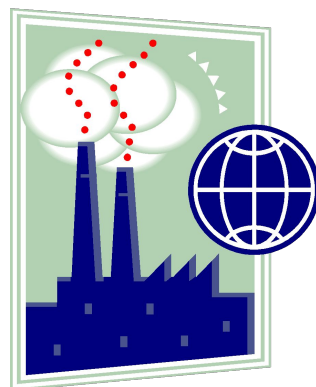


Основные методики оценки закрытых компаний



Подходы к оценке компаний

- Затратный (анализируются активы и обязательства);
- Доходный (анализируется доходность компании);
- Сравнительный (анализируются показатели в сравнении с аналогами).

Затратный подход

- Метод чистых активов (метод накопления активов);
- Метод ликвидационной стоимости;
- Метод замещения.

Доходный подход

- Метод капитализации денежного потока;
- Метод дисконтированных денежных потоков (ДДП)

Сравнительный подход

- Метод рынка капитала;
- Метод сделок;
- Метод отраслевых коэффициентов.

Факторы выбора подхода

- Тип бизнеса и история предприятия с момента его основания
- Экономические перспективы в целом, а так же условия и перспективы развития данной отрасли в особенности
- Этап жизненного цикла компании (начало рост зрелость спад)
- Балансовая стоимость акционерного капитала и финансовые условия бизнеса
- Доходоприносящий потенциал компании
- Способность компании выплачивать дивиденды
- Наличие котировок акций данной компании или компаний, сходных с оцениваемой
- Мажоритарная или миноритарная доля подлежит оценке
- Открытая или закрытая компания подлежит оценке
- Малая или крупная компания подлежит оценке

Затратный подход – Метод чистых активов

- Компания владеет значительными материальными активами, а нематериальные активы незначительны;
- Труд добавляет небольшую добавленную стоимость продуктам или компании;
- Финансовый баланс отражает все материальные активы компании; то есть компания не реализовала какие-либо материальные активы, которые продолжали бы приносить ей доходы;
- Предполагается, что компания будет оставаться действующим предприятием;
- Компания не имела в прошлом устойчивых доходов или имела неустойчивые соотношения прибыль/поток денежных средств;
- Значительная часть компании составлена из ликвидных активов или иных инвестиций (обращающиеся на рынке ценные бумаги, вложения в недвижимость, в разработку недр и т.д.);
- Бизнес сильно зависит от конкурентных контрактных предложений, и нет устойчивого, предсказуемого рынка сбыта;
- Относительно легко начать бизнес в той отрасли, к которой относится данная компания (например, небольшие механические мастерские или розничные магазины).

Метод чистых активов

Суть метода накопления активов заключается в расчете собственного капитала компании по формуле:

$$СК = \text{Активы} - \text{Обязательства} \quad (1)$$

Для использования данного метода в российских условиях используют приказ Минфина России от 28.08.2014 N 84н (ред. от 21.02.2018) "Об утверждении Порядка определения стоимости чистых активов".

Расчет чистых активов

«... Под стоимостью чистых активов акционерного общества понимается величина, определяемая путем вычитания из суммы активов акционерного общества, принимаемых к расчету, суммы его пассивов, принимаемых к расчету...»

Алгоритм метода откорректированных чистых активов

1. Составление аналитического баланса компании на дату оценки или возможно близкую к ней дату.
2. Разукрупнение баланса до отдельных активов и обязательств или их групп (в зависимости от размера компании)
3. Определение рыночной стоимости активов по каждой группе.
4. Корректировка стоимости обязательств.
5. Определение стоимости собственного капитала компании как разницы между рыночной стоимостью активов и обязательств.

Корректировка активов и их оценка. Нематериальные активы

Признаки нематериальных активов:

- а) отсутствие материально - вещественной (физической) структуры;
- б) возможность идентификации (выделения, отделения) организацией от другого имущества;
- в) использование в производстве продукции, при выполнении работ или оказании услуг либо для управленческих нужд организации;
- г) использование в течение длительного времени, т.е. срока полезного использования, продолжительностью свыше 12 месяцев или обычного операционного цикла, если он превышает 12 месяцев;
- д) организацией не предполагается последующая перепродажа данного имущества;
- е) способность приносить организации экономические выгоды (доход) в будущем;
- ж) наличие надлежаще оформленных документов, подтверждающих существование самого актива и исключительного права у организации на результаты интеллектуальной деятельности (патенты, свидетельства, другие охранные документы, договор уступки (приобретения) патента, товарного знака и т.п.).

