

Федеральное государственное автономное  
образовательное учреждение  
высшего образования  
«СИБИРСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»

Институт экономики, управления и природопользования  
кафедра финансов

УТВЕРЖДАЮ  
Заведующий кафедрой

\_\_\_\_\_ И.С. Ферова  
подпись  
« \_\_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2016 г.

**БАКАЛАВРСКАЯ РАБОТА**

направление 38.03.01 «Экономика»  
профиль 38.03.01.07 «Финансы и кредит»

**ОЦЕНКА СТОИМОСТИ КОМПАНИИ НА ПРИМЕРЕ ООО ЭПФ  
«ПИЛОН»**

Научный  
руководитель \_\_\_\_\_ ст. преподаватель Е.В. Шкарпетина  
подпись, дата должность, ученая степень

Выпускник \_\_\_\_\_ П.В. Козырева  
подпись, дата

Нормоконтролер \_\_\_\_\_ Л.П. Жигаева  
подпись, дата инициалы, фамилия

Красноярск 2016

## СОДЕРЖАНИЕ

Введение.....	3
1 Теоретические основы оценки бизнеса.....	5
1.1 Основные цели и принципы оценки стоимости компании.....	5
1.2 Характеристика основных показателей используемых в процессе оценки.....	13
2 Методические подходы к оценке бизнеса.....	17
2.1 Обзор основных подходов к оценки бизнеса.....	17
2.2 Сравнительный анализ методов оценки бизнеса.....	49
Заключение.....	53
Список используемых источников.....	55
Приложения А — Б.....	60-67

## ВВЕДЕНИЕ

Процессы, происходящие на современном этапе в российской экономике, привели к возрождению и развитию оценочной деятельности, актуальность и востребованность результатов, которой в условиях рынка фактически неоспоримы. Оценка и ее ключевая категория - «стоимость» являются комплексным показателем целесообразности, полезности и значимости того или иного результата какой-либо деятельности в сфере рыночных отношений.

Оценка стоимости предприятия - представляет собой упорядоченный, целенаправленный процесс определения в денежном выражении стоимости предприятия с учетом потенциального и реального дохода, приносимого им в определенный момент времени в условиях конкретного рынка. Особенностью процесса оценки стоимости предприятия, несомненно, является ее рыночный характер. Это означает, что оценка стоимости предприятия не ограничивается учетом лишь одних затрат на создание или приобретение оцениваемого объекта, она обязательно учитывает всю совокупность рыночных факторов: фактор времени, фактор риска, рыночную конъюнктуру, уровень и модель конкуренции, экономические особенности оцениваемого объекта, его рыночное реноме, а также макро- и микроэкономическую среду обитания. При этом подходы и методы, используемые оценщиком, определяются, в зависимости, как от особенностей процесса оценки, так и от экономических особенностей оцениваемого объекта, а также от целей и принципов оценки.

Из всего вышесказанного, можно сделать однозначный вывод о том, что оценка стоимости предприятия (бизнеса) в нашем современном мире - это очень актуальная тема, исследованию которой и посвящена представленная работа.

Целью данной работы является выявление реальной рыночной стоимости компании на примере общества с ограниченной ответственностью экспериментально-производственной фирмы «Пилон».

Для достижения поставленной цели необходимо решить следующие задачи:

- дать характеристику целям оценки стоимости компании;
- рассмотреть основные подходы оценки стоимости компании;
- раскрыть понятие сущности каждого метода оценки стоимости предприятия;
- провести оценку стоимости бизнеса на примере ООО ЭПФ «Пилон».

Предмет исследования – методы оценки рыночной стоимости бизнеса.

Объектом исследования настоящей работы является ООО ЭПФ «Пилон».

Проблема оценки стоимости современного предприятия (бизнеса) имеет достаточно широкое освещение в источниках современной научной экономической литературы. Так, в качестве теоретической основы изучения в курсовой работе применялись труды и учебные пособия российских авторов по таким наукам, как - «Экономика», «Финансовый и экономический анализ», «Основы бизнеса», «Оценка стоимости предприятия» и т.п. Это работы таких именитых авторов, как Щербаков В.А., Бусов В.И., Чеботаев Н.Ф., Озеров Е.С..

# **1 Теоретические основы оценки бизнеса**

## **1.1 Основные подходы, цели и принципы оценки стоимости компании**

В современном бизнесе все большее внимание уделяется понятию стоимости компании. Все больше руководителей и собственников компании понимают, что именно повышение стоимости бизнеса, а не рост прибыли, является основной целью деятельности предприятия. Связано это с тем, что первое отражает долгосрочный результат деятельности компании и её перспективы развития, в то время как второе — лишь единичный результат за определенный период. [23]

Цель оценки состоит в определении вида оценочной стоимости, знание которой необходимо клиенту для принятия решения. В проведении оценочных работ могут быть заинтересованы различные стороны: от государственных структур до частных лиц (контрольно-ревизионные органы, управленческие структуры, кредитные, страховые компании, налоговые и другие организации, владельцы бизнеса, инвесторы и т.п.).

Оценку стоимости компании проводят в следующих целях:

- передачи прав собственности (покупка / продажа объекта или его части, безвозмездное получение объекта; передача объекта в аренду, национализации или приватизация предприятия);
- купли-продажи целиком или по частям. Когда собственник предприятия решает продать свой бизнес или когда один из членов товарищества намерен продать свой пай, возникает необходимость определения рыночной стоимости или части его активов предприятия. В рыночной экономике часто бывает необходимо оценить предприятие до подписания договора, устанавливающего доли совладельцев в случае расторжения договора или смерти одного из партнеров, и т.д.;

– реструктуризации предприятия. Слияние, поглощение либо выделение самостоятельных предприятий из состава холдинга предполагают проведение его рыночной оценки, так как необходимо определить цену покупки или выкупа акций, конвертации, величину премии, выплачиваемой акционерам поглощаемой фирмы;

– разработки плана развития компании и принятия обоснованных управленческих решений. В процессе стратегического планирования важно оценить будущие доходы фирмы, степень ее устойчивости и ценности;

– повышения эффективности текущего управления предприятием. Инфляция искажает финансовую отчетность предприятия, поэтому периодическая переоценка имущества независимыми оценщиками позволяет повысить реалистичность финансовой отчетности, являющейся базой для принятия финансовых решений;

– определения кредитоспособности предприятия и стоимости залога при кредитовании. В данном случае оценка требуется в силу того, что величина стоимости активов по бухгалтерской отчетности может резко отличаться от их рыночной стоимости;

– осуществления инвестиционного проекта развития бизнеса. В этом случае для его обоснования необходимо знать исходную и прогнозную стоимость предприятия в целом, его собственного и заемного капитала, активов;

– определения стоимости ценных бумаг в случае купли-продажи акций предприятий на фондовом рынке. Для принятия обоснованного инвестиционного решения необходимо оценить стоимость собственности предприятия и долю этой собственности, приходящуюся на приобретаемый пакет акций, а также непосредственно возможные будущие доходы и расходы от бизнеса;

– страхования (возникает необходимость определения стоимости в преддверии потерь);

- налогообложения. При определении налогооблагаемой базы следует провести адекватную оценку предприятия;

- ликвидации предприятия - дела о банкротстве. [9]

Также на стадии создания предприятия объективная оценка будет полезна при внесении вклада в уставный капитал. Так как деятельность оценщика регулируется законодательством, отчет об оценке имеет юридическую силу и указанные в нем результаты определения стоимости могут быть использованы в суде при возникновении каких-либо имущественных споров, в частности относительно уставного капитала.[13]

В процессе работы практически каждой компании необходима независимая оценка для управления финансами. Особенно эффективно используется оценка при получении кредита: отчет об оценке является необходимым документом для кредитования под залог имущества. [13]

Оценка активов и бизнеса осуществляется на основании совокупности экономических принципов, позволяющих определить степень влияния различных факторов на ценности объекта оценки. Указанные принципы объединены в группы, различающиеся источниками и особенностями зависимости стоимости объекта от характеристик и взаимосвязей компонентов в составе этого объекта, от взаимосвязей объекта с рыночной средой, от особенностей интересов пользователей этого объекта. [12]

Первая группа принципов учитывает особенности взаимосвязи и взаимовлияния элементов (компонентов собственности) в составе объекта гражданских прав. [12] К этой группе относятся:

- Принцип добавочной продуктивности используется в оценочной практике непосредственно: при оценке недвижимости и бизнеса добавочная продуктивность определяет величину части чистого дохода, приходящейся на землю, этим принципом можно воспользоваться при оценке недвижимости или не обращающихся на рынке иных материальных и нематериальных активов в составе предприятия.[12]

– Принцип вклада. Вклад — это прибавление к стоимости предприятия, которое обеспечивает увеличение его стоимости в размерах, превышающих фактические затраты. Однако вклад может быть и негативным, когда фактически произведенные затраты понижают стоимость предприятия. Вклад — это сумма, на которую увеличивается или уменьшается стоимость предприятия, или чистая прибыль, полученная от него, вследствие наличия или отсутствия какого-либо улучшения или дополнения к действующим факторам производства. [9]

– Принцип возрастающей и уменьшающейся отдачи. Этот принцип гласит: по мере добавления ресурсов к основным факторам производства чистая прибыль имеет тенденцию увеличиваться растущими темпами до определенного момента, после которого общая отдача хотя и растет, однако замедленными темпами. [9]

– Принцип сбалансированности основан на том, что чем более гармоничны и сбалансированы элементы бизнеса, тем выше его стоимость на рынке; наибольший доход от компании можно получить при соблюдении пропорциональности факторов производства. Предприятие — это система, а главной из закономерностей развития и жизни системы является сбалансированность, пропорциональность ее элементов. Максимальная эффективность предприятия достигается при объективно обусловленной пропорциональности факторов производства. Различные элементы системы предприятия должны быть согласованы между собой по пропускной способности и другим характеристикам. Например, при оценке учитывается последовательное расположение цехов в соответствии с технологическим циклом. [12]

– Одним из важных моментов действия данного принципа является соответствие размеров предприятия потребностям рынка: если предприятие является слишком большим для удовлетворения потребностей рынка, то его эффективность падает, особенно если

затруднена доставка ресурсов или товаров.[12]

Вторая группа принципов оценки, основанных на представлениях собственника:

– Принцип полезности заключается в том, что предприятие с большей полезностью для пользователя обладает и большей стоимостью на рынке. Бизнес имеет стоимость, если может быть полезен реальному или потенциальному собственнику. Полезность для каждого потребителя индивидуальна. Полезность жилья — комфортное проживание, полезность бизнеса — это его способность приносить доход в конкретном месте и в течение данного периода. Полезность может проявляться в способности удовлетворять психологические потребности, например чувство гордости за владение (даже временное) объектом.[13]

Чем больше полезность, тем выше величина оценочной стоимости. Конечно, полезность бизнеса в том, чтобы приносить доход. Однако, например, программиста вряд ли заинтересует ферма по разведению кроликов.[13]

– Принцип замещения: разумный покупатель не заплатит за предприятие больше, чем наименьшая цена, запрашиваемая за другое предприятие с такой же степенью полезности. Это значит, что неразумно платить за действующее предприятие больше, чем стоит создание нового аналогичного предприятия в приемлемые сроки. Эксперт-оценщик, анализируя поток доходов от эксплуатации данного предприятия, определяет максимальную стоимость его исходя из сопротивления потоков доходов от других аналогичных предприятий, характеризующихся схожим риском и качеством продукции. Максимальная стоимость предприятия определяется наименьшей стоимостью, по которой может быть приобретено другое предприятие с эквивалентной полезностью.[9]

– Принцип ожидания заключается в определении текущей стоимости дохода, который может быть получен в будущем от владения предприятием. При этом целесообразно учитывать объем и продолжительность получения ожидаемого

будущего дохода. Процесс приведения будущих доходов к их текущей стоимости называется дисконтированием.[12]

Будущие выгоды (убытки) от владения объектом могут быть продисконтированы, на основе чего могут вноситься как положительные, так и отрицательные поправки к стоимости объекта оценки, например, текущую стоимость складского хозяйства на окраине города повысит ожидание скорого строительства в этом районе железнодорожной станции. [13]

В группу принципов, связанных с внешней рыночной средой входят:

– Принцип зависимости основан на том, что местоположение объекта является одним из наиболее важных факторов. Качество местоположения зависит от того, насколько физические характеристики объекта соответствуют принятому в данном регионе типу землепользования, а также его близость к экономической инфраструктуре. Если в окружающей системе землепользования или в экономической среде объекта недвижимости происходят изменения, то это может повлиять на его стоимость. Потоки доходов от объекта недвижимости зависят от того, как местоположение объекта связано с рынком пользователя.[12]

– Принцип соответствия основан на том, что если предприятие соответствует стандартам, предпочитаемым в данное время в конкретной местности, то цена будет приближена к среднерыночным значениям. Учитывается, в какой степени архитектурный стиль, уровни удобств и услуг, предлагаемых застройкой земли, отвечают потребностям и ожиданиям рынка.

