оцениваемого предприятия.
8. Формирование итоговой рыночной стоимости пакета акций оцениваемого предприятия.	Данный этап включает в себя следующие действия: 1. Внесение корректировки на наличие чистого долга. 2. Внесение корректировки на наличие избыточных активов. 3. Внесение корректировки на недостаток/избыток собственного оборотного капитала. 4. Внесение корректировки на наличие/отсутствие контроля. 5. Внесение корректировки на уровень ликвидности оцениваемого пакета акций по сравнению с пакетами акций предприятий-аналогов. 6. Расчет итоговой рыночной стоимости пакета акций оцениваемого предприятия. Данный этап может быть вынесен за пределы сравнительного подхода и быть реализован в рамках раздела согласования результатов всех использованных подходов к оценке.

Рассмотрим вышеуказанные этапы. Если первые четыре этапа не представляют для понимания особой сложности, то последующие этапы необходимо рассмотреть детально.

Формирование базы предприятий-аналогов

Реализация данного этапа возможна при соблюдении следующих основных предпосылок:

- оцениваемое предприятие не является уникальным и может рассматриваться в рамках отрасли;
- в общедоступных источниках существует достаточная информация о сделках (на дату проведения оценки либо за период (1-5 лет), предшествующий проведению оценки), совершенных с предприятиями, которые могут выступать в качестве потенциальных аналогов;
- в общедоступных источниках существует достаточная информация о производственно-финансовой деятельности предприятий, которые могут выступать в качестве потенциальных аналогов;
- возможно получить информацию о котировках (капитализации) предприятий, которые могут выступать в качестве потенциальных аналогов на дату проведения оценки либо за период, предшествующий проведению оценки (1-6 мес.).

Поиск предприятий-аналогов рекомендуется осуществлять в следующей последовательности:

1. Составить перечень потенциальных аналогов. Источниками информации может выступать:
 - интервью с руководством оцениваемого предприятия вероятнее всего получить перечень его конкурентов, которые в первую очередь следует рассмотреть в качестве аналогов;
 - отраслевые обзоры;
 - анализ рынка слияний и поглощений в течение последних 1 – 5 лет (важно получить детальную информацию о сделке);
 - анализ фондового рынка (рынка акционерного капитала).

Для составления предварительного перечня потенциальных аналогов следует использовать следующие начальные критерии отбора.

Таблица 2. Начальные критерии отбора потенциальных предприятий-аналогов

Наименование критерия	Характеристика критерия
Отрасль	Перечень потенциальных аналогов, прежде всего, строится на основе общей отраслевой принадлежности с оцениваемым предприятием. Факторы, определяющие отраслевое сходство: • производственная диверсификация: полностью завершённый производственный цикл, подготовка к производству, сборочное производство, оптовая реализация, розничная реализация и т.д.; • товарная диверсификация: структура выручки, прибыли, приходящиеся на основную продукцию/услуги и т.д.; • «товарная линейка»: насколько сравнимы одинаковые товары/услуги, которые производятся/продаются/оказываются оцениваемым предприятием и его аналогом; • этап жизненного цикла.
Размер/масштаб	Факторы, определяющие размер/масштаб предприятия, в том числе: • объём продаж в натуральном и стоимостном выражении; • уровень доходов (выручка, прибыль от основной деятельности, прибыль до налогообложения, чистая прибыль); • наличие филиалов, представительств, дочерних предприятий; • географическая (территориальная) диверсификация; • факторы эффективности «больших» предприятий: большие партии сырья по более низким ценам, более высокая цена на продукцию.
Исторические тенденции	Основные параметры, позволяющие оценить совместимость оцениваемого предприятия и аналогов, на основе ретроспективной истории: • структура и динамика изменения выручки; • структура и динамика изменения расходов; • рентабельность; • финансовая структура капитала (уровень заемного финансирования); • структура и динамика изменения долгосрочной задолженности.
Уровень загрузки производственных мощностей	Необходимо провести анализ и выявить причины недозагрузки производственных мощностей. Они могут быть как внешними (т.е. характерны для всей отрасли в целом), так и внутренними (вызванными качеством управления предприятием). Чем больше в среднем по отрасли избыток