Корректировка активов и их оценка. Нематериальные активы

- При оценке НМА необходимо получить перечень НМА. Проверить соблюдение ПБУ 14/2000;
- Выявить и проклассифицировать НМА;
- Определить рыночную стоимость НМА согласно методике МОИ;
- Оставшиеся неоцененные НМА можно оценить используя теорию «большого котла».

Корректировка активов и их оценка. Основные средства и незавершенное строительство

- Идентификация активов
- Сбор информации об основных характеристиках
- Определение рыночной стоимости

Примечание. При определении рыночной стоимости недвижимости следует обратить внимание на оценку земельного участка, хотя на балансе земля, как правило, не стоит.

Корректировка активов и их оценка. Долгосрочные финансовые вложения

Для вложений в другие компании

- Сбор и анализ информации о компаниях-вложениях
- Оценка вложений

Для долгосрочных займов другим компаниям

- Оценка в зависимости от соотношения процента, под который предоставлен займ, и внутренних показателей рентабельности оцениваемой компании

ОЦЕНКА ЗАЙМОВ

- Если займ гасится шаровым платежом вместе с процентами:

$$C_{\text{рын}} = C_{\text{бал}} * \left(\frac{(1 + i_1)^n}{(1 + i_2)^n} \right)$$

- Если в течение срока займа выплачиваются только проценты, а основная сумма гасится в конце срока заимствования:

$$C_{\text{рын}} = C_{\text{бал}} * \left(\frac{i_1}{i_2} * \left(1 - \frac{1}{(1 + i_2)^n} \right) + \frac{1}{(1 + i_2)^n} \right)$$

- Если погашение займа идет регулярными платежами.

$$C_{\text{рын}} = \sum_{k=1}^n \left(CF_k * \frac{1}{(1 + i_2)^k} \right)$$

Корректировка активов и их оценка.

Запасы: структура

- Сырье, материалы и другие аналогичные ценности
- Животные на выращивании и откорме (счет №11)
- Затраты в незавершенном производстве, издержках обращения
- Готовая продукция и товары для перепродажи
- Товары отгруженные (счет №45)
- Расходы будущих периодов
- Прочие запасы и затраты

Корректировка активов и их оценка. Запасы

- Анализ запасов
- Выявление «неликвидных», «просроченных»
- Корректировка на «удаление» вышеупомянутых
- Корректировка оставшихся запасов в зависимости от срока их оборачиваемости

Корректировка активов и их оценка. Дебиторская задолженность

- Анализ дебиторов
- Корректировка на «безнадежную»
- Корректировка ДЗ по срокам погашения.

Информация, которую желательно собрать о дебиторах

- Наименование дебитора
- Сумма задолженности, существующая на момент оценки
- Дата возникновения задолженности
- Дата ожидаемого погашения задолженности в соответствии с договором
- Кредитная история (все эти данные плюс дата реального погашения задолженности по ранее существовавшим договорам)

СРЕДНЕВЗВЕШЕННЫЙ СРОК ОБОРАЧИВАЕМОСТИ ДЕБИТОРСКОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ

- Расчет срока оборачиваемости дебиторской задолженности для конкретного дебитора:

$$\text{Срок оборачиваемости ДЗ} = \frac{\sum \text{ДЗ}_k * t_k}{В}$$

- $\sum \text{ДЗ}_k$ – сумма дебиторской задолженности дебитора
- t_k – срок существования этой задолженности
- В – выручка (все поступления от дебитора за анализируемый период)

Корректировка активов и их оценка. Краткосрочные финансовые вложения

- Как правило, не корректируются
- В ряде случаев необходимо провести анализ и ввести корректировку на «сомнительные» активы при вложениях в другие компании
- Краткосрочные займы, предоставленные другим компаниям, корректируются аналогично долгосрочным

Корректировка активов и их оценка. Денежные средства

- Денежные средства не корректируются

Корректировка пассивов и их оценка

Обязательства, принимаемые к расчету в рамках метода чистых активов, как правило, не корректируются. Однако есть некоторые **ИСКЛЮЧЕНИЯ**.