Если предприятие не характерно для данной местности, то есть не соответствует требованиям рынка по оснащенности производства, технологии, уровню доходности и т.д., то цена на него скорее всего будет ниже

среднего. Предприятия не должны быть одинаковыми, но должны соответствовать определенным рыночным стандартам, характерным для конкретного времени и места.[13]

С принципом соответствия связаны:

1) Принцип регрессии, заключающийся в том, что рыночная цена предприятия, которое характеризуется излишними применительно к данным рыночным условиям улучшениями, может не отражать его реальной стоимости и быть ниже реальных затрат на его формирование; отсутствие соответствия в окружающем районе, например наличие дешевых бизнесов по соседству с дорогим способно снизить стоимость последнего;

2) Принцип прогрессии, согласно которому рыночная цена предприятия зависит от функционирования соседних объектов (цена склада будет выше за счет наличия железнодорожной ветки).[13]

– Принцип соотношения спроса и предложения. Определяющую роль здесь играет предложение, согласно которому цена сделки между субъектами рынка, а, следовательно, и стоимость объекта определяется соотношением спроса и предложения для данного вида товара в соответствующем сегменте рынка.[10]

Спросом на объекты гражданских прав называется количество данного вида объектов как товара, который покупатели желают приобрести, имея для этого необходимые средства. Количественная характеристика спроса определяется в пределах конкретного промежутка времени для определенного числа покупателей, и на нее кроме цены спроса оказывают влияние характеристики объекта и среды его функционирования. Предложением конкретных объектов гражданских прав называется количество данного вида товара, который его собственники желают продать на рынке. Количественная характеристика предложения определяется в рамках заданного

промежутка времени для определенного числа собственников товара и на нее кроме цены предложения оказывают влияние характеристики рынка этого вида товаров, возможности и желания его производителей и собственников.[10]

Выделяют три возможных состояния соотношения спроса и предложения:

1) Спрос равен предложению, так что в результате рыночных сделок формируется равновесная рыночная цена объектов гражданских прав.

2) Спрос превышает предложение, что определяет рост рыночных цен на эти объекты.

3) Предложение превышает спрос, что определяет снижение рыночных цен на указанные объекты.[10]

Принцип учитывается при формировании прогноз цен сделок и ставок арендной платы в среднесрочной перспективе, необходимого при выборе варианта использования объекта и при реализации доходного подхода к оценке (динамика цен определяется динамикой изменения соотношения спроса и предложения).[10]

– Принцип конкуренции основан на том, что рыночные цены устанавливаются на определенном уровне с учетом конкуренции. Если в каком-то районе деловая конкуренция сильна, то строительство еще одного магазина или офисного здания может оказаться убыточным. Если отрасль, в которой действует предприятие, приносит избыточную прибыль, то она привлекает капиталы, так как в нее пытаются проникнуть и другие предприниматели. Это увеличит предложение в будущем и снизит норму прибыли. Отсюда следует, что при оценке стоимости предприятий необходимо учитывать степень конкурентной борьбы в данной отрасли в настоящее время и в будущем.[13]

Если ожидается обострение конкурентной борьбы, то при прогнозировании будущих доходов данный фактор можно учесть либо за

счет прямого уменьшения потока доходов, либо путем увеличения фактора риска, что опять же снизит текущую стоимость будущих доходов. При этом итоговая оценка рыночной стоимости предприятия не может превышать текущих цен предложения его аналогов.[13]

– Принцип изменения. Ситуация на рынке постоянно меняется. Одни предприятия появляются, другие изменяют профиль, выпускают другую продукцию либо закрываются. Жизненный цикл предприятия проходит через стадии рождения, роста, стабилизации и упадка. И от того в какой стадии жизненного цикла находится предприятие или его окружающая природная среда (район, город, отрасль), зависит его стоимость: если в стадии роста — стоимость будет выше, если с стадии упадка — ниже. По этой причине эксперты-оценщики осуществляют оценку стоимости предприятия на конкретную дату.[9]

– Принцип наилучшего и наиболее эффективного использования предприятия — основной принцип оценки его стоимости. Он определяет выбор факторов, влияющих на стоимость предприятия, и объединяет все другие принципы оценки стоимости. Разумное и возможное использование предприятия обеспечит ему наивысшую текущую стоимость на дату оценки.[9]

При определении стоимости бизнеса принцип наилучшего и наиболее эффективного использования предприятия применяется, если оценка проводится в целях инвестирования, реструктуризации, разработки плана развития. [13]

Таким образом мною были сформулированы цели и принципы, от которых зависит качество работы оценщиков, эффективность и адекватность принимаемых с их помощью решений.

## **1.2 Характеристика основных показателей используемых в процессе оценки**

Для осуществления хозяйственной деятельности каждое предприятие должно располагать определенным имуществом, принадлежащим ему на правах собственности. Имущество во всех его видах, которое принадлежит предприятию, называется его активами. Активы представляют собой экономические ресурсы предприятия в форме принадлежащих ему совокупных имущественных ценностей, используемых в хозяйственной деятельности с целью получения дохода.

В процессе функционирования предприятия величина активов, их структура претерпевают постоянные изменения. Для выявления качественных изменений в структуре средств и их источников, а также динамики этих изменений проводят вертикальный и горизонтальный анализ отчетности.

Сначала выявляются важнейшие характеристики деятельности предприятия: общая стоимость имущества, собственных и заемных средств. Затем вырабатывается суждение о структуре имущества предприятия, характере использования финансовых ресурсов, выявляются сильные и слабые стороны предприятия в абсолютном выражении.

С помощью анализа финансовых коэффициентов финансовых отчетов можно выявить:

- Сильные и слабые стороны данного бизнеса;
- Диспропорции в структуре капитала;
- Уровень риска при инвестировании средств в данный бизнес;
- Базу для сравнения с компаниями-аналогами.

Для финансового анализа можно использовать большое количество коэффициентов, однако оценщик выбирает наиболее важные с учетом целей оценки. Для расчета показателей при сравнении с предприятиями-аналогами должна быть использована единая методика расчета.

Перечислим основные показатели, используемые для характеристики предприятия и значимые в оценке бизнеса.

Коэффициенты, относящиеся к оценке имущественного положения

предприятия (показатели характеризуют эффективность управления основными производственными фондами предприятия):

- Сумма хозяйственных средств, находящихся в собственности и распоряжении предприятия;
- Доля основных средств в активах;
- Доля активной части основных средств;
- Коэффициент обновления.

Показатели оценки ликвидности (показатели характеризуют способность активов предприятия трансформироваться в денежные средства и погашать краткосрочные долговые обязательства):

- Величина собственных оборотных средств;
- Коэффициент покрытия (текущей ликвидности);
- Коэффициент быстрой ликвидности (общей платежеспособности, срочной ликвидности);
- Коэффициент абсолютной ликвидности (платежеспособности).

Показатели оценки платежеспособности или структуры капитала (показатели отражают соотношение собственных и заемных средств в источниках финансирования компании, т.е. характеризуют степень финансовой независимости компании от кредиторов, что является важной характеристикой устойчивости предприятия):

- Коэффициент концентрации собственного капитала;
- Коэффициент маневренности собственного капитала;
- Коэффициент концентрации привлеченного капитала;
- Коэффициент заемных и собственных средств.

Показатели оценки деловой активности (показатели характеризуют результаты и эффективность текущей основной производственной деятельности):

- Коэффициент оборачиваемости рабочего капитала;
- Оборачиваемость дебиторской задолженности (в оборотах);

- Коэффициент оборачиваемости готовой продукции;
- Коэффициент оборачиваемости материальных оборотных средств;
- Коэффициент оборачиваемости мобильных средств;
- Коэффициент погашаемости дебиторской задолженности;
- Оборачиваемость собственного капитала;
- Оборачиваемость основного капитала (оборотная способность активов).

Показатели оценки рентабельности (показатели характеризуют прибыль, получаемую с каждого рубля собственных и заемных средств, вложенных в предприятие):

- Рентабельность продукции(продаж);
- Рентабельность основных средств и прочих внеоборотных активов;
- Коэффициент рентабельности оборотных активов;
- Коэффициент рентабельности внеоборотных активов.

Финансовые показатели, характеризующие деятельность предприятия, их экономический смысл и формулы расчета представлены в Приложении А.

Результаты оценки отражаются на значениях показателей финансовой устойчивости. Предположим, что в результате оценки стоимость основных фондов увеличилась. В случае переоценки на эту же величину возрастает собственный капитал предприятия. Увеличение собственных средств позволяет уменьшить потребность в заемных средствах для финансирования оборотных активов, увеличивая тем самым ликвидность предприятия и его финансовую независимость. Кроме того, амортизационные отчисления, величина которых изменяется при изменении стоимости основных фондов, формируют инвестиционные ресурсы предприятия. Поэтому предприятия, ставящие при переоценке цель любым способом снизить стоимость имущества, лишают себя надежного источника средств. Результаты переоценки, которые относятся на добавочный капитал, увеличивают величину собственных средств предприятия

и улучшают структуру его капитала. Также в связи с переоценкой возможно проведение дополнительной эмиссии акций, что является хорошей возможностью для предприятия увеличить рыночную стоимость собственного капитала.

Если неплатежеспособность и финансовая неустойчивость — важнейшие признаки наступающего банкротства, то низкие показатели деловой активности и рентабельности относят к факторам, усугубляющим финансовые проблемы предприятия, но не предопределяющим его банкротство.

## **2 Методические подходы оценки бизнеса**

### **2.1 Обзор основных подходов к оценке бизнеса**

Для определения рыночной или другого вида стоимости оценщики применяют специальные приемы и способы расчета, которые получили название методов оценки. Каждый метод оценки предполагает предварительный анализ определенной информационной базы и соответствующий алгоритм расчета. Все методы оценки позволяют определить стоимость бизнеса на конкретную дату и все методы являются рыночными так как учитывают сложившуюся рыночную конъюнктуру, рыночные ожидания инвесторов, рыночные риски, сопряженные с оцениваемым бизнесом, и предполагаемую «реакцию» рынка при сделках купли — продажи с оцениваемым объектом.[11]

В зависимости от факторов стоимости, являющихся основными переменными в алгоритмах расчетов, методы оценки подразделяются на методы доходного, сравнительного и затратного подхода. Каждый подход позволяет уловить определенные факторы стоимости. Так, при оценке с позиции доходного подхода, во главу угла становится доход, как основной фактор, определяющий величину стоимости объекта. Чем больше доход, приносимый объектом оценки, тем больше величина его рыночной стоимости при прочих

равных условиях. При этом имеет значение продолжительность периода получения возможного дохода, степень и вид рисков, сопровождающих данный процесс. Оценщик, внимательно изучающий соответствующую рыночную информацию, пересчитывает эти выгоды в единую сумму текущей стоимости. [11]

Оценщик обязан использовать один из трех подходов к оценке бизнеса или обосновать отказ от использования того или иного подхода. Оценщик в праве самостоятельно определять конкретные методы оценки в рамках применения каждого из подходов. Выбор подходов и методов для оценки объекта может осуществляться в несколько этапов.[9]

Этапы выбора подходов и методов определения стоимости бизнеса:

1) Сбор и анализ информации.

Должны быть определены:

- Цель, ради которой производится оценка;
- Определяемый вид стоимости, который зависит от цели оценки и диктует выбор методов;
- Доля оцениваемой собственности;
- Количество необходимой информации.

2) Анализ отраслевых факторов и показателей компании. Выбор методов оценки определяется характеристиками представленного предприятия, этапом его жизненного цикла.

3) Определяется, какие методы возможно использовать: при анализе активов (метод стоимости чистых активов, метод ликвидационной стоимости), при анализе доходов (метод дисконтирования денежных потоков, метод капитализации доходов) и при сравнении продаж компаний-аналогов (оценочные мультипликаторы: цена/прибыль, цена/денежный поток, цена/дивиденды и так далее или метод сделок).

