



OLYMPREX

A D V I S E R S

**Методы финансовой оценки
при M&A сделках
на примере DCF (Discounted Cash Flow) анализа**

Куаныш Сарсенбаев

Юрист

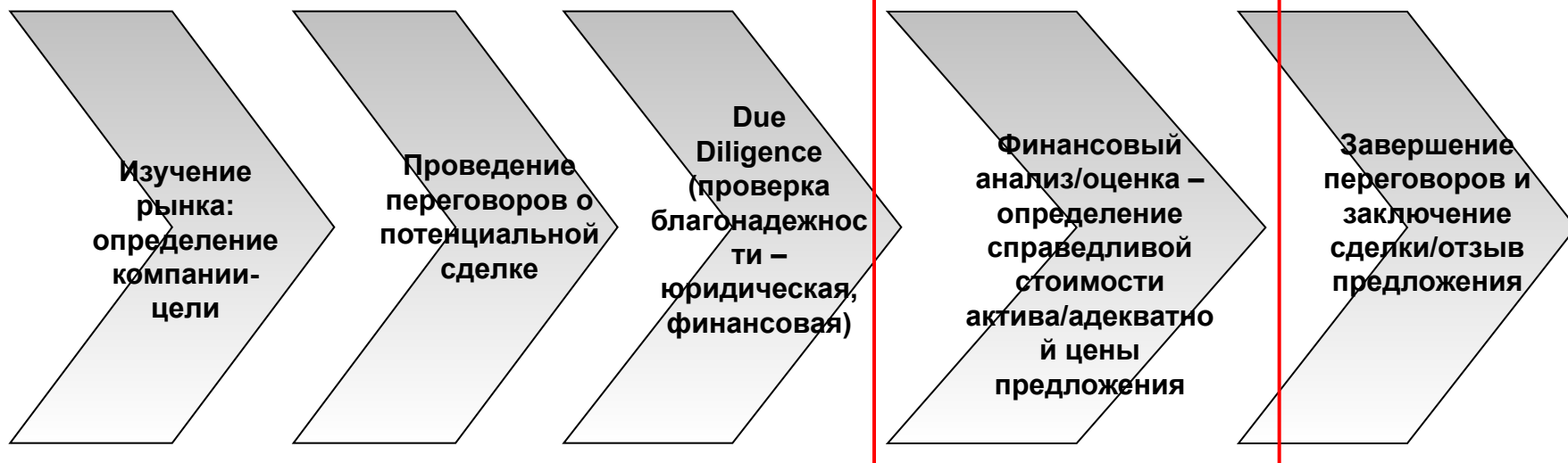
Департамент корпоративной практики

Алматы, Май 2011

www.olympex.kz

- 1. Этап M&A сделки – определение стоимости актива**
- 2. Что оценивать при определении стоимости активов – прибыль или денежные потоки?**
- 3. Чистая текущая стоимость и дисконтирование (NPV-анализ)**
- 4. Выбор ставки дисконтирования**
- 5. Результаты финансовой оценки - как применять на практике?**

Этапы М&А сделок



2. Что оценивать – прибыль или денежные потоки?



- ✓ Прибыль может находиться под огромным влиянием методов бухгалтерского учета, используемых компанией-целью
- ✓ Возможны различные бухгалтерские манипуляции, меняющих учетную прибыль, но не экономическое значение
- ✓ Используя различные методы бухгалтерского учета, две компании, идентичные в иных отношениях, могут сильно различаться в значениях прибыли
- ✓ Отчетная прибыль показывает ограниченную картину способности компании генерировать денежные средства
- ✓ **РЕЗУЛЬТАТ:** Свободный денежный поток считается более надежной мерой стоимости целевой компании для потенциального покупателя
- ✓ **ВОПРОС:** КАК ОЦЕНИВАТЬ ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ?

3.1. Чистая текущая стоимость и дисконтирование (NPV-анализ)

- ✓ **NPV-анализ** – методология, используемая в процессе принятия бизнес-решений по бюджетированию будущих капиталовложений, когда компания инвестирует определенные суммы капитала в проект, который будет генерировать чистые денежные потоки в будущем



- ✓ **Основной принцип:** на следующий год доллар стоит меньше, чем в этом году (поскольку доллар может быть инвестирован (%) и в течение года принести прибыль)
- ✓ **Иными словами:** будущая сумма денег, инвестированная по процентной ставке R в течение n периодов времени, будет расти следующим образом:

$$FV = PV * (1 + R)^n$$

где:

FV - будущая стоимость;

PV - текущая стоимость;

R - ставка инвестирования;

n - число периодов.