- Для кредитов следует ввести повышающую корректировку на просроченные платежи, если таковые существуют
- Для краткосрочной кредиторской задолженности по строкам «Поставщики и подрядчики», «Платежи в бюджет», «Платежи во внебюджетные фонды» следует ввести повышающую корректировку на пени и штрафы, если они существуют
- Для краткосрочной кредиторской задолженности по строке «авансы полученные» возможно внесение понижающей корректировки на величину рентабельности по выручке

Доходный подход - Метод ДДП

- Отношение прибыли к потоку денежных средств существенно оказывается на стоимости компании.
- Текущие уровни потока денежных средств может быть определен достаточно достоверно.
- Будущий чистый поток денежных средств компании может быть определен достаточно достоверно.
- Чистый поток денежных средств в последний год прогнозного периода, как ожидается будет положительным.
- Чистый поток денежных средств в течение прогнозируемого периода, как ожидается не будет отрицательным.
- При оценке контрольной доли капитала, доходы владельца могут быть оценены с достаточной долей определенностью (такие доходы включают компенсации, случайные доходы, личные расходы за счет компании).
- Компания только приступает к бизнесу.
- Компания является потенциальным приобретением.

Метод ДДП учитывает:

- Размеры потоков доходов, которые владелец активов рассчитывает получить в будущем.
- Сроки получения доходов.
- Риск для владельца активов, связанный с получением доходов.

Экономическое содержание метода - стоимость компании равна текущей стоимости будущих доходов.

Модель метода ДДП

$$NPV = \sum_{i=1}^N \frac{CF_i}{(1+r)^{i-0.5}} + \frac{RV}{(1+r)^N}, \text{ где}$$

NPV – чистая приведённая стоимость ,

CF_i - денежный поток i -ого прогнозного года,

r – ставка дисконтирования,

RV – величина реверсии,

N – продолжительность прогнозного периода (в годах).

Алгоритм работы по методу дисконтирования потоков денежных средств

1. Проведение финансового анализа;
2. Определение длительности и шага прогнозного периода;
3. Выбор вида и метода расчета денежного потока ;
4. Анализ валовых доходов и составление их прогнозов;
5. Анализ и прогноз издержек;
6. Инвестиционный анализ и составление прогноза
капитальных вложений
изменения СОК
изменения долгосрочной задолженности,
7. Расчет денежного потока для каждого года прогнозного периода и постпрогнозного денежного потока.
8. Выбор и расчет ставки дисконта;
9. Определение остаточной стоимости бизнеса (реверсии);
10. Определение PV будущих потоков и реверсии, а также их суммарного значения.
11. Внесение заключительных корректировок;
12. Проверка и определение стоимости объекта оценки.

Проведение финансового анализа

- Оценка ликвидности , платежеспособности,
- Оценка финансовой устойчивости (тип и относительные показатели устойчивости)
- Оценка деловой активности (СОК и оборачиваемость)
- Оценка рентабельности (прибыль и относительные показатели рентабельности)
- Выявление и идентификация избыточных нефункционирующих активов

Определение длительности и шага прогнозного периода

- Последний год прогнозного периода - точка, после которой доходы, по заключению эксперта, будут стабильны

Для каждого случая этот период свой.

Прогнозный период = «Горизонт расчета»

- "шаг" - 1 год, полугодие, квартал

Если предприятие подвержено сезонным колебаниям, то шагом может быть месяц, квартал, полугодие (для расчета берутся данные промежуточной бухгалтерской отчетности)

Выбор вида денежного потока

Виды денежных потоков:

- Долговой денежный поток (ДП для собственного капитала).
- Бездолговой (ДП для всего инвестированного капитала).
- Номинальный - включает воздействие инфляции на выручку и затраты.
- Реальный – очищенный от инфляционного воздействия.
- Доналоговый (до налогообложения) - используется балансовая прибыль.
- Чистый (после налогообложения) - используется чистая прибыль.

ВИДЫ ПРИБЫЛИ, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ ДЛЯ ПОСТРОЕНИЯ ДП

- ЧП – чистая прибыль (используется в основном в российской отчетности)
- БП – балансовая, или доналоговая прибыль
- EBIT – Earn Before Interest and Taxes – прибыль до выплаты налогов и процентов, используется в западной отчетности (МСФО). По отечественной отчетности может быть рассчитана суммированием БП и отраженных в себестоимости процентов уплаченных
- EBITDA – Earn Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization – прибыль до выплаты налогов, процентов, износа и амортизации. Может быть рассчитана как EBIT + амортизация.