4) Анализируется достаточность и качество информации по сопоставимым компаниям. Если имеется некоторое количество сопоставимых

компаний, то рассчитываются мультипликаторы, которые затем используются в методе рынка капитала, или используется метод сделок.

5) Составляется прогноз будущих доходов, который сравнивается с текущими. Если предполагаемые будущие доходы значительно выше текущих, то применяют метод дисконтированных денежных потоков, если нет, то метод капитализации доходов.

6) При использовании методов, основанных на анализе активов, определяется: является ли предприятие действующим (в этом случае используется метод стоимости чистых активов), если предприятие находится на грани банкротства, то применяется метод ликвидационной стоимости.[9]

Произведенный поэтапный анализ служит доказательной базой обоснованности выбора подходов и методов или отказа от их использования для расчета стоимости бизнеса.

Доходный подход — это совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от объекта оценки.

Целесообразность применения доходного подхода определяется тем, что суммирование рыночных стоимостей активов предприятия не позволяет отразить реальную стоимость предприятия, так как не учитывает взаимодействие этих активов и экономическое окружение бизнеса.[13]

Основными методами доходного подхода являются:

- метод капитализации дохода;
- метод дисконтирования денежных потоков.

При оценке методом капитализации дохода определяется уровень дохода за первый прогнозный год и предполагается, что доход будет таким же и в последующие прогнозные годы (в случае применения метода дисконтирования денежных потоков определяется уровень доходов за каждый год прогнозного периода). Метод используется, если доход предприятия стабилен.

Капитализация — это определение величины текущей стоимости

будущего дохода, среднего за период, или потока доходов за период, полученных в результате владения объектом собственности.

Коэффициент капитализации показывает, какой доход  $D$  в определенный период генерирует собственность, имеющая определенную стоимость.

$$PV / PV * K = D \quad (1)$$

Тогда стоимость собственности есть отношение дохода, созданного этой собственностью в течении определенного периода, к коэффициенту капитализации:

$$PV = D / K \quad (2)$$

или коэффициент капитализации есть отношение дохода, к средней за этот же период стоимости собственности, создавшей этот доход:

$$K = D / PV \quad (3)$$

Общая формула:

$$\begin{aligned} \text{Стоимость} &= \text{Средний доход предприятия} / \text{Коэффициент капитализации} \\ &= \text{Доход} * \text{Мультипликатор} \end{aligned} \quad (4)$$

Использование данного метода заставляет оценщика решать следующие задачи:

- 1) Собрать и подготовить внешнюю и внутреннюю информацию.
- 2) Определить капитализируемую базу.
- 3) Определить коэффициент капитализации.
- 4) Рассчитать рыночную стоимость.[9]

Условия применения метода капитализации:

- Фирма находится в устойчивом состоянии;
- Денежный поток, генерируемый компанией, постоянен или имеет постоянный темп роста;
- Компания выплачивает все, что можно, в виде дивидендов.[10]

В оценке бизнеса метод капитализации дохода применяется довольно редко из-за значительных колебаний величин прибылей или денежных потоков по годам, характерных для большинства оцениваемых предприятий.[13]

Метод дисконтирования денежных потоков — определение стоимости имущества суммированием текущих стоимостей ожидаемых от него потоков дохода. Расчеты проводятся по формуле:

$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+DR)^i} + \frac{FV}{(1+DR)^n} \quad (5)$$

где PV — текущая стоимость;

CF — доход n-ого периода;

FV — реверсия;

DR — ставка дисконтирования;

n — последний год прогнозного периода.

В вышеприведенной формуле денежные потоки дисконтируются, как если бы они были получены в конце года. Иногда оценщик считает целесообразным дисконтировать денежные потоки, как если бы предполагалось их получение в середине прогнозного года (в частности, при сезонности производства, или с учетом того, что доход поступает частями в течение года, а не единовременно общей суммой в конце года). Тогда формула принимает вид:

$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+DR)^{i-0,5}} + \frac{FV}{(1+DR)^n} \quad (6)$$

Основными этапами оценки компании методом дисконтированных денежных потоков являются:

- 1) Сбор требуемой информации.
- 2) Выбор модели (типа) денежного потока.
- 3) Определение длительности прогнозного периода и его единицы измерения.
- 4) Проведение ретроспективного анализа валовой выручки от реализации и ее прогноз.
- 5) Проведение ретроспективного анализа и подготовка прогноза расходов.
- 6) Проведение анализа и подготовка прогноза инвестиций.
- 7) Расчет величины денежного потока для каждого года.
- 8) Определение ставки дисконтирования.
- 9) Расчет величины стоимости компании в постпрогнозный период.
- 10) Расчет текущей стоимости будущих денежных потоков и стоимости компании в постпрогнозный период, а также их суммарного значения.
- 11) Внесение итоговых поправок.
- 12) Согласование полученных результатов.[11]

Выбор модели денежного потока.

Денежный поток — разница между притоками и оттоками средств на предприятии. При оценке бизнеса применяют одну из двух моделей денежного потока:

- 1) денежный поток для собственного капитала;
- 2) денежный поток для всего инвестированного капитала (бездолговой денежный поток).

Денежный поток для собственного капитала используется для расчета рыночной стоимости собственного капитала, модель его расчета приведена в табл. 1.

Таблица 1 — Расчет денежного потока для собственного капитала.

Знак действия	Показатель
Плюс	Чистая прибыль
	Амортизационные отчисления
Плюс (минус)	Уменьшение (прирост) собственного оборотного капитала
Плюс	Доход от продажи активов
Минус	Капитальные вложения (инвестиции в активы)
Плюс (минус)	Прирост (уменьшение) долгосрочной задолженности
Итого	Денежный поток для собственного капитала

Расчет денежного потока для всего инвестированного капитала производится аналогично определению денежного потока для собственного капитала, за исключением следующих операций:

- 1) не учитывается прирост долгосрочной задолженности;
- 2) не учитывается уменьшение долгосрочной задолженности;
- 3) не учитываются (не вычитаются из прибыли) денежные выплаты по процентам за обслуживание долгосрочной задолженности.

В таблице 2 приведена модель расчета денежного потока для всего инвестированного капитала.

Таблица 2 — Расчет денежного потока для всего инвестированного капитала.

Знак действия	Показатель
Минус	Прибыль до учета налога на прибыль, не включающая величину процентов по задолженности
	Налог на прибыль
Плюс	Амортизационные отчисления
Плюс (минус)	Уменьшение (прирост) собственного оборотного капитала
Плюс (минус)	Доход от продажи активов (капитальные вложения)
Итого	Денежный поток для всего инвестированного капитала

Основное обстоятельство, учитываемое при выборе того или иного вида денежного потока: если прибыль (или денежный поток) предприятия

формируется в основном за счет собственных средств без значительных задолженностей, то для оценки предприятия используется денежный поток для собственного капитала; если прибыль формируется в значительной части за счет привлечения для производства заемных средств, предприятие целесообразнее оценивать с применением модели денежного потока для всего инвестированного капитала, т.е. без учета платы по процентам и изменений по долгосрочным обязательствам.

#### Определение длительности прогнозного периода.

При оценке бизнеса Методом дисконтированных денежных потоков ожидаемый срок деятельности компании разделяется на два периода: прогнозный и постпрогнозный (остаточный). На прогнозный период составляется детальный прогноз денежных потоков. Как правило, такой прогноз составляется на достаточно долгий период до того момента, когда компания выйдет на стабильные темпы роста денежного потока до момента выхода компании на постоянные темпы роста.

Определение адекватной продолжительности прогнозного периода в практике представляется достаточно сложной задачей. С одной стороны, при продолжительном прогнозируемом периоде предполагается проведение большего числа наблюдений, соответственно, полученная итоговая величина стоимости может являться более обоснованной с математической точки зрения. С другой стороны, при увеличении продолжительности периода возникает сложность в прогнозировании конкретных показателей объемов производства, выручки, расходов, темпов инфляции и т.д., соответственно, возникает субъективность в прогнозе потоков денежных средств.[11]

Зарубежные авторы предполагают использование прогнозного периода для оценки компании, в зависимости от целей оценки и конкретной ситуации, от 5 до 10 лет. В странах с переходной экономикой, где велик элемент нестабильности и адекватные долгосрочные прогнозы особенно затруднительны, допускается сокращение прогнозного периода до 3 лет.[8]

Определение продолжительности прогнозного периода, в пределах которого осуществляются расчеты, проводится с учетом следующих факторов:

- планы руководства по развитию (ликвидации) предприятия в ближайшие годы;
- динамика стоимостных показателей (выручки, себестоимости, прибыли, цен);
- тенденции изменения спроса, объемов производства и продаж.[13]

В качестве периода прогнозирования может быть выбран:

- период, по достижении которого темпы роста дохода предприятия стабилизируются;
- период существования компании с учетом планов руководства (может быть связан с окончанием договора аренды на имущество компании);
- продолжительность создания, эксплуатации и, если необходимо, ликвидации объекта;
- период достижения заданных характеристик доходности, требований и предпочтений инвестора;
- срок реализации инвестиционного проекта по внедрению новой продукции.[13]

Если в первые годы прогнозного периода динамика доходов будет сильно отличаться от средней величины, то стоимость предприятия может быть сильно искажена.

Расчет денежных потоков.

Для расчета величины денежного потока для каждого года прогнозного периода существуют два основных метода:

- 1) косвенный метод;
- 2) прямой метод.

Косвенный метод допускает анализ движения денежных средств по

направлениям деятельности. Он наглядно демонстрирует использование прибыли и инвестирование имеющихся денежных средств.

Прямой метод основан на анализе движения денежных средств по статьям прихода и расхода, т.е. по бухгалтерским счетам.

При оценке инфляционные ожидания учитываются в случае, когда темп роста инфляции для издержек значительно отличается от темпа роста цен на производимую продукцию. В случае использования "инфляционного" денежного потока, инфляционная составляющая должна присутствовать и в ставке дисконтирования.

Однако инфляционные ожидания довольно сложно прогнозировать. Более просты и чаще используются в оценке расчеты без учета инфляции. Для корректного расчета величин денежных потоков необходим анализ расходов, инвестиций и выручки от реализации.

При прогнозе валовой выручки учитываются:

- номенклатура продукции;
- объем производства и цены на продукцию;
- ретроспективные темпы роста выручки;
- спрос на продукцию;
- производственные мощности;
- экономическая ситуация в стране, в отрасли;
- конкуренция, доля предприятия на рынке;
- планы руководства предприятия.

При прогнозировании расходов и инвестиций (потребности в инвестициях, источниках финансирования, инвестиционной политики) оценщик должен сделать следующее:

- учесть ретроспективные взаимозависимости и тенденции (иногда исторические тенденции могут оказаться неточными);
- изучить структуру расходов, в особенности соотношение

постоянных и переменных издержек;

- изучить единовременные и чрезвычайные статьи расходов, которые могут фигурировать в финансовой отчетности за прошлые годы, но в будущем не встретятся;

- оценить инфляционные ожидания для каждой категории издержек;

- рассчитать затраты на выплату процентов по кредитам на основе прогнозируемых уровней задолженности;

- сравнить прогнозируемые расходы с соответствующими показателями для предприятий-конкурентов или с аналогичными среднеотраслевыми показателями;

- спрогнозировать и обосновать необходимость инвестиций, направляемых на замену изношенного оборудования, приобретение нового для расширения объемов производства и т.п.;

- определить амортизационные отчисления исходя из нынешнего наличия активов и из будущего их прироста и выбытия;

- проанализировать источники финансирования инвестиций (получение кредитов, выпуск акций и т.п.).

Выбор методов расчета ставок дисконтирования.

С математической точки зрения ставка дисконта — это процентная ставка, используемая для пересчета будущих потоков доходов в единую величину текущей стоимости, являющуюся базой для определения рыночной стоимости компании.

Расчет ставки дисконта зависит от того, какой тип денежного потока используется в качестве базы для оценки.

Для модели денежных потоков для собственного капитала используются метод кумулятивного построения, основанный на экспертной оценке премий за риск, связанный с инвестированием в конкретную компанию, и метод оценки ставки дисконта по модели оценки капитальных активов (САРМ), основанный

на анализе массивов информации фондового рынка об изменении доходности свободно обращающихся акций.