- ✓ **Таким образом:** если мы захотим определить, сколько стоит **сегодня** некоторая будущая стоимость, то можно преобразовать формулу, указанную выше, в:

$$PV = FV / (1 + R)^n$$

3.2. Чистая текущая стоимость и дисконтирование (NPV-анализ)

- ✓ **Дисконтирование:** процесс, позволяющий определить сегодняшнюю стоимость некоторого количества денег в будущем. Это метод может применяться не только к отдельной сумме денег в будущем, но также и к потоку доходов, производимых в различные периоды времени:

$$PV = FV_1/(1 + R)^1 + FV_2/(1 + R)^2 + \dots + FV_n/(1 + R)^n$$



- ✓ **Чистая текущая стоимость:** совокупная сумма дисконтированных денежных потоков, произведенных в рассматриваемый период времени, за вычетом начальной стоимости капиталовложения/инвестирования

$$NPV = -P_a + FCF_1/(1 + R)^1 + FCF_2/(1 + R)^2 + \dots + FCF_n/(1 + R)^n$$

где:

P_a – цена приобретения/стоимость капиталовложения в год 0;

FCF – свободные денежные потоки, произведенные в период i ;

R - ставка дисконтирования;

n - число периодов, в течение которых, приобретенная компания будет создавать денежные потоки.

4. Выбор ставки дисконтирования

- ✓ **Ставка дисконтирования:** ожидаемая инвестором ставка доходности от капиталовложения/инвестирования в проект, покрывающая премию за риск, который готов нести инвестор:

$$(1 + R) = (1 + R_f) * (1 + R_p)$$

Где ставка дисконтирования (R) состоит из двух компонентов:

- безрисковая ставка (R_f), определяемая согласно ставке государственных ценных бумаг (например: казначейские векселя или облигации США);
- ставка ожидаемого дохода (R_p) за риски, который несёт инвестор (премия за риск).
- ✓ **Факт:** нет какой-либо установленной универсальной ставки дисконтирования; в каждом конкретном случае финансовой оценки ставка дисконтирования устанавливается самостоятельно в зависимости уровня рискованности проекта/актива
- ✓ **Принцип:** чем рискованнее вариант инвестирования, тем выше ставка дисконтирования, и обратно
- ✓ **Результат:** чем выше ставка дисконтирования, тем ниже текущая стоимость прогнозируемых денежных потоков, и обратно

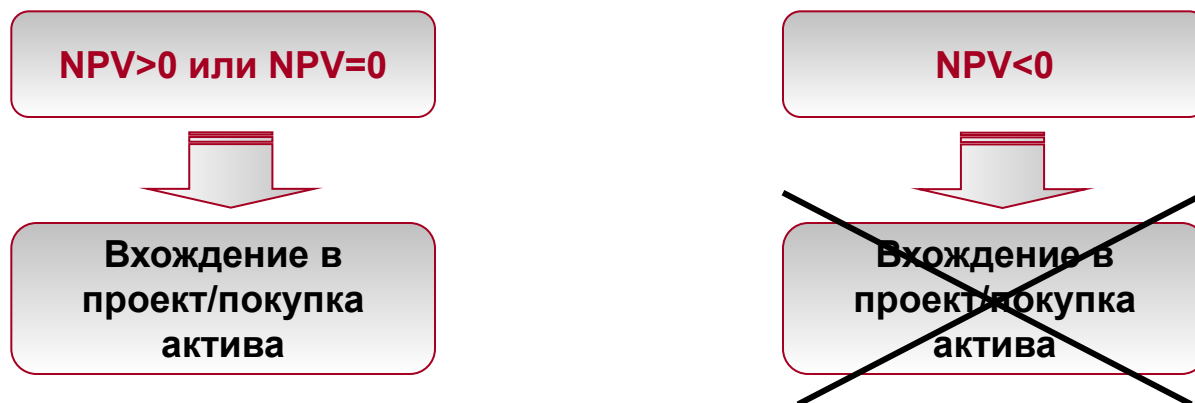
$$R \uparrow \Rightarrow NPV \downarrow$$

$$R \downarrow \Rightarrow NPV \uparrow$$

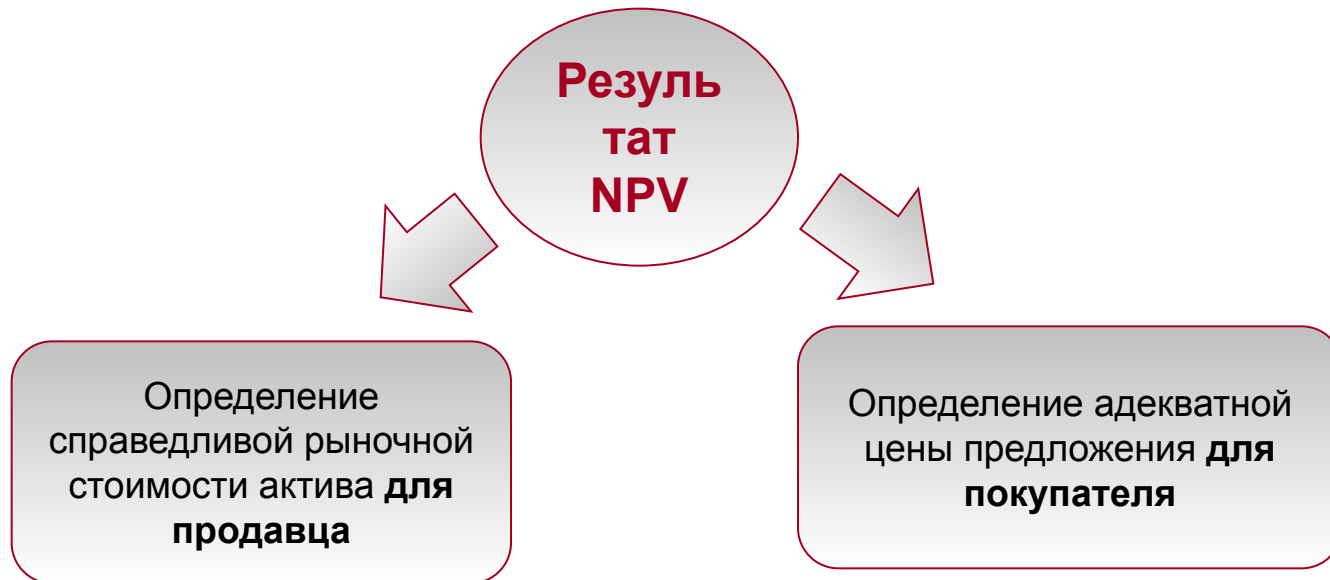
- ✓ **На практике:** ставка дисконтирования от 10% до 15%
- ✓ **Дополнительная функция:** вычисление ставки дисконтирование помогает определить показатель рентабельности **IRR** - внутреннюю ставку доходности