Наименование критерия	Характеристика критерия
	производственных мощностей, тем в меньшей степени их наличие у конкретного предприятия может влиять на ее стоимость. Следует учесть, что неработающие мощности требуют затрат на их поддержание, что увеличивает общезаводские расходы.
Перспективы развития	Важно определить планы развития потенциальных аналогов, в том числе направления деятельности, причины роста, цели и размеры инвестирования.
Дата определения цены аналога	Идеально, если сделка с пакетами акций потенциального предприятия-аналога была совершена или предполагалась к совершению накануне даты проведения оценки. Однако, учитывая, что российский фондовый рынок и рынок по слияниям и поглощениям недостаточно ликвидны и активны, то, возможно использовать информацию за 1-3 года до даты проведения оценки. Вместе с тем, важно отметить, что за указанный период не произошли какие-либо значимые события, которые существенно изменили ситуацию и их (события) невозможно учесть в расчетах.
Ликвидность предприятий-аналогов	Анализ степени ликвидности аналогов (объемов продаж акций за фиксированный период) по сравнению с объектом оценки необходим, поскольку цена акций должна отражать текущую рыночную стоимость акций. Многие акции, которые продаются на внебиржевом рынке, имеют очень низкий уровень продаж, иногда не более одной или двух продаж в неделю. Цены, по которым такие акции продаются, могут не отражать текущую рыночную стоимость акций и, следовательно, участвовать в дальнейших расчетах.

При обосновании выбора предприятий-аналогов необходимо ответить на следующие основные вопросы.

- Какие предприятия потенциально могут рассматриваться в качестве аналогов?
- Какие показатели (финансовые, производственные) являются наиболее значимыми в формировании ценности предприятия (после проведения анализа методом корреляции факторов и стоимости)?
- В чём заключаются существенные (для целей оценки и оцениваемого предприятия) отличия потенциальных аналогов от объекта оценки (предприятий – аналогов от оцениваемого предприятия)?
- Насколько существенны данные отличия (не будет ли в результате применения необходимых корректировок получен результат с неприемлемо большой погрешностью)?
- Могут ли необходимые корректировки быть выполнены обоснованно (существуют ли логичные способы расчёта корректировок и могут ли быть получены необходимые для этого исходные данные)?

По результатам анализа предприятий-аналогов следует определить, как соотносится оцениваемое предприятие с предприятиями-аналогами, т.е. что в результате

окажет влияние на уровни оценочных мультипликаторов. Таким образом, необходимо выявить все существенные отличия аналогов от объекта оценки, определить возможность и способы выполнения корректировок для приведения цен в сделках с аналогами к условиям, при которых свойства аналогов были бы совпадающими с аналогичными свойствами объекта оценки.

В рамках настоящей статьи не будем подробно анализировать, каким образом следует приводить ценообразующие характеристики предприятий-аналогов к характеристикам оцениваемого предприятия, т.е. вносить корректировки на выявленные отличия. Необходимо отметить, что любая корректировка при оценке бизнеса характеризуется сложностью расчета и относительно низкой адекватностью результата. Основной причиной является отсутствие накопленной статистической базы динамики основных отраслевых показателей и низкая степень раскрытия информации о предприятиях.

2. Составить точный перечень критериев, характеризующих производственно-финансовую деятельность оцениваемого предприятия, которые формируют (главным образом) его ценность.

3. Определить интервал времени, за который следует осуществить сбор информации по предприятиям-аналогам. В качестве указанных интервалов обычно используется:

- последний год (12 мес.);
- определенный период времени: используется, если производственный цикл в отрасли/предприятия продолжителен, составляя несколько лет, или если операционные результаты отрасли/предприятия за последние 12 месяцев аномально велики или малы;
- прогнозный период (год).

Таким образом, предприятия можно сравнивать вчера, сегодня и завтра. В любом случае, выбранный интервал времени необходимо обосновать. Таким образом, необходимо доказать, что последний год является типичным для деятельности (ретроспективной и будущей) предприятия, и, наоборот, предприятие меняет свою деятельность (в том числе, заменяет один продукт другим/закрывает часть производства/осваивает новый продукт/переходит на новую технологию) и именно прогнозные показатели наиболее достоверно будут отражать деятельность предприятия.