Основная расчетная формула при определении ставки дисконта по модели оценки капитальных активов (САРМ) имеет вид:

$$DR = Rf + \beta \times (Rm - Rf) + S1 + S2 \quad (7)$$

где  $DR$  — ставка дисконта;

$Rf$  — безрисковая ставка;

$\beta$  — коэффициент «бета», являющийся мерой систематического риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами, происходящими в стране;

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

$S1$  — премия для малых компаний; учитывает размеры оцениваемой компании;

$S2$  — премия за риск инвестиций в конкретную компанию.

Для преобразования годовой ставки дисконтирования используют формулы:

$$DR_{\text{за полугодие}} = (1 + DR_{\text{за год}})^{1/2} - 1, \quad (8)$$

$$DR_{\text{за квартал}} = (1 + DR_{\text{за год}})^{1/4} - 1, \quad (9)$$

$$DR_{\text{за месяц}} = (1 + DR_{\text{за год}})^{1/12} - 1 \quad (10)$$

Кумулятивный метод определения ставки дисконта целиком основан на применении экспертных оценок, а значит, по сути своей субъективен. Определяемое методом значение ставки дисконта (оценки факторов риска) индивидуально и скорее всего будет различаться у разных инвесторов. Кроме

двух рассмотренных методов расчета ставки дисконтирования в современной оценочной практике используются и другие методы. Как правило, они применяются в том случае, если рассмотренные методы не возможны или затруднены в силу ряда причин.

Расчеты проводят по формуле:

$$DR = DR_f + \sum_{i=1}^n R_i \quad (11)$$

где DR — ставка дисконтирования,

$DR_f$  - безрисковая ставка дохода.

Метод среднеотраслевой рентабельности активов и капитала.

Модель Дюпона или метод среднеотраслевой рентабельности активов и капитала отражает среднюю доходность отрасли на активы или вложенный капитал. Для оценки этим методом используют показатели ROA (Return of Equity) и ROE (Return of Assets), которые содержат в себе все риски, присущие отрасли оцениваемой компании.

Поэтому главным условием применения модели Дюпона является достаточная информация о состоянии отрасли. Модель Дюпона имеет следующий вид:

$$ROE = \text{Profit/Equity}, \quad (12)$$

$$ROA = \text{Profit/Assets}, \quad (13)$$

Модель Дюпона можно разложить на 3 и 5 факторов:

$$ROE = E/S * S/A * A/E, \quad (14)$$

$$ROE=(EBIT/Sales/Assets*Sales/Assets - E/Assets)*Assets/E*(1-E/EBT) \quad (15)$$

Для расчета ставки дисконтирования метод среднеотраслевой рентабельности активов и капитала выгодно применять, когда акции не котируются на бирже, т.е. являются наименее рыночными. Они не отражают настоящую, рыночную стоимость компании.

При использовании модели Дюпона обычно компании в отрасли разбивают на определенные группы, например, на мелкие, средние и крупные по размеру собственного капитала компании.

Рассчитанные для конкретной компании показатели сравнивают со среднеотраслевыми показателями. Информацию о показателях ROE и ROA по отрасли можно получить из среднеотраслевых обзоров аналитических агентств, из различных отраслевых рейтингов.

Метод рыночных мультипликаторов. Этот метод применяется, когда есть достаточная информация об аналогах. Он заключается в расчете различного уровня прибыли на 1 акцию. Например, выделяют:

- EBITDA/P — Earnings before Interests Taxes, Depreciation and Amortization (Прибыль до вычета амортизации, процентов и налогов в расчете на 1 акцию);
- EBIT/P — Earnings before Interests Taxes (Прибыль до вычета процентов и налогов в расчете на 1 акцию);
- EBT/P— Earnings before Taxes (Прибыль до вычета налогов в расчете на 1 акцию);
- E/P — Earnings (Чистая прибыль в расчете на 1 акцию).

Достоинством использования рыночных мультипликаторов в качестве ставки дисконтирования является то, что рыночные мультипликаторы отражают в полной мере отраслевые риски. Недостаток заключается в том, что мультипликаторы не отражают риски, присущие исключительно оцениваемой компании. Выбор корректного значения ставки дисконтирования должен,

безусловно, основываясь на основных теоретических подходах к его определению. Однако искусство финансового аналитика, занимающегося оценкой стоимости бизнеса, заключается в его умении учесть как характерные особенности конкретного проекта, так и реальные условия проведения сделки (характер и форма «оплаты» будущих экономических выгод, приобретаемых инвестором или кредитором, его альтернативные издержки и т.д.). В результате дополнительные усилия, затраченные на проработку указанных нюансов, обеспечат выполнившему их аналитику более сильные позиции при проведении переговоров о цене сделки с будущим инвестором.

Выбор метода расчета ставки дисконтирования в зависимости от конкретных условий:

1) Модель кумулятивного построения подходит для расчета ставки дисконтирования тогда, когда цель оценки предполагает более значимую роль внутренних факторов, чем внешних.

2) Модель CAPM предполагает сильное влияние рыночных факторов, поэтому ее эффективно использовать при высокой рыночной активности компании, а также при выходе компании на рынок.

3) Определяющим фактором выбора модели WACC является оценка инвестиционной и страховой стоимости компании или проекта.

4) Метод рыночных мультипликаторов применяется при открытости компании рынку, т.к. мультипликаторы отражают в полной мере отраслевые риски. Его выгодно применять, когда есть достаточная информация об аналогах. Он заключается в расчете различного вида прибыли на 1 акцию.

5) Метод среднеотраслевой рентабельности активов и капитала (ROA, ROE) выгодно применять, когда акции не котируются на бирже, т.е. являются наименее рыночными. Рассчитанные для конкретной компании показатели сравнивают со среднеотраслевыми показателями.

6) Метод % ставок эффективно применять при оценке всего инвестированного капитала, когда деятельность компании типична для отрасли. Достоинством этого метода является то, что доходность на вложенный капитал

определяет сам рынок.

Матрица выбора метода расчета ставки дисконтирования по целям оценки представлена в Приложении Б.

Расчет величины стоимости в постпрогнозный период. Модель Гордона.

При эффективном управлении предприятием срок его жизни стремится к бесконечности. Прогнозировать на несколько десятков или сотен лет вперед нецелесообразно, так как чем дольше период прогнозирования, тем ниже точность прогноза. Чтобы учесть доходы, которые может принести бизнес за пределами периода прогнозирования, определяется стоимость реверсии.

Реверсия — это:

— доход от возможной перепродажи имущества (предприятия) в конце периода прогнозирования;

— стоимость имущества (предприятия) на конец прогнозного периода.

В зависимости от перспектив развития бизнеса в постпрогнозный период выбирается один из представленных в таблице 3 способов расчета его стоимости на конец прогнозного периода.

Таблица 3 - Методы расчета стоимости предприятия на конец прогнозного периода (реверсии).

Название метода	Условия и особенности применения
Метод расчета по ликвидационной стоимости	Применяется, если в постпрогнозный период ожидается банкротство предприятия с последующей продажей имеющихся активов. Учитываются расходы, связанные с ликвидацией, и скидка на срочность в случае срочной ликвидации. Для оценки действующего предприятия, приносящего прибыль, а тем более находящегося в стадии роста, этот метод неприменим
Метод расчета по стоимости чистых активов	Метод может быть использован для стабильного бизнеса, главной характеристикой которого являются значительные материальные активы (фондоемкие производства), или если на конец прогнозного периода ожидается продажа активов предприятия по рыночной стоимости
Метод предполагаемой продажи	Денежный поток пересчитывается в показатели стоимости с помощью специальных коэффициентов, полученных из анализа

Название метода	Условия и особенности применения
	ретроспективных данных по продажам сопоставимых компаний. Метод применим, если аналогичные предприятия часто покупаются-продаются и можно обосновать тенденцию изменения их стоимости. На российском рынке из-за малого количества рыночных данных применение метода весьма проблематично
Модель Гордона	Модель Гордона основана на прогнозе получения стабильных доходов в остаточный период и предполагает, что величины износа и капиталовложений равны

Основным способом определения стоимости предприятия на конец прогнозного периода является применение модели Гордона.

Модель Гордона — определение стоимости бизнеса капитализацией дохода первого постпрогнозного года по ставке капитализации, учитывающей долгосрочные темпы роста денежного потока.

Модель Гордона служит способом предварительной или приближенной оценки стоимости предприятия.

Расчеты проводятся по формуле

$$FV = \frac{CF_{(n+1)}}{DR - t} \quad (16)$$

где  $FV$  — ожидаемая стоимость в постпрогнозный период;

$CF$  — денежный поток доходов за первый год постпрогнозного (остаточного) периода;

$DR$  — ставка дисконтирования;

$t$  — долгосрочные (условно постоянные) темпы роста денежного потока в остаточном периоде.

Условия применения модели Гордона:

1. Темпы роста дохода стабильны;
2. Капитальные вложения в постпрогножном периоде примерно равны

амортизационным отчислениям;

3. Темпы роста дохода не превышают ставки дисконтирования, иначе оценка по модели будет давать иррациональные результаты.

4. Темпы роста дохода умеренные, например, не превышают 3—5%, так как большие темпы роста невозможны без дополнительных капитальных вложений, которых данная модель не учитывает. К тому же постоянные большие темпы роста дохода на неопределенно длительный период времени вряд ли реалистичны.

Долгосрочные темпы роста денежного потока могут быть приравнены к среднеотраслевым. При отсутствии темпов роста коэффициент капитализации будет равен ставке дисконтирования.

Расчет текущей стоимости будущих денежных потоков.

Текущая (настоящая, дисконтированная, приведенная) стоимость — стоимость денежных потоков предприятия и реверсии, дисконтированных по определенной ставке дисконтирования к дате оценки.

Расчеты текущей стоимости представляют собой умножение денежного потока ( $CF$ ) на соответствующий периоду  $n$  коэффициент текущей стоимости единицы ( $DF$ ) с учетом выбранной ставки дисконтирования ( $DR$ ). При анализе инвестиций этот коэффициент чаще называют фактором дисконтирования.

Расчеты проводят по формуле

$$DF = \frac{1}{(1 + DR)^i} \quad (17)$$

где  $i$  — номер года прогнозного периода.

По этой формуле денежные потоки дисконтируются, как если бы они были получены в конце года. Однако такой подход может занижить текущую оценку ожидаемых доходов. Поэтому, если денежный поток не сконцентрирован на конец года из-за сезонности производства и других

факторов, оценщик может дисконтировать денежные потоки, как если бы предполагалось их получение в середине прогнозного года, тогда формула принимает вид

$$DF = \frac{1}{(1 + DR)^{i-0,5}} \quad (18)$$

Дисконтирование стоимости реверсии всегда проводится по ставке дисконтирования, взятой на конец прогнозного периода, в связи с тем, что остаточная стоимость (независимо от метода ее расчета) всегда представляет собой величину на конкретную дату — начало постпрогнозного периода, т.е. конец последнего года периода прогнозирования.

Предварительная величина стоимости бизнеса имеет две составляющие:

1. текущей стоимости денежных потоков в течение прогнозного периода;
2. текущее значение стоимости в послепрогнозный период.

Порядок определения текущей стоимости денежных потоков и реверсии представлен в табл. 4.

Таблица 4 - Расчет текущей стоимости денежных потоков и реверсии.

Показатель	1-й год	2-й год	3-й год	Постпрогнозный период
Денежный поток ( $CF_n$ )	$CF_1$	$CF_2$	$CF_3$	$CF_4$
Стоимость на конец прогнозного периода, рассчитанная по модели Гордона	-	-	-	$FV = \frac{CF_4}{DR - t}$
Коэффициент текущей стоимости ( $DF$ )	$DF_1 = \frac{1}{(1 + DR)^1}$	$DF_2 = \frac{1}{(1 + DR)^2}$	$DF_3 = \frac{1}{(1 + DR)^3}$	$DF_3$

Текущая стоимость денежных потоков и реверсии	$PV_1 = CF_1 \times DF_1$	$PV_2 = CF_2 \times DF_2$	$PV_3 = CF_3 \times DF_3$	$PV_4 = CF_4 \times DF_4$
Стоимость предприятия	$V = PV_1 + PV_2 + PV_3 + PV_4$			

Несмотря на то, что бизнес в основном оценивается доходным подходом, для получения более точного результата оценки лучше использовать и остальные два подхода. Иногда сравнительный или затратный подходы смогут дать более четкую картину.