$$R = IRR \Rightarrow NPV = 0$$

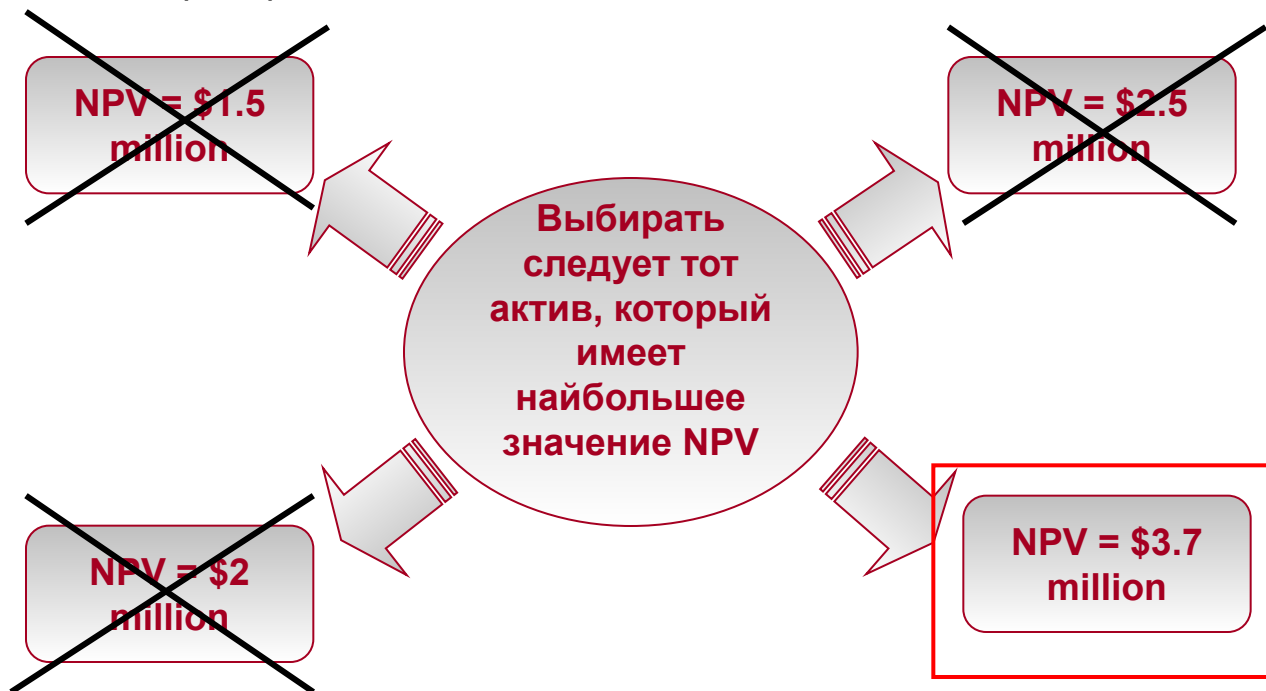
- ✓ **Главный принцип NPV-анализа:** проект/актив является рентабельным/прибыльным, если $NPV > 0$ или $NPV = 0$



- ✓ **Результат NPV для M&A сделок:** является надежным методом оценки денежного потока, генерируемого проектом/активом



- ✓ **Результат NPV для M&A сделок:** служит надежным индикатором для проведения сравнительного анализа стоимости активов, рассматриваемых для поглощения/приобретения





OLYMPREX

A D V I S E R S

СПАСИБО ЗА ВНИМАНИЕ!

Республика Казахстан, г.Астана,
ул. Алматы, 1, БЦ «Асылтау», 9-й этаж
Тел.: +7/7172/ 701-900, 701-901
Факс: +7/7172/ 701-904
Kuanysh.sarsenbayev@olympex.kz

www.olympex.kz