4. Сбор информации о выбранных критериях ценности предприятий-аналогов за определенный период времени. Источниками информации могут выступать:

- руководство оцениваемого предприятия (как правило, в большинстве предприятиях собирается достаточно подробная информация о деятельности предприятий-конкурентов);
- специальные базы раскрытия информации о предприятиях (например, СКРИН, Интерфакс, АК&М);
- официальные интернет-страницы предприятий;
- тематические специализированные выставки;
- ежеквартальные отчеты эмитента (оцениваемого предприятия, предприятий-аналогов);
- специализированные журналы.

Все источники получения информации о предприятиях-аналогах должны быть проверены на достоверность.

На данном этапе важно «не распыляться» на сбор любой информации, а ограничиться только критериями ценности. Важно понимать, что оценочные мультипликаторы будут рассчитаны только для тех предприятий-аналогов, по которым будет известна достоверная и достаточная информация, характеризующая критерии ценности, формирующие и их стоимость, и стоимость оцениваемого предприятия.

В итоге реализации и учета всех вышеуказанных процедур, должна быть сформирована необходимая и достоверная база предприятий-аналогов, которая послужит основной для расчета оценочных мультипликаторов.

Выбор и расчет оценочных мультипликаторов

Универсальная формула для расчета оценочного мультипликатора:

$$M = \frac{\text{Ценовой измеритель предприятия — аналога}}{\text{Финансовый либо производственный показатель деятельности предприятия — аналога}}$$

Публикуются платные источники финансовой информации, в которых приведены значения готовых оценочных мультипликаторов. Однако, их использование сопряжено с рядом объективных сложностей. Основная заключается в том, что при их применении весьма трудно получить осмысленную оценку предприятия, поскольку невозможно объяснить причины расхождений в значениях готовых мультипликаторов для разных предприятий в рамках одной отрасли. Для этого необходимо более подробно изучить положение каждого предприятия-аналога.

Для каждого аналога рассчитывается оценочный мультипликатор. Процесс вычисления оценочного мультипликатора состоит из двух этапов:

1. Определение ценового измерителя предприятия-аналога на определенный момент времени.
2. Определение измерителя финансового/производственного результата деятельности предприятия-аналога за соответствующий период времени.

Определение ценового измерителя предприятия-аналога

В качестве ценового измерителя предприятия-аналога могут выступать следующие показатели:

- цена акции предприятия – price (P);
- рыночная капитализация предприятия – market capitalization (MC);
- цены продаж пакетов акций и цены сделок по поглощениям/слияниям;
- рыночная стоимость инвестированного капитала (стоимость бизнеса, стоимость предприятия) – enterprise value (EV) либо market value of invested capital (MVIC).

Если первые три понятия широко известны и понятны, то последнее понятие следует рассмотреть более детально.

Рыночная стоимость инвестированного капитала (далее – стоимость бизнеса) рассчитывается по следующей формуле:

$$EV = MC + D - Cash$$

MC – рыночная капитализация предприятия;

D – рыночная стоимость долгосрочного долга, включая задолженность, погашаемая в текущем году;

Cash – ликвидные денежные средства на балансе предприятия (касса, счета в банках, котируемые ценные бумаги и пр.).

Формула расчета показывает, что совокупный долгосрочный долг предприятия уменьшается на сумму ликвидных активов, поскольку необходимо «вынести» за рамки расчета часть долга, которую предприятие может погасить самостоятельно. Необходимо отметить, что чистый долг учитывается по рыночной стоимости.

Применение стоимости бизнеса при расчете оценочных мультипликаторов позволяет нивелировать погрешность, которая возникает по причине разницы в уровне

задолженности¹ и размерах свободных денежных средств у оцениваемого предприятия и его аналогов.

Таким образом, при оценке следует придерживаться следующей цепочки расчетов: цена акции аналога → цена бизнеса аналога → цена бизнеса оцениваемого предприятия → цена акции оцениваемого предприятия².