Затратный подход рассматривает стоимость бизнеса на основе понесенных затрат. Балансовая стоимость активов и обязательств предприятия корректируется с учетом инфляции, рыночной конъюнктуры, методов учета и так далее. Получается обоснованная рыночная стоимость актива баланса и текущая стоимость обязательств. Стоимость бизнеса определяется как стоимость собственного капитала компании, равная разности рыночной стоимости актива и всех ее обязательств:

$$\text{Собственный капитал} = \text{Активы} - \text{Обязательства} \quad (19)$$

Имущественный подход в оценке бизнеса аналогичен затратному при определении стоимости различных видов активов (недвижимость, оборудование, интеллектуальная собственность и др.). Он основан на принципе замещения: актив в целом стоит не более, чем были затраты на замещение всех его составных частей. [9]

Затратный подход в процессе оценки стоимости компании представлен тремя методами:

- 1) Метод стоимости чистых активов;
- 2) Метод ликвидационной стоимости.

Применение затратного подхода в оценке бизнеса наиболее обоснованно в

следующих случаях:

- оценка предприятия в целом;
- оценка контрольного пакета акций предприятия, обладающего значительными материальными активами;
- оценка новых предприятий, когда отсутствуют ретроспективные данные о прибылях;
- оценка предприятий, когда имеются затруднения с обоснованным прогнозированием величины будущих прибылей или денежных потоков;
- отсутствие рыночной информации о предприятиях-аналогах;
- ликвидация предприятия (метод ликвидационной стоимости).[13]

Метод чистых активов основан на корректировке баланса предприятия в связи с тем, что балансовая стоимость активов и обязательств предприятия редко соответствует их рыночной стоимости.

Корректировка баланса предприятия проводится в несколько этапов:

- 1) оценивается обоснованная рыночная стоимость каждого актива баланса в отдельности;
- 2) определяется текущая стоимость обязательств предприятия;
- 3) рассчитывается оценочная стоимость собственного капитала предприятия как разница между обоснованной рыночной стоимостью суммы активов предприятия и текущей стоимостью всех его обязательств.

Метод чистых активов является косвенным методом определения стоимости коммерческого предприятия. Полученная таким образом стоимость действующего предприятия не всегда объективно отражает его действительную стоимость, но из-за дефицита рыночной информации этот метод является одним из базовых для выяснения стоимости бизнеса в России.[13]

К числу активов компании относятся следующие группы активов:

- Нематериальные активы;
- Долгосрочные финансовые вложения;

- Здания, сооружения;
- Машины оборудования;
- Запасы;
- Дебиторская задолженность;
- Прочее.

Особенности корректировки раздела I баланса при методе чистых активов преуведенный в табл. 5.

Таблица 5 - Особенности корректировки раздела I баланса при методе чистых активов.

№	Этап работ по корректировке стоимости активов	Примечание
1	Выявляются и оцениваются нематериальные активы	<p>При расчете величины чистых активов принимаются только те нематериальные активы, учитываемые в первом разделе бухгалтерского баланса, которые отвечают следующим требованиям:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– непосредственно используются в основной деятельности предприятия и приносят доход (права пользования земельными участками, природными ресурсами, патенты, лицензии, ноу-хау, программные продукты, монопольные права и привилегии, включая лицензии на определенные виды деятельности, организационные расходы, торговые марки, товарные знаки и т.п.);</li> <li>– имеют документальное подтверждение затрат, связанных с их приобретением или созданием право на владение данными нематериальными правами должно быть подтверждено документом (патентом, лицензией, актом, договором и т. п.), выданным в соответствии с законодательством Российской Федерации</li> </ul>
2	Определяется рыночная стоимость недвижимости	Оцениваются все объекты, независимо от того, используются они или нет в производственной деятельности предприятия, нередко допускается использование упрощенных методов оценки (например, вместо детального определения косвенных затрат на строительство объекта допускается использование их усредненной величины в процентах от прямых издержек)
3	Определяется обоснованная рыночная стоимость	Часто единственно возможным является затратный подход к оценке. В отличие от недвижимости, рыночная стоимость которой имеет тенденцию к росту, балансовая и

№	Этап работ по корректировке стоимости активов	Примечание
	машин и оборудования	рыночная стоимость машин и оборудования могут совпадать
4	Определяется рыночная стоимость финансовых вложений предприятия	Финансовые вложения — инвестиции предприятия в ценные бумаги и в уставные капиталы других организаций, а также предоставленные другим организациям займы на территории РФ и за ее пределами. Если акции котируются, то их стоимость известна из данных фондового рынка, если же акции не котируются, то оценщик проводит соответствующие расчеты по определению их стоимости. Если предприятия, в которые вкладывались средства, уже не существуют, оценщик подтверждает факт их ликвидации выпиской из реестра
5	Оцениваются незавершенные капитальные вложения	Незавершенные капитальные вложения — находящиеся на балансе предприятия объекты незавершенного строительства и оборудование к установке. Оборудование к установке обычно принимается в расчеты по балансовой стоимости (не корректируется), аналогично могут приниматься по балансовой стоимости и другие капитальные вложения, если даты этих вложений близки к дате оценки (произведены в течение последнего года)

Корректировка второго раздела баланса предприятия. В целях оценки корректируются запасы и затраты, денежные средства, расчеты и прочие активы, показываемые во втором разделе бухгалтерского баланса, за исключением задолженности участников (учредителей) по их вкладам в уставный капитал и балансовой стоимости собственных акций, выкупленных у акционеров.

Рассмотрим особенности корректировки отдельных статей второго раздела баланса предприятия.

Товарно-материальные запасы переводятся в текущую стоимость, производственные запасы оцениваются по текущим ценам с учетом затрат на транспортировку и складирование, устаревшие, пришедшие в негодность запасы списываются. Запасы могут накопить значительный износ, который учитывается в расчетах, определяется оценщиком самостоятельно или с привлечением сторонних специалистов по экспертизе подобных запасов. Так, полежавшая несколько лет на складе дорогая ткань по результатам экспертизы может быть идентифицирована как ветошь, и соответственно после

корректировки ее стоимость будет незначительной.

Готовая продукция оценивается по рыночной стоимости. Не корректируется та часть готовой продукции, которая выпущена в соответствии с заключенным договором.

Расходы будущих периодов оцениваются по номинальной стоимости, если еще существует связанная с ними выгода, если же выгода отсутствует, то величина расходов будущих периодов списывается.[4]

Метод ликвидационной стоимости основан на определении разности между стоимостью имущества, которую собственник предприятия может получить при ликвидации предприятия и отдельной продаже его активов на рынке, и издержками на ликвидацию.

Расчет ликвидационной стоимости осуществляется следующим образом:

1) Анализируется ряд статистических и бухгалтерских документов, к которым относятся: бухгалтерские отчеты на конец каждого квартала, статистические отчеты, промежуточный ликвидационный баланс инвентарные карточки. На основании комплексного финансового анализа делается экспертный вывод о достаточности средств на покрытие задолженности.

2) Формируется оцениваемая масса имущества. Отдельно рассматриваются следующие группы активов: наиболее ликвидные (оборотные активы), менее ликвидные (необоротные активы).

3) Формируется сумма задолженности компании.

4) Разрабатывается календарный график ликвидации. При этом необходимо учитывать, что продажа различных видов активов компании (недвижимого имущества, машин и оборудования, товарно-материальных запасов) требует различных временных периодов исходя из степени ликвидности и требуемого уровня экспозиции на рынке.

5) Обосновываются размеры затрат. Выделяются: затраты, связанные с ликвидацией, и затраты, связанные с владением активы до их реализации. К числу затрат, связанных с ликвидацией, в первую очередь относятся

комиссионные оценочным и юридическим фирмам, а также налоги и сборы, которые платятся при продаже. К числу затрат, связанных с владением активами до их продажи, относятся расходы на охрану объектов, управленческие расходы по поддержанию работы компании до завершения его ликвидации и т.п.

6) Оценивается реализуемое имущество. Оценка имущества, подлежащего реализации, осуществляется с помощью использования всех Подходов оценки. В практике наиболее часто используемым Подходом для оценки объектов недвижимости является сравнительный подход.

7) Определяется ставка дисконтирования с учетом планируемого срока реализации. Причем ставка дисконтирования может устанавливаться для каждого вида оцениваемого актива индивидуально с учетом ликвидности (значительны скидки на низкую ликвидность) и риска возможной «непродажи».

8) Строится график реализации имущества, на основании которого определяется совокупная выручка от реализации текущих, материальных и нематериальных активов.

9) По итогам реализации погашается накопленная сумма текущей задолженности за период ликвидации (электроэнергия, отопление и т.п.) и осуществляются выплаты по обязательствам. При этом требования кредиторов удовлетворяются в порядке очередности, установленной статьей 64 ГК РФ, в соответствии с которой распределение имущества каждой следующей очереди осуществляется после полного распределения имущества предыдущей очереди.

10) Конечным действием является оценка ликвидационной стоимости, приходящейся на долю собственников (акционеров). Федеральный закон от 26.12.95 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (с изменениями от 13.06.96 г.) предусматривает четкий порядок распределения оставшихся сумм.

В случае ускоренной ликвидации продажа активов должна произойти в краткие сроки. Это обстоятельство приводит к потерям. Поэтому соотношение между рыночной и ликвидационной стоимостью может быть выражено формулой

$$C_{лик} = C_{рын} \cdot (1 - K_{вын}) \quad (20)$$

где  $C_{лик}$  — ликвидационная стоимость недвижимости;

$C_{рын}$  — рыночная стоимость исследуемого объекта;

$K_{вын}$  — корректировка на вынужденность продажи,  $0 < K_{вын} < 1$ .

Главное отличие от метода скорректированных чистых активов состоит в том, что для продажи активов обществу необходимо платить комиссионные, нести расходы на демонтаж и снижать цену на активы для обеспечения ликвидности. В обязательствах дополнительно учитываются издержки на содержание управленческого персонала, налоги на продажу имущества.

При реализации сравнительного подхода изучают соответствующий сегмент рынка и выбирают конкурирующие с оцениваемым бизнесом объекты, проводится соответствующая корректировка данных для последующего сравнения. В основу приведения поправок положен принцип вклада.[13]

Сравнительный подход реализуется посредством трех методов:

1) Метод рынка капитала основан на реальных ценах акций открытых предприятий, сложившихся на фондовом рынке. Базой для сравнения служит цена на единичную акцию акционерного общества. Используется для оценки неконтрольного пакета акций.

2) Метод сделок — для сравнения берутся данные по продажам контрольных пакетов акций компаний либо о продажах предприятий целиком, например, при поглощениях или слияниях. Метод применяется при покупке контрольного пакета акций открытого предприятия, а также для оценки закрытых компаний, которые работают на том же сегменте рынка, что и открытые, и имеют аналогичные финансовые показатели. Включает анализ мультипликаторов.

3) Метод отраслевых коэффициентов — предполагает использование соотношений или показателей, основанных на данных о продажах компаний по отраслям и отражающих их конкретную специфику. Отраслевые коэффициенты

рассчитываются специальными исследовательскими институтами на основе длительных статистических наблюдений за ценой продажи предприятий и их важнейшими производственно-финансовыми характеристиками.[13]

Метод рынка капитала заключается в том, что, опираясь на прогнозные на момент ожидаемой перепродажи оценки величин чистой (за вычетом задолженности) балансовой стоимости, прибыли или денежного потока (сальдо «реальных денег») рассматриваемого предприятия, нужно определить его обоснованную рыночную стоимость по аналогии с соотношением в настоящее время этих показателей и цен на акции (фактически продававшиеся в составе многочисленных мелких перепродававшихся пакетов акций) у сходных (принадлежащих к той же отрасли) предприятий. В качестве сходных предприятий берут фирмы данной отрасли, чьи акции ликвидны и достаточно надежно котируются на биржевом или внебиржевом фондовом рынке.[8]

Подбор фирм, сходных с оцениваемым предприятием, должен отвечать определенным критериям, чтобы выдерживались те же, что и у оцениваемого предприятия, доля профилирующего аналогичного продукта, размер предприятия, чтобы сходными были стадия жизненного цикла фирмы, рынки сбыта, территориальное местоположение, соотношение собственного и заемного капитала и пр.[8]

Этапы процесса оценки бизнеса методами рынка капитала и сделок совпадают:

- 1) изучение рынка и поиск аналогичных предприятий, в отношении которых имеется информация о ценах сделок или котировках акций;
- 2) финансовый анализ и повышение уровня сопоставимости информации;
- 3) расчет оценочных мультипликаторов;
- 4) применение мультипликаторов оцениваемого предприятия;
- 5) выбор величины стоимости оцениваемого предприятия;
- 6) внесение итоговых поправок на степень контроля.