Прямой метод расчета денежного потока на собственный капитал

$$CF_{\text{общий}} = CF_{\text{опер.}} + CF_{\text{инв.}} + CF_{\text{фин.}}$$

$CF_{\text{общий}}$	Итоговый денежный поток
$CF_{\text{опер.}}$	Денежный поток от операционной деятельности
$CF_{\text{инв.}}$	Денежный поток от инвестиционной деятельности
$CF_{\text{фин.}}$	Денежный поток от финансовой деятельности

Денежный поток для собственного капитала (косвенный метод)

+	Прибыль
+	Амортизация
-	Капиталовложения
-	Прирост СОК
+	Уменьшение СОК
+	Увеличение долгосрочной задолженности
-	Сокращение долгосрочной задолженности
=	Денежный поток для собственного капитала

Прямой метод расчета денежного потока на инвестированный капитал

$$CF_{\text{общий}} = CF_{\text{опер.}} + CF_{\text{инв.}}$$

$CF_{\text{общий}}$	Итоговый денежный поток
$CF_{\text{опер.}}$	Денежный поток от операционной деятельности
$CF_{\text{инв.}}$	Денежный поток от инвестиционной деятельности

Денежный поток для инвестированного капитала (косвенный метод)

+	Прибыль + процентные выплаты
+	Амортизация
-	Капиталовложения
-	Прирост СОК
+	Уменьшение СОК
=	Денежный поток для инвестированного капитала

Пример 1.1 расчета денежного потока для собственного капитала

Актив	На начало отчетного года	На конец отчетного года
Основные средства	2000	1880
Запасы	230	280
Дебиторская задолженность (в течении 12 месяцев)	500	530
Денежные средства	400	400

Пассив	На начало отчетного года	На конец отчетного года
Собственный капитал	1230	1230
Долгосрочные обязательства	1500	1400
Кредиторская задолженность	400	460

Рассчитать чистый CF для собственного капитала.

- Чистая прибыль – 500 (ф.№2)
- Выбытия и ввода основных средств не происходило.

Пример 1.2 расчета денежного потока для инвестированного капитала

Актив	На начало отчетного года	На конец отчетного года
Основные средства	2000	1880
Запасы	230	280
Дебиторская задолженность (в течении 12 месяцев)	500	530
Денежные средства	400	400

Пассив	На начало отчетного года	На конец отчетного года
Собственный капитал	1230	1230
Долгосрочные обязательства	1500	1400
Кредиторская задолженность	400	460

Рассчитать чистый CF для инвестированного капитала.

- Чистая прибыль – 500 (ф.№2), налог на прибыль 20%
- Выбытия и ввода основных средств не происходило.
- В качестве процентных выплат было уплачено в составе себестоимости 150

Пример 1.3 расчета денежного потока для инвестированного капитала

Актив	На начало отчетного года	На конец отчетного года
Основные средства	2000	1880
Запасы	230	280
Дебиторская задолженность (в течении 12 месяцев)	500	530
Денежные средства	400	400

Пассив	На начало отчетного года	На конец отчетного года
Собственный капитал	1230	1230
Долгосрочные обязательства	1500	1400
Кредиторская задолженность	400	460

Рассчитать доналоговый CF для инвестированного капитала.

- Чистая прибыль – 500 (ф.№2), налог на прибыль 20%
- Выбытия и ввода основных средств не происходило.
- В качестве процентных выплат было уплачено в составе себестоимости 150

Пример 2.1 расчета денежного потока для собственного капитала

Актив	На начало отчетного года	На конец отчетного года
Основные средства	1470	1400
Незавершенное строительство		100
Запасы	600	570
Дебиторская задолженность	300	350
Денежные средства	220	220

Пассив	На начало отчетного года	На конец отчетного года
Собственный капитал	1400	1500
Долгосрочные обязательства	590	600
Кредиторская задолженность	540	540

- Рассчитать чистый CF для собственного капитала.
- Чистая прибыль – 500 (ф.№2)
- Выбытия и ввода основных средств не происходило.

Пример 2.2 расчета денежного потока для инвестированного капитала

Актив	На начало отчетного года	На конец отчетного года
Основные средства	1470	1400
Незавершенное строительство		100
Запасы	600	570
Дебиторская задолженность	300	350
Денежные средства	220	220

Пассив	На начало отчетного года	На конец отчетного года
Собственный капитал	1460	1500
Долгосрочные обязательства	590	600
Кредиторская задолженность	540	540

- Рассчитать доналоговый CF для инвестированного капитала.
- Чистая прибыль – 500 (ф.№2), налог на прибыль 20%
- Выбытия и ввода основных средств не происходило.
- Процентные выплаты по кредиту в составе себестоимости составили 70.