Выбор ценового измерителя, который будет использоваться в расчетах, прежде всего, зависит от объекта оценки. Если оценке подлежит крупный (контрольный) пакет акций, то выбор целесообразнее остановить на цене бизнеса и ценах сделок с контрольными пакетами акций, т.е. цены, которые учитывают премию за наличие контроля. Обратная ситуация – если объектом оценки выступает миноритарный пакет, то лучшим измерителем будет выступать рыночные котировки и капитализация.

Естественно, возможны ситуации, когда для оценки мажоритарного пакета используется ценовой измеритель миноритарных пакетов акций. Однако, в этом случае, необходимо будет учесть корректировку на отсутствие контроля, способ расчета и величина которой является дискуссионным вопросам.

Определение измерителя финансового/производственного результата деятельности предприятия-аналога

Как правило, измерители мультипликаторов подразделяются на два основных вида:

- финансовые, которые основаны на финансовых показателях деятельности предприятия (например, выручка, валовая прибыль, чистая прибыль, денежный поток);
- натуральные, которые основаны на натуральных показателях производственно-хозяйственной деятельности предприятия (мощность, объем продаж в ед., общая площадь зданий и т.п.).

Фундаментальным отличием финансовых измерителей от натуральных является то, что данные показатели являются универсальными и применимы для всех отраслей. В свою очередь, натуральные измерители – всегда специфичны для каждой отрасли.

Предваряя общую характеристику измерителей, целесообразно изучить способы расчета финансовых измерителей.

Таблица 3. Расчет финансовых измерителей³

№ стр.	Показатель	Американский термин	Формула расчета
1	Выручка	Sales = Revenue	
2	Себестоимость реализации		
2 а	Включая амортизацию		
3	Валовая прибыль (маржа 1)	Gross (profit) margin	= (1) – (2) + (2a)
4	Коммерческие и общешфирменные расходы		
5	Прочие операционные расходы		
6	Прочие операционные доходы		
7	Прибыль от реализации (маржа 2)	Sales Margin	= маржа 1 – (4) – (5) – (6)
8	Прочие внереализационные расходы		
9	Прочие внереализационные доходы		
10	Прибыль до уплаты налогов, процентов и амортизации (маржа 3)	EBITDA	= маржа 2 – (8) – (9)

¹ Измеряется как доля заемного капитала в общем финансировании предприятия или как отношение «заемный капитал/собственный капитал» - D/E.

² Е. Чиркова «Как оценить бизнес по аналогии», Альпина Бизнес Букс, 2005 г.

³ Е. Чиркова «Как оценить бизнес по аналогии», Альпина Бизнес Букс, 2005 г.

№ стр.	Показатель	Американский термин	Формула расчета
11	Амортизация		
12	Операционная маржа = Прибыль до уплаты налогов и процентов (маржа 4)	Operating (profit) margin (EBIT)	= маржа 3 – (2а)
13	Проценты к получению		
14	Проценты к уплате		
15	Прибыль до налогообложения (маржа 5)	Earnings before tax	= маржа 4 – (13) – (14)
16	Налог на прибыль		
17	Чистая прибыль (маржа 6)	Net Income (NI) = Earnings (E) = Net Profit	= маржа 5 – (16)
18	Дивиденды		
19	Денежная чистая прибыль	Cash earnings	= маржа 6 + (2а)
20	Увеличение оборотного капитала		
21	Чистый денежный поток от операционной деятельности	Free operating cash flow (FOCF)	= маржа 4 + (2а) – (20)
22	Капитальные вложения		
23	Денежный поток компании (до учета расчетов по кредитам)	Free cash flow to the firm (FCFF)	= (21) – (22)
24	Выплата/получение основной суммы долга		
25	Чистый денежный поток акционеров (с учетом кредитования)	Free cash flow to equity (FCFE)	= (23) + (13) – (14) – (24)

В следующей таблице представлена краткая характеристика основных измерителей производственно-хозяйственной деятельности предприятия, используемых для построения оценочных мультипликаторов.