Наряду с совпадением этапов оценки, методы рынка капитала и сделок имеют различия, рассмотренные в табл. 6.

Таблица 6 - Основные различия методов рынка капитала и сделок.

Различия	Особенности	
	Метод рынка капитала	Метод сделок
Типы исходной ценовой информации	Цены на единичные акции предприятий-аналогов	Цены продаж контрольных пакетов и предприятий целиком, информация о слияниях и поглощениях предприятий
Время анализируемых сделок	Данные о текущих ценах акций	Информация о ранее совершенных сделках
Учет элементов контроля	Цена одной акции не учитывает никаких элементов контроля	Цена контрольного пакета акций или предприятия в целом включает премию за элементы контроля
Результат оценки	Стоимость одной акции или неконтрольного пакета	Стоимость контрольного пакета или предприятия в целом

Основным инструментом определения рыночной стоимости собственного капитала предприятия сравнительным подходом являются ценовые мультипликаторы.

Ценовой мультипликатор отражает соотношение между рыночной ценой предприятия и каким-либо его показателем, характеризующим результаты производственной и финансовой деятельности.

Ценовой мультипликатор рассчитывается по всем аналогичным предприятиям.

Для оценки рыночной стоимости оцениваемой компании выбранная аналитиком величина ценового мультипликатора используется как множитель к ее аналогичному показателю.

В оценочной практике используются два типа ценовых мультипликаторов: интервальные и моментные.

К первому типу можно отнести мультипликаторы:

- 1) «Цена/прибыль».
- 2) «Цена/денежный поток».
- 3) «Цена/ дивидендные выплаты».
- 4) «Цена/выручка от реализации».

К моментным мультипликаторам относят:

- 1) «Цена/балансовая стоимость».
- 2) «Цена/ чистая стоимость активов».

Мультипликаторы «цена/прибыль», «цена/денежный поток» Данная группа мультипликаторов является самым распространенным способом оценки, т.к. информация о прибыли оцениваемой компании и предприятий-аналогов является наиболее доступной. Для расчета мультипликатора может использоваться любой показатель прибыли, который может быть получен аналитиком в процессе ее распределения. Поэтому, кроме показателя чистой прибыли, можно использовать прибыль до налогообложения, прибыль до уплаты процентов и налогов и т.д. Основное требование — полная идентичность используемого показателя для аналога и оцениваемой фирмы, т.е. мультипликатор, исчисленный на основе прибыли до уплаты налогов, нельзя применять к прибыли до уплаты процентов и налогов.[11]

Мультипликатор цена/дивиденды может рассчитываться на базе фактически выплаченных дивидендов или на основе потенциальных дивидендных выплат. Потенциальные дивидендные выплаты представляют собой типичный для таких выплат процент от чистой прибыли по предприятиям-аналогам. Данный мультипликатор используется редко из-за возможности варьирования в порядке выплаты дивидендов у компаний. Использовать этот мультипликатор целесообразно, если дивиденды на предприятии (его аналогах) выплачиваются стабильно.[13]

Мультипликатор «Цена/выручка от реализации». Данный мультипликатор используется довольно редко, в основном для проверки объективности результатов, получаемых другими способами. Хорошие результаты мультипликатор «Цена/выручка от реализации» дает при оценке предприятий

сферы услуг (реклама, страхование, ритуальные услуги и т.д.). Мультипликатор «Цена/выручка от реализации» не зависит от методов ведения бухгалтерского учета.

Несомненным достоинством данного мультипликатора является его универсальность, которая избавляет оценщика от необходимости проведения сложных корректировок, применяемых при расчете мультипликатора «Цена/прибыль».[11]

Мультипликатор «Цена/балансовая стоимость». Для расчета мультипликатора «Цена/балансовая стоимость» в качестве финансовой базы используется балансовая стоимость либо всех, либо чистых активов аналогичных компаний на дату оценки или на последнюю отчетную дату. Данный мультипликатор относится к так называемым моментным показателям, поскольку используется информация о состоянии на конкретную дату, а не за определенный отрезок времени.[11]

Мультипликатор «цена/стоимость активов» целесообразно применять при оценке холдинговых компаний, либо в тех случаях, когда необходимо за короткий срок продать значительную часть активов. Расчет мультипликатора цена/стоимость активов осуществляется в два этапа:

- 1) определение стоимости чистых активов (дорого и трудоемко);
- 2) определение соотношения между стоимостью акций и стоимостью активов.

Для повышения объективности оценки аналитик может использовать, например, метод избыточной прибыли или метод бездолговой оценки. Метод избыточной прибыли — корректировка цены компании на сумму капитализированной прибыли, которая обеспечивается наличием у фирмы гудвилла и других нематериальных активов. Метод бездолговой оценки используется при наличии существенных различий в структуре капитала оцениваемого бизнеса и сопоставимых предприятий, например, если предприятие-аналог привлекает заемные средства на долгосрочной основе, а оцениваемая компания использует только собственный капитал.[13]

Выбор величины мультипликатора является наиболее сложным и ответственным этапом, требующим особенно тщательного обоснования, зафиксированного впоследствии в отчете об оценке, представляемом заказчику. Поскольку одинаковых компаний не существует, диапазон величины одного и того же вида ценового мультипликатора, рассчитанного по всему списку компаний-аналогов, может быть достаточно широким. Аналитик прежде всего отсекает экстремальные величины мультипликатора и рассчитывает его среднюю и медианную величину по аналогам.[11]

Заключительный этап оценки бизнеса сравнительным подходом — сведение воедино полученных результатов. Использование различных мультипликаторов (после всех необходимых корректировок) дает оценщику различные варианты стоимости предприятия. Выбор окончательного результата основан на придании процентного веса каждому подходу. Обычно, если активы предприятия незначительны по сравнению с получаемой прибылью, следует полагаться на мультипликатор цена/прибыль (денежный поток); если же прибыль практически отсутствует, то целесообразно основываться на мультипликаторе цена/стоимость активов.[13]

Метод отраслевых коэффициентов заключается в определении ориентировочной стоимости предприятия с использованием соотношений или показателей, основанных на данных о продажах компаний по отраслям и отражающих их конкретную специфику. Отраслевые коэффициенты или соотношения рассчитываются, как уже было сказано, на основе статистических наблюдений специальными исследовательскими институтами.[13]

Метод целесообразно использовать только в случаях, когда подобные предприятия часто продаются, а оценщик имеет накопленный опыт оценки объектов данного вида. Причем отраслевые соотношения могут быть разработаны оценщиком самостоятельно на основе анализа отраслевых данных. Наиболее типичные соотношения, используемые при определении ориентировочной стоимости бизнеса в рыночных странах, приведены в табл. 7.

Таблица 7 - Отраслевые соотношения для определения стоимости бизнеса.

Вид бизнеса	Соотношения между ценой и финансовыми показателями, позволяющие оценить бизнес
Страховые компании	Цена в интервале 120-150% от годовых комиссионных
Бензозаправочные станции	Цена бензозаправочной станции колеблется в диапазоне 1,2-2,0 месячной выручки
Предприятия розничной торговли	Цена составляет 0,75-1,5 величины чистого годового дохода плюс стоимость оборудования и запасов, которыми располагает оцениваемое предприятие
Бары и кафе	Цена $\ll$ Объем продаж за полгода + Стоимость лицензии
Пиццерии, кофейни	Цена * Месячная прибыль x 4 + Стоимость запасов
Рекламные агентства	Цена = 75% годовой выручки
Хлебопекарни	Цена = 15% годового объема продаж + Стоимость оборудования + Стоимость запасов
Продажа новых автомобилей	Цена $\approx$ 50% годовой выручки + Товарные запасы и оборудование
Аптеки	Цена $\sim$ 75% годовой прибыли + Стоимость оборудования + Стоимость товарных запасов
Автомастерские	Цена = месячная прибыль x 2 + Рыночная стоимость оборудования

Метод отраслевых соотношений постепенно находит применение в российской практике, в частности в связи с введением единого налога на вмененный доход, когда можно узнать ориентировочный доход бизнеса и сопоставить его с ценами продаж.[13]

Сравнительный подход, несмотря на достаточную сложность и трудоемкость расчетов и анализа, является неотъемлемым приемом определения обоснованной рыночной стоимости. Результаты, полученные данным способом, имеют наиболее объективную рыночную основу, качество которой зависит от возможности привлечения широкого круга компаний-аналогов. Следовательно, основным фактором, сдерживающим применение в

российской практике метода компании-аналога и метода сделок, является отсутствие достаточной и достоверной ценовой и финансовой информации по отечественным компаниям-аналогам. Однако появление в последние годы фирм, специализирующихся на сборе и анализе подобной информации, а также различных электронных источников является существенным прорывом в данном направлении. Таким образом, дальнейшее развитие оценочной инфраструктуры будет способствовать расширению сферы использования сравнительного подхода.

Так или иначе, все три вышеописанных подхода взаимосвязаны. При каждом из них используется информация о рынке. Но, несмотря на то, что в основе любого из этих подходов лежит рыночная информация, каждый из них связан с отдельным рыночным аспектом. Если рынок совершенный, то оценщик, используя три подхода к оценке, должен получить одинаковую величину рыночной стоимости бизнеса. Но чаще всего рынок не является совершенным, то есть на нем не наблюдается равновесия спроса и предложения. Следовательно, использование всех этих подходов может привести к получению совершенно разных результатов.

## **2.2 Сравнительный анализ методов оценки бизнеса**

Проводя выбор необходимых методов для проведения процесса оценки бизнеса, необходимо представлять преимущества и недостатки, которые несёт в себе каждый подход.

Из анализа достоинств и недостатков всех подходов и методов, приведенного в табл. 8, можно сделать вывод о том, что ни один из них не может быть использован в качестве базового. Все три подхода связаны между собой. Каждый из них предлагает использование различных видов информации, получаемой на рынке. Например, основными для затратного подхода являются данные о текущих рыночных ценах на материалы, рабочую силу и другие элементы затрат. Доходный подход требует использования ставки

дисконтирования и коэффициентов капитализации, которые также рассчитываются по данным рынка.

Таблица 8 - Преимущества и недостатки подходов оценки бизнеса

Преимущества	Недостатки
<b>Доходный подход</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>– Учитывается доходность предприятия, что отражает основную цель его функционирования — получение дохода собственником;</li> <li>– Применение подхода необходимо при принятии решений о финансировании, анализе целесообразности инвестирования, при обосновании решений о купле-продаже предприятия;</li> <li>– Подход учитывает перспективы развития предприятия.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Прогнозирование долговременного потока дохода затруднено сложившейся недостаточно устойчивой экономической ситуацией в России, из-за чего вероятность неточности прогноза увеличивается пропорционально долгосрочности прогнозного периода;</li> <li>– Сложность расчета ставок капитализации и дисконтирования;</li> <li>– В процессе прогнозирования денежных потоков или ставок дисконтирования устанавливаются различные предположения и ограничения, носящие условный характер;</li> <li>– Влияние факторов риска на прогнозируемый доход;</li> <li>– Многие предприятия не показывают в отчетности реальный доход, на анализе которого базируется доходный подход, или же показывают убытки.</li> </ul>
<b>Затратный подход</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>– Иногда является единственно возможным к применению;</li> <li>– Наиболее надежен при оценке новых объектов, готовых для наиболее эффективного использования;</li> <li>– Наиболее целесообразно применять при анализе наилучшего и наиболее эффективного земельного участка, технико-экономическом анализе нового строительства, оценке общественно государственных и специальных объектов (так как они не предназначены для</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Значительная трудоемкость;</li> <li>– Попытки достижения более точного результата оценки сопровождаются быстрым ростом затрат;</li> <li>– Несоответствие затрат на приобретение оцениваемого объекта недвижимости затратам на новое строительство точно такого же, так как в процессе оценки из стоимости строительства вычитается накопленный строением износ;</li> <li>– Проблематичность оценки</li> </ul>