Анализ валовых доходов и составление их прогнозов

Анализ и прогноз выручки требует детального рассмотрения следующих фактов:

- номенклатура;
- объем производства и цены на продукцию;
- Соотношение экспортной продукции и продукции, реализуемой на внутреннем рынке;
- производственной мощности предприятия;
- перспективы капитальных вложений;
- общая ситуация в экономике, определяющая перспективы спроса;
- ситуация в отрасли с учетом существующего уровня конкуренции;
- доля предприятия на рынке;

Прогноз валовой выручки должен быть логически совместим с ретроспективными показателями фирмы и отрасли в целом.

Анализ и прогноз издержек

Анализ и прогноз расходов требует детального рассмотрения следующих фактов:

- Изучить соотношение постоянных и переменных издержек;
- Оценить инфляционные ожидания по каждой категории издержек;
- Исключить чрезвычайные и единовременные статьи расходов;
- При прогнозировании амортизационных отчислений должны учитываться будущий прирост и выбытие активов.

В целях обоснованности прогнозов, полученные значения сравниваются с соответствующими показателями компаний-конкурентов или среднеотраслевыми показателями.

Инвестиционный анализ

Инвестиционный анализ включает три направления:

- **I. Прогноз капитальных вложений** с целью замены активов предприятия по мере их износа, а также приобретения и строительства новых активов для расширения производственных мощностей в будущем.

- **II. Прогноз изменения СОК.**

$\Delta = \text{СОК}_0 * (d_1 - d_0)$; где

d_1 – расчетная выручка последнего года,

d_0 – расчетная выручка предыдущего года,

СОК_0 – средняя доля СОК в выручке предыдущего года (фактические или среднеотраслевые).

- **III. Прогноз изменения долгосрочной задолженности.** При этом прогнозировании необходимо знать:
 - какая часть долга погашается в прогнозном периоде;
 - сумма новых займов и кредитов, необходимых предприятию для осуществления финансирования инвестиционных и производственных программ.

Расчет ставки дисконтирования

Ставка дисконта – процентная ставка для пересчета будущих денежных потоков к текущей стоимости, которая и является базой для определения стоимости бизнеса.

В экономическом смысле, в роли ставки дисконта, выступает требуемая инвестором ставка дохода на капитал вложенный в объекты инвестирования, сопоставимые с оцениваемым, по уровню риска на дату оценки.

Необходимо учитывать:

- Наличие у различных предприятий различных источников капитала;
- Необходимость учета стоимости денег во времени;
- Фактор риска. Риск отражает неопределенность получения в будущем ожидаемых доходов.

Расчет ставки дисконтирования

- Существуют различные методики расчета ставки дисконта, из них наиболее распространенными являются следующие:

ДП для собственного капитала (долговой)

- Метод кумулятивного построения.
- Модель оценки капитальных активов (CAPM)

ДП для всего инвестированного капитала (бездолговой)

- Модель средневзвешенной цены капитала (WACC)

Метод кумулятивного построения

$$R = R_f + \sum_{i=1}^n R_i$$

где

- R – требуемая норма дохода;
- R_f – безрисковая ставка;
- R_i – поправки на дополнительные риски.

Поправки на дополнительные риски

- Размер предприятия.
- Риск финансовой структуры
- Риск диверсификации клиентуры
- Риск производственной и территориальной диверсификации.
- Риск рентабельности и прогнозируемости доходов.
- Риск менеджмента (или качества управления)
- Прочие особые риски

Классификация инвестиционных рисков

- Объединяя различные финансовые инструменты в портфель, инвестор стремится максимально диверсифицировать риск, то есть избежать одновременного изменения доходности каждого инструмента в одном и том же направлении.
- Та часть рыночного риска, которая поддается такой диверсификации, называется **несистематическим** или **диверсифицируемым** риском. Величина рыночного риска, не поддающаяся диверсификации, называется **систематическим (недиверсифицируемым)** риском, он определяется не спецификой отдельных бумаг, обращающихся на рынке, а общими тенденциями, характерными для рынка в целом: общим ростом или понижением деловой активности. Чем меньше бумаг в портфеле, тем выше величина несистематического риска, которая может быть снижена путем диверсификации портфеля, то есть путем помещения в него все большего числа различных финансовых активов. Диверсификация инвестиционного портфеля является наиболее очевидным и простым способом минимизации риска.

Модель CAPM

$$R = R_f + \beta (R_m - R_f),$$

Где R – требуемая норма дохода на собственный капитал;
 R_f – норма дохода по безрисковым вложениям;
 R_m – среднерыночная норма доходности;
 $(R_m - R_f)$ – рыночная премия;
 β - коэффициент бета.

Модель CAPM

- Основная посылка модели заключается в том, что инвестор не приемлет риск и готов идти на него