Таблица 4. Характеристика измерителей производственно-хозяйственной деятельности предприятия

Наименование измерителя	Характеристика измерителя
Выручка (Sales, Revenue)	Является самым распространенным измерителем, что объясняется его простотой: • возможно применять и рассчитать для всех предприятий, кроме тех, которые находятся на начальной стадии развития; • волатильность выручки гораздо ниже, чем прибыли, и она меньше подвержена влиянию случайных факторов конкретного года, т.е. в меньшей степени будет зависеть от сиюминутной ситуации; • чем «ближе» финансовый показатель к чистой прибыли и чем «дальше» он от выручки, тем сильнее на него влияют применявшиеся предприятием методы бухгалтерского учета, т.е. на выручку не оказывают влияние различные бухгалтерские стандарты; • величина выручки – самый раскрываемый показатель финансовой деятельности предприятия. Вместе с тем, все достоинства выручки являются обратной

Наименование измерителя	Характеристика измерителя
	стороной его основных недостатков. Стоимость актива определяется той прибылью, которую он приносит собственнику, поэтому выручка является одним из факторов, влияющих на прибыль предприятия. Стоимость предприятий с одинаковой выручкой, но с разной рентабельностью, будет различна. Таким образом, мультипликатор, основанный на выручке, не учитывает разницы в эффективности операций разных предприятий и не учитывает разницу в соотношении собственных и заемных средств. Следовательно, если невозможно получить информацию по EBITDA, NOPLAT для аналогичных предприятий, то, мультипликаторы P/S, EV/S рекомендуется использовать для проверки разумности результатов, полученных другими мультипликаторами.
Прибыль от реализации (Sales Margin)	Прибыль от реализации позволяет оценить предприятие по доходности ее основной деятельности. Мультипликатор, основанный на прибыли от реализации применяется с определенной целью – с его помощью выделяется доходность основного бизнеса предприятия.
Прибыль до уплаты налогов, процентов и амортизации (EBITDA)	EBITDA позволяет оценить предприятие по денежному потоку, остающемуся в распоряжении предприятия до того, как оно выплатит проценты и налоги и начнет осуществлять капиталовложения. Таким образом, EBITDA показывает, какие ресурсы остаются в распоряжении предприятия для погашения процентов по кредитам. Данная фундаментальная характеристика позволяет определить следующие параметры применения EBITDA: 1. EBITDA рекомендуется использовать для оценки предприятий, капитальные вложения которых являются неэффективными, поскольку он дает представление о том, какие средства останутся в распоряжении предприятия, если одновременно сократить капиталовложения и кредиты, что влечет за собой сокращение процентных выплат. 2. EBITDA позволяет сравнивать предприятия с разным уровнем задолженности, поскольку он устраняет различия в доходности, вызванные процентным бременем. 3. EBITDA рекомендуется применять для предприятий капиталоемких отраслей, где амортизация составляет значительную часть себестоимости.
Чистая прибыль (Net Income, Earnings, Net Profit)	Данный измеритель также как и Выручка, является распространенным. Вместе с тем, применение чистой прибыли сопряжено со множеством сложностей: • в большинстве случаев оказывается, что деятельность предприятия убыточна и мультипликаторы будут отрицательны; • деятельность предприятия может характеризоваться очень незначительной чистой прибылью, и мультипликатор будет иметь очень большое положительное значение – здесь важно установить причину низкой рентабельности