Преимущества	Недостатки
<p>получения дохода и низка вероятность найти данные об аналогичных продажах);</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Применим для оценки в целях страхования и налогообложения;</li> <li>- Позволяет оценить объекты на малоактивных рынках.-</li> </ul>	<p>земельных участков в России;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Сложность определения накопленного износа (особенно старых зданий и сооружений), так как в большинстве случаев суждение о степени износа основывается на экспертном мнении оценщика и точность результатов во многом зависит от его квалификации и опыта</li> </ul>
Сравнительный подход	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Подход отражает рынок, учитывая реальное соотношение спроса и предложения на подобные объекты, так как основан на сравнении оцениваемого предприятия с аналогами, уже купленными недавно или акции которых свободно обращаются на финансовых рынках;</li> <li>- В цене предприятия отражаются результаты его производственно-хозяйственной деятельности;</li> <li>- Если есть достаточная информация об аналогах, получают точные результаты.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Базируется только на ретроспективной информации, практически не учитывает перспективы развития предприятия;</li> <li>- Сложно, а иногда невозможно собрать финансовую информацию об аналогах (из-за недостаточного развития фондового рынка многие акционерные общества не дают свои котировки на фондовый рынок, а закрытые акционерные общества, которых очень много, не раскрывают финансовую информацию);</li> <li>- Требуется вносить существенные корректировки из-за сильных различий предприятий между собой (различаются оборудование, ассортимент, стратегии развития, качество управления и т.д.).</li> </ul>

Когда предприятия сложно оценить с помощью затратного подхода, а для использования сравнительных методик оценки нет соответствующей рыночной информации целесообразней использовать доходный подход. Например, это:

- предприятия, связанные с информационно-рекламной сферой деятельности, так как их стоимость зависит от размеров и эффективности первоначальных затрат, последующих объемов реализации услуг и чистых доходов;

- предприятия, деятельность которых базируется на новых

технологиях, когда стоимость предприятия существенно зависит от конъюнктуры соответствующего сектора рынка;

- предприятия, имеющие исключительные права, каналы связи, каналы реализации продукции, услуг, обладание которыми позволяет таким предприятиям ограничить конкуренцию на соответствующем рынке и получать высокие и стабильные доходы, а следовательно, иметь высокую стоимость;

- предприятия, действующие на рынке интеллектуальных услуг (оценочных, медицинских, юридических, аудиторских и пр.), так как их стоимость в значительной степени зависит от индивидуальных качеств руководителя, его квалификации, связей и т.д.[13]

Применение затратного подхода в оценке бизнеса наиболее обоснованно в следующих случаях:

- оценка предприятия в целом;
- оценка контрольного пакета акций предприятия, обладающего значительными материальными активами;
- оценка новых предприятий, когда отсутствуют ретроспективные данные о прибылях;
- оценка предприятий, когда имеются затруднения с обоснованным прогнозированием величины будущих прибылей или денежных потоков;
- отсутствие рыночной информации о предприятиях-аналогах;
- ликвидация предприятия.[13]

Из анализа достоинств и недостатков вышеназванных подходов и методов можно сделать вывод о том, что ни один из них не может быть использован в качестве базового. В практике операций с оценкой предприятий встречаются самые разные ситуации. Каждому классу ситуаций соответствуют свои, адекватные подходы и методы. Для этого необходимо предварительно классифицировать ситуации оценки с использованием группировки объектов, типа сделки, момента, на который производится оценка, и т. д. Если на рынке обращаются десятки или сотни однородных объектов, целесообразно

применение сравнительного подхода. Для оценки сложных и уникальных объектов предпочтительнее затратный подход.

## **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

Подводя итоги в данной бакалаврской работе можно сделать ряд выводов:

1) В работе дана характеристика целей оценки стоимости компании.

Цели оценки стороны которая заказывает оценку бизнеса: собственник и покупатель проводят оценку для выявления реальной рыночной стоимости, государственные органы — для установления размера налога, страховщики — для определения страховой суммы и т. д.

2) Рассмотрены основные подходы и раскрыты понятия сущности каждого метода оценки стоимости предприятия.

Доходный подход к оценке бизнеса основан на сопоставлении будущих доходов инвестора с текущими затратами. Сопоставление доходов с затратами ведется с учетом факторов времени и риска.

Для оценки предприятий по доходу применяют два метода: метод капитализации и метод дисконтирования дохода.

Сравнительный подход предполагает, что ценность собственного капитала фирмы определяется тем, за сколько он может быть продан при наличии достаточно сформированного рынка. Другими словами, наиболее вероятной ценой стоимости оцениваемого бизнеса может быть реальная цена продажи сходной фирмы, зафиксированная рынком.

Затратный (имущественный) подход в оценке бизнеса рассматривает стоимость предприятия с точки зрения понесенных издержек. Балансовая стоимость активов и обязательств предприятия вследствие инфляции, изменений конъюнктуры рынка, используемых методов учета, как правило, не соответствует рыночной стоимости. В результате перед Оценщиком встает задача проведения корректировки баланса предприятия.

3) Проведена оценка стоимости бизнеса на примере ООО ЭПФ «Пилон». Компания «Пилон» появилась на рынке в 18 сентября 2002 года как организация по продаже лакокрасочных материалов. За последние годы деятельность организации значительно расширилась, были открыты другие направления. Теперь ООО ЭПФ «Пилон» многопрофильная фирма, у которой в разных городах России свои представительства.

На данный период времени у фирмы сложились непростые обстоятельства, связанные с потерей главного материального склада и железнодорожного тупика, что заставляет пересматривать отношения с поставщиками. Открытие нового магазина пока не приносит положительных результатов. Данные прогнозного периода показали, что в 2019 году, компания обанкротится, если не будут приняты меры, такие как привлечение дополнительных кредитных резервов.

Таким образом, рыночная стоимость ООО ЭПФ «Пилон» составила (с учетом округления): 19 573 000 (Девятнадцать миллионов пятьсот семьдесят три тысячи) рублей.

Цели дипломной работы достигнуты.

## **СПИСОК ИСПОЛЬЗУЕМЫХ ИСТОЧНИКОВ**

1 Гражданский кодекс Российской Федерации (части первая, вторая и третья) (с изменениями от 20 февраля, 12 августа 1996г., 24 октября 1997г., 8 июля, 17 декабря 1999г., 16 апреля, 15 мая 2001г., 21 марта, 14, 26 ноября 2002г., 10 января, 26 марта, 11 ноября, 23 декабря 2003г.)

2 Налоговый кодекс Российской Федерации — часть первая от 31 июля 1998г. № 146-ФЗ и часть вторая от 5 августа 2000г. N 117-ФЗ (с изм. И доп. от 25 июля 2008г.)

3 Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» № 135-ФЗ: от 29 июля 1998г. (ред. От 22.07.2010)

4 Федеральные стандарты оценки: ФСОН<sup>№</sup> 1, ФСОН<sup>№</sup> 2, ФСОН<sup>№</sup> 3, утвержденные приказами: Министерства экономического развития и торговли Российской Федерации (Минэкономразвития России) от 20 июля 2007г. N 256, № 255, № 254

5 «Порядок оценки стоимости чистых активов акционерных обществ», утвержденный приказом Минфина России и ФКЦБ России от 29.01.2003г. № 10н/03–06/пз

6 Прогноз социально-экономического развития российской федерации на 2016 год и на плановый период 2017 и 2018 годов .

7 Прогноз долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2030 года.

8 Дамодаран Асват Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов.5-е издание. Пер с англ. М. 2013. 1340с.

9 Джеймс Р. Хитчнер.Три подхода к оценке стоимости бизнеса. - Издательство: Маросейка, 2013 г. 304 с.

10 Коупленд Т., Колер Т., Мурин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление: Пер. с англ.— 3-е изд. М.: Олимп-Бизнес, 2014. — 576 с. ил.

11 Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теорема ММ: Пер. с англ.— 2-е изд. — М.: Дело, 2011. — 271 с.

12 Хаббард Дуглас. Как измерить все, что угодно. Оценка стоимости нематериального в бизнесе. Издательство «Олимп-Бизнес», 2009. – 298 с.

13 Гараникова, Л.Ф. Оценка стоимости предприятия [Текст]: учебное пособие / Л.Ф. Гараникова. Изд. 3-е. Тверь: ТГТУ, 2014. 140 с.

14 Балашов В.Г., Ириков В.А., Иванова С.И., Марголит Г.Р. IPO и стоимость российских компаний: мода и реалии. М, 2012. - 336 с.

15 Бусов В.И. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / В.И.Бусов, О.А.Землянский, А.П.Поляков; под общ.ред. В.И.Бусова. — М.: Юрайт, 2013. — 430с.

16 Бухарин Н.А., Озеров Е.С., Пупенцова С.В., Шаброва О.А. Оценка и управление стоимостью бизнеса: учеб.пособие / Под общей ред. Е.С. Озерова

— СПб: ЭМ — НиТ, 2011 — 238с.

17 Валдайцев С.В. Оценка бизнеса. Учебник, 3-е издание, Издательства: ТК Велби, Проспект, 2008 г. 576 стр.

18 Грязнова А.Г. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / А.Г. Гараникова, М.А. Федотова, М.А. Эскиндаров, Т.В. Тазихина, Е.Н. Иванова, О.Н. Щербакова. - М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2013 — 544с.

19 Егерев, И.А. Стоимость бизнеса и искусство управления: учебное пособие / И.А. Егерев. М.: Дело, 2013. 480 с.

20 Иванов И.В., Баранов В.В. Оценка бизнеса: Методы и модели оценки стоимости предприятий традиционных и наукоемких отраслей: Учебное пособие. - М., 2014. - 168 с.

21 Казакова Н.А. Экономический анализ в оценке бизнеса. Издательство «Дело и Сервис», 2011. - 288 с.

22 Кащеев Р.В., Базоев С.З. Управление акционерной стоимостью. — М.: ДМК Пресс, 2012. — 224 с.

23 Косорукова И.В., Секачев С.А., Шуклина М.А. Оценка стоимости ценных бумаг и бизнеса. Издательство «Московская финансово-промышленная академия», 2011. - 672 с.

24 Лопатников Л.И., Рутгайзер В.М. Оценка бизнеса. Словарь-справочник. Издательство «Маросейка», 2015. – 306 с.

25 Масленкова О.Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). Издательство «КноРус», 2011. - 288 с

26 Попков В.П., Евстафьева Е.В. Оценка бизнеса. Схемы и таблицы: Учеб.пособие. СПб., 2014. - 240 с.

27 Просветов Г.И. Оценка бизнеса. Задачи и решения. Учебно-методическое пособие. 3-е изд., доп. - М.: 2013.-238 с

28 Симионова Н.Е. Методы оценки имущества. Бизнес, недвижимость, земля, машины, оборудование и транспортные средства. Издательство «Феникс», 2012. - 368 с.

29 Синявский Н.Г. «Оценка бизнеса: гипотезы, инструментарий,

практические решения в различных областях деятельности», Изд-во «Финансы и статистика», М. – 2014;

30 Сычева Г.И., Колбачев Е.Б., Сычев В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). Серия «Высшее образование». — Ростов-на-Дону: «Феникс», 2014. — 384 с.

31 Федотова М.А., Уткин Э.А. «Оценка недвижимости и бизнеса», Учебник, Изд-во «Экмос», М. – 2012.

32 Филиппов Л.А. Оценка бизнеса: Учебное пособие. - М., 2012. - 720 с.

33 Царев В.В., Кантарович А.А., Черныш В.В. Оценка конкурентоспособности предприятий (организаций). Теория и методология: Учебное пособие. М. 2013. 799 с.

34 Чеботаев Н.Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): Учебник / Н.Ф. Чеботаев — М: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К», 2009 — 256с.

35 Черняк В.З. Оценка бизнеса. – М.: Финансы и статистика, 2014.

36 Чиркова Е.В. Как оценить бизнес по аналогии: Методологическое пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг - М., 2015. - 190 с.

37 Шатраков А.Ю., Комков Н.И., Мерсиянов А.А., Шамин М.А. «Стоимость предприятий при интеграционном процессе», Изд-во ЗАО «Экономика», М. – 2011;

38 Щепотьев А.В. Методика выявления и оценки "скрытых" и "мнимых" активов и обязательств. Применяется для оценки рыночной стоимости организации (бизнеса). Издательство «Юстицинформ», 2013. – 144 с.

39 Щербаков В.А., Щербакова Н.А. Организация и планирование бизнеса. Издательство «Омега-Л», 2011. - 320 с.