Наименование измерителя	Характеристика измерителя
	деятельности, поскольку она может быть вызвана значительными инвестициями, которые в будущем обеспечат предприятию высокие темпы роста; • чистая прибыль подвержена большим случайным колебаниями, чем EBITDA; этот факт особенно значим для циклических отраслей; • чистая прибыль учитывает единовременные (нетипичные) доходы и расходы предприятия (например, доходны от продажи части имущества, убытки от списаний и т.п.), которые не должны приниматься во внимание при оценке предприятия; • мультипликатор, основанный на чистой прибыли, сильно зависит от структуры капитала, т.е. от доли долга, поскольку проценты по долгу входят в себестоимость и влияют на размер прибыли; следовательно, здесь игнорируется различие между предприятиями с высокой и низкой долей долга в капитале.
Денежные потоки	Все измерители, основанные на показателях отчета о прибылях и убытках, не учитывают тот факт, что для инвестора важны реальные денежные потоки, которые могут отличаться от бухгалтерских доходов. Для учета данного факта применяются измерители, основанные на денежных потоках: • денежная чистая прибыль (cash earnings) - устраняет различия в методах учета амортизации при расчете прибыли; • чистый денежный поток от операционной деятельности (free operating cash flow – FOCF) - учитываются потребности в финансировании оборотного капитала и эффективность управления им; • денежный поток компании до учета расчетов по кредитам (free cash flow to the firm – FCFF) - нивелирует разницу в оценке, возникающей из-за различий в структуре капитала; • чистый денежный поток акционеров (free cash flow to equity – FCFE) – отражает доходность, на которую могут претендовать акционеры.
Дивиденд	Данный измеритель применяется для оценки акций стабильных предприятий, регулярно выплачивающих дивиденды. Основной недостаток данного измерителя заключается в том, что доходы акционера формируются не только за счет дивидендных выплат, но и благодаря росту их курсовой стоимости. Высокие дивиденды текущего года необязательно свидетельствуют более высокую оценку акций. Чем выше текущие дивиденды, тем меньше средств остается для финансирования инвестиционных проектов, и тем медленнее будут расти прибыль и дивиденды в будущем и наоборот.
Стоимость активов	Выделяют следующие измерители, основанные на стоимости активов: • балансовая стоимость активов (book value of assets, BV,

Наименование измерителя	Характеристика измерителя
	BVA); • балансовая стоимость чистых активов (book value of equity). Указанные измерители рекомендуется применять для капиталоемких предприятий, например телекоммуникационные предприятия. Считается, что в случае быстрорастущих телекоммуникационных компаний, сделавших существенные инвестиции в оборудование, этот показатель больше подходит для оценки их потенциала роста. Основной недостаток балансовых измерителей, который не позволяет применять их для оценки российских предприятий, заключается в том, что балансовая стоимость активов и пассивов искажена и не имеет ничего общего с их рыночной стоимостью. Кроме того, на балансах российских предприятий, как правило, не отражена стоимость нематериальных активов, которые являются определяющими в формировании стоимости многих предприятий. Учитывая, что на практике невозможно переоценить активы предприятий-аналогов, то мультипликаторы, основанные на балансовой стоимости активов, лишены всякого экономического смысла и не могут быть использованы для оценки рыночной стоимости. Вместе с тем, балансовые измерители могут дать адекватную оценку рыночной стоимости финансовых институтов (банки, страховые и инвестиционные компании), у которых активы состоят из ликвидных ценных бумаг.
Натуральные измерители	Натуральные измерители применимы в конкретных отраслях. По смыслу они ближе к измерителям выручки, балансовой стоимости активов, поскольку в качестве натуральных измерителей выбираются показатели, которые являются определяющими для выручки или для размера активов. В качестве натуральных измерителей используются: • мощность; • производство; • запасы; • общая площадь недвижимости; • тонно-км перемещенных грузов; • объем продаж в ед.; • количество абонентов и др. Например, измеритель – мощность. Данный измеритель адекватен для оценки растущего предприятия. Если рост объясняется ростом рынка в целом, то больше всего выигрывают предприятия, которые имеют избыток мощностей. Использование натурального измерителя позволяет учесть разницу в потенциалах предприятий, которая не может быть учтена при использовании финансовых измерителей, базирующихся на текущем доходе. Обратная ситуация – если роста рынка нет, при котором загрузка мощностей возрастает, то при использовании данного измерителя оценка предприятия

Наименование измерителя	Характеристика измерителя
	с большими незадействованными мощностями будет завышенной по сравнению с тем предприятием, которое работает с полной загрузкой.

Отдельный вопрос, которые необходимо рассмотреть – определение соответствия ценового измерителя и измерителя производственно-финансовой деятельности предприятия.

Натуральные показатели могут служить как для расчета стоимости акции, так и стоимости бизнеса. С финансовыми измерителями сложнее. Разница заключается в экономическом смысле различных маржей (валовой, операционной, чистой прибыли и т.п.), которые условно можно разделить на два типа. Одни включают в себя доходы, из которых осуществляются выплаты как акционерам, так и кредиторам (это – маржи до уплаты процентов), другие учитывают только выплаты акционерам. Например, если в числителе стоит стоимость акций, то в знаменателе может стоять чистая прибыль – так как право требования на нее принадлежит исключительно акционерам, но не может стоять EBITDA, из которой удовлетворяют свои требования акционеры, кредиторы и т.п.

Следовательно, финансовые показатели доходности до уплаты процентов необходимо соотносить со стоимостью бизнеса, а показатели после уплаты процентов – с ценой акции. Исключение составляет – выручка, которая может рассчитываться как на цену акции, так и стоимость бизнеса.

Таким образом, если в числителе стоит стоимость акции, то и в знаменателе должны стоять финансовые показатели, отражающие текущие или будущие доходы акционеров или активы, приходящиеся на их долю. Если в числителе стоит стоимость бизнеса, то и в знаменателе должны стоять показатели, отражающие денежные потоки всего бизнеса или включающие все активы бизнеса.

Аналогичная ситуация прослеживается в отношении балансовых показателей. Если в числителе стоит цена акции, то в знаменателе должны стоять те активы, право требования, на которые имеют только акционеры, т.е. балансовая стоимость акций, которая соответствует чистым активам. Если в числителе стоит стоимость бизнеса, то в знаменателе должны находиться все активы предприятия.

Таблица 5. Оценочные мультипликаторы

Условное обозначение	Наименование мультипликатора
EV/S	Стоимость бизнеса / Выручка
EV/EBITDA	Стоимость бизнеса / Прибыль до уплаты налогов, процентов и амортизации
EV/Sales margin	Стоимость бизнеса / Прибыль от реализации
EV/EBIT	Стоимость бизнеса / Прибыль до уплаты налогов и процентов
EV/NOPLAT	Стоимость бизнеса / Операционная прибыль после уплаты налогов
EV/BVA	Стоимость бизнеса / Балансовая стоимость активов
EV/запасы	Стоимость бизнеса / Запасы
EV/мощность	Стоимость бизнеса / Мощность
P/E	Цена / Чистая прибыль
P/FCFE	Цена / Чистый денежный поток акционеров
P/Div	Цена / Дивиденды
P/BVE	Цена / Балансовая стоимость чистых активов

После того, как оценочные мультипликаторы по предприятиям-аналогам рассчитаны, необходимо проанализировать их выборку на репрезентативность. Значения мультипликаторов одного вида по аналогичным предприятиям не должны отличаться от среднего по всей их выборке более чем на 30%. Более значимые отличия могут быть следствием следующих факторов, в том числе:

- недостаточная сопоставимость предприятия – аналога с оцениваемым предприятием;
- некорректный выбор наиболее значимых показателей в формировании ценности предприятия;
- неточность выполненных корректировок.

В процессе анализа выборки оценочных мультипликаторов важно уметь интерпретировать конкретные результаты, полученные при расчете мультипликатора, т.е. понимать все искажения и погрешности, связанные с расчетом того или иного мультипликатора для конкретного предприятия. В каждом конкретном случае необходимо четко знать, чем объясняются те или иные финансовые показатели и значения мультипликаторов.

После того как выборка оценочных мультипликаторов признана репрезентативной, следует рассчитать среднее значение для каждого вида мультипликатора:

- как среднеарифметическое;
- как средневзвешенное (при этом взвешивать нужно по знаменателю мультипликатора);
- как медиану.

Полученное среднее значение оценочного мультипликатора будет использоваться для расчета рыночной стоимости оцениваемого предприятия.

Расчет рыночной стоимости пакета акций оцениваемого предприятия

Рассчитанные мультипликаторы умножаются на соответствующий финансовый либо производственный показатель деятельности оцениваемого предприятия.

Полученные значения рыночной стоимости пакета акции оцениваемого предприятия, рассчитанные на основе различных мультипликаторов, анализируются на наличие разницы в результатах. При наличии указанной разницы, определяются факторы и причины, повлиявшие на ее формирование.

В итоге необходимо осуществить обоснованный выбор мультипликаторов, на базе которых производится расчет предварительной рыночной стоимости пакета акций оцениваемого предприятия.