40 Шпилевская Е.В., Медведева О.В. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). Издательство «Феникс», 2013. – 352 с.

41 <http://уровень-инфляции.рф/>

42 Барташевич Н.И. «Методические подходы к оценке стоимости

организации»/ Инновационная среда и управление инновациями №1(18)-2014, -с. 23

43 Горпинюк Ю. Н. Целесообразность применения математических методов в стоимостной оценке // Молодой ученый. — 2015. — №14. — С. 243-246.

44 Есипов В.Е., Маховикова Г.А., Мирзажанов С.К. Оценка бизнеса. Полное практическое руководство. Серия: Профессиональное издание для бизнеса, Издательство: Эксмо, 2012 г. 352 с.

45 Захаренко В. Б. Значение оценки стоимости бизнеса в реальном секторе экономики // Молодой ученый. — 2016. — №4. — С. 387-392.

46 Карцев П.В., Аканов А.А. Обзор практики применения доходного подхода к оценке бизнеса // Вопросы оценки. 2012. № 2. С. 2-19.

47 Козырь Ю.В. Идентификация объектов оценки в процедурах оценки бизнеса // Вопросы оценки. 2011. № 3. С. 24-32.

48 Корниенко Б.И. Оценка стоимости предприятия с использованием метода дисконтированных денежных потоков в рамках доходного подхода // Концепт. 2015. №7. С.86-90.

49 Мочулаев В. Е. Расчет собственного оборотного капитала и учет его фактического значения при определении стоимости предприятия/ В. Е. Мочулаев // Молодой ученый. -2013. - №1. - С. 165-169.

50 Свешников Н. Г. Принятие управленческих решений на основе показателей оценки стоимости бизнеса, основанных на доходном подходе // Молодой ученый. — 2014. — №4.2. — С. 146-149.

51 Тюрин А.И. Стоимость компании и пути ее повышения // Актуальные направления научных исследований XXI века: теория и практика. 2013. № 2. С. 319-326.

## ПРИЛОЖЕНИЕ А

### Финансовые показатели, характеризующие деятельность предприятия

Таблица А.1. — Финансовые показатели, характеризующие деятельность предприятия

Наименование показателя	Формула расчета	Экономический смысл
<b>1. Оценка имущественного положения</b> (показатели характеризуют эффективность управления основными производственными фондами предприятия)		
Сумма хозяйственных средств, находящихся в распоряжении предприятия	Стр.1220 ББ + стр. 1230 ББ + стр.1240 ББ + стр. 1250 ББ + стр. 1260 ББ + стр. 1170 ББ + стр. 1180 ББ	Этот показатель дает обобщенную стоимостную оценку активов, числящихся на балансе предприятия. Рост показателя свидетельствует о

Наименование показателя	Формула расчета	Экономический смысл
		наращивании имущественного потенциала предприятия
Доля основных средств в активах	Стр. 1150 ББ : стр. 1600 ББ	Отражает удельный вес долгосрочных активов. Величина зависит от специфики предприятия, например фондоемкое предприятие
Доля долгосрочных финансовых инвестиций в активах	Стр. 1170 ББ : стр. 1600 ББ	Показывает роль вложения средств в долгосрочные финансовые инвестиции.
Коэффициент мобильности активов	Стр. 1200 ББ : стр. 1100 ББ	Говорит о том, что компания сможет изменить структуру активов в течение короткого периода времени
<b>2. Оценка ликвидности</b> (показатели характеризуют способность активов предприятия трансформироваться в денежные средства и погашать краткосрочные долговые обязательства)		
Величина собственных оборотных средств (СОС, функционирующий капитал)	Стр. 1300 ББ + стр. 1530 ББ — стр. 1100 ББ	СОС — величина оборотных средств предприятия после удовлетворения краткосрочных обязательств перед всеми кредиторами. Оптимальная величина СОС зависит от особенностей деятельности компании: масштабов, объемов реализации, скорости оборачиваемости материальных запасов и дебиторской задолженности. Недостаток СОС свидетельствует о неспособности своевременно погасить краткосрочные обязательства, значительный избыток — о нерациональном использовании ресурсов предприятия, например получении кредитов сверх реальной потребности

Наименование показателя	Формула расчета	Экономический смысл
Коэффициент покрытия (текущей ликвидности)	Стр.1200 ББ : (стр.1510 ББ + стр.1520 ББ + стр.1550 ББ)	Показывает, достаточно ли у предприятия средств, которые могут быть использованы для погашения краткосрочных обязательств. Отражает, сколько рублей текущих активов предприятия приходится на один рубль текущих обязательств. Рекомендуемые значения: 1—2
Коэффициент быстрой ликвидности (общей платежеспособности, срочной ликвидности)	(Стр.1240 ББ + стр.1250 ББ + стр.1232 ББ) : (стр.1520 ББ + стр.1510 ББ + стр.1550 ББ)	Показывает, какие средства могут быть использованы, если срок погашения всех или некоторых текущих обязательств наступит немедленно и не будет возможности продать наименее ликвидную часть — запасы. Рекомендуемые значения: •больше 1. Однако для российских предприятий допустимо значение более 0,7, в розничной торговле — более 0,3
Коэффициент абсолютной ликвидности (платежеспособности)	(стр.1240 ББ + стр.1250 ББ) : (стр.1510 ББ + стр.1520 ББ + стр.1550 ББ)	Показывает, какая доля краткосрочных долговых обязательств может быть покрыта за счет практически абсолютно ликвидных активов (денежных средств и их эквивалентов в виде рыночных ценных бумаг и депозитов). Рекомендуемые значения: 0,2 — 0,5
<b>3. Оценка платежеспособности или структуры капитала</b> (показатели отражают соотношение собственных и заемных средств в источниках финансирования компании, т.е. характеризуют степень финансовой независимости компании от кредиторов, что является важной характеристикой устойчивости предприятия)		
Коэффициент концентрации собственного капитала	Стр. 1300 ББ : стр. 1600 ББ	Характеризует зависимость фирмы от внешних займов. Показывает, могут ли обязательства предприятия быть покрыты собственными

Наименование показателя	Формула расчета	Экономический смысл
		<p>средствами. Рост коэффициента означает увеличение финансовой независимости. Чем ниже значение коэффициента, тем больше займов у компании, тем выше риск неплатежеспособности и опасность возникновения у предприятия дефицита денежных средств.</p> <p>Рекомендуемые значения: больше 0,5 (0,5 — 0,8)</p>
Коэффициент маневренности собственного капитала	(стр. 1200 ББ – стр. 1500 ББ) : стр. 1300 ББ	<p>Показывает, насколько мобильны собственные источники средств с финансовой точки зрения (чем больше этот коэффициент, тем лучше финансовое состояние).</p> <p>Оптимальное значение: 0,5</p>
Коэффициент заемных и собственных средств	(стр.1400 ББ + стр.1500 ББ) : стр.1300 ББ	<p>Является еще одной формой коэффициента финансовой независимости, показывает, сколько заемных средств предприятия приходится на один рубль вложенных в активы собственных средств. Чем больше этот коэффициент превышает единицу, тем больше зависимость предприятия от заемных средств. Рекомендуемые значения: 0,25 — 1</p>
<p><b>4. Оценка деловой активности</b> (показатели характеризуют результаты и эффективность текущей основной производственной деятельности)</p>		
Коэффициент оборачиваемости рабочего капитала	стр. 2110 ОФР : (стр. 1200Нп ББ + стр. 1200Кп ББ) : 2	<p>Показывает, насколько эффективно компания использует оборотный капитал и как это влияет на-рост продаж. Чем выше значение этого коэффициента, тем более эффективно используется предприятием чистый оборотный капитал</p>
Коэффициент	стр. 2110 ОФР :	Отражает число оборотов

Наименование показателя	Формула расчета	Экономический смысл
оборачиваемости материальных оборотных средств	(стр. 1210 ББ + + стр. 1220 ББ)	запасов и затрат предприятия за анализируемый период. Снижение показателя свидетельствует об относительном увеличении производственных запасов и незавершенного производства или о снижении спроса на готовую продукцию (в случае уменьшения коэффициента оборачиваемости готовой продукции)
Коэффициент оборачиваемости мобильных средств	стр.2110 ОФР : (стр. 1210 ББ + стр. 1220 ББ + стр.1250 ББ + стр. 1260 ББ)	Показывает скорость оборота всех мобильных средств предприятия (как материальных, так и нематериальных). Рост показателя характеризуется положительно, если сочетается с ростом коэффициента оборачиваемости материальных оборотных средств, и отрицательно, если коэффициент оборачиваемости материальных оборотных средств уменьшается
Коэффициент пога- шаемости дебиторской задолженности	стр. 1230 ББ : стр. 2110 ОФР	Показывает среднее число дней, требуемое для взыскания задолженности. Чем меньше это число, тем быстрее дебиторская задолженность обращается в денежные средства, и, следовательно, повышается ликвидность оборотных средств предприятия. Большое значение коэффициента может свидетельствовать о трудностях со взысканием средств по счетам дебиторов

### 5. Оценка рентабельности

(показатели характеризуют прибыль, получаемую с каждого рубля собственных и заемных средств, вложенных в предприятие)

Наименование показателя	Формула расчета	Экономический смысл
Рентабельность продукции(продаж)	стр. 2200 ОФР : стр. 2110 ОФР	Демонстрирует долю чистой прибыли в объеме продаж предприятия
Рентабельность основных средств и прочих внеоборотных активов	стр. 2200 ОФР : стр. 1100 ББ	Отражает эффективность использования основных средств и прочих внеоборотных активов, измеряемую величиной прибыли, приходящейся на единицу стоимости средств. Рост показателя при снижении рентабельности всего капитала свидетельствует об избыточном увеличении мобильных средств, что может быть следствием образования излишних запасов товарно-материальных ценностей, затоваренности готовой продукцией в результате снижения спроса, чрезмерного роста дебиторской задолженности
Коэффициент рентабельности оборотных активов	Стр. 2400 ОФР : стр. 1200 ББ	Демонстрирует возможности предприятия в обеспечении достаточного объема прибыли по отношению к используемым оборотным средствам компании. Чем выше значение коэффициента, тем более эффективно используются оборотные средства
Коэффициент рентабельности внеоборотных активов	Стр. 2400 ОФР : стр. 1100 ББ	Демонстрирует способность предприятия обеспечивать достаточный объем прибыли по отношению к основным средствам компании. Чем выше значение коэффициента, тем более эффективно используются основные средства

## ПРИЛОЖЕНИЕ Б

### Матрица выбора метода расчета ставки дисконтирования по целям оценки.

Таблица Б.1. - Матрица выбора метода расчета ставки дисконтирования по целям оценки.

Заказчик	Цели оценки	Рекомендуемая модель расчета ставки дисконтирования					
		CumM	CAPM	WACC	M	ROA, ROE	% rate
Компания	Разработка планов развития компании	x	-	x	-	x	-
	Выпуск акций	-	x	-	x	x	-
	Оценка эффективности	x	-	-	-	-	-

Заказчик	Цели оценки	Рекомендуемая модель расчета ставки дисконтирования					
		CumM	CAPM	WACC	M	ROA, ROE	% rate
	менеджмента						
Собственник	Выбор варианта распоряжения собственностью	x	-	-	x	-	-
	Обоснование цены купли-продажи компании или ее доли	-	x	-	x	-	-
Кредитные учреждения	Проверка финансовой дееспособности заемщика	x	x	-	-	-	-
	Определение размера ссуды, выдаваемой под залог	x	-	x	-	-	-
Страховые компании	Установление размера страхового взноса	-	-	x	-	-	-
	Определение суммы страховых выплат	-	-	x	-	-	-
Фондовые биржи	Расчет конъюнктурных характеристик	x	-	-	-	-	-
	Проверка обоснованности котировок ценных бумаг	-	x	-	x	-	-
Инвесторы	Проверка целесообразности инвестиционных вложений	-	-	x	-	-	-
	Определения допустимой цены покупки компании с целью включения его в инвестиционный проект	-	-	x	-	-	-
Госорганы	Подготовка компании к приватизации	x	x	-	-	x	-
	Оценка компании-должника	x	x	-	-	-	x
	Оценка для судебных целей	x	-	-	-	-	-

Заказчик	Цели оценки	Рекомендуемая модель расчета ставки дисконтирования					
		CumM	CAPM	WACC	M	ROA, ROE	% rate
	Определение налогооблагаемой базы	x	-	-	x	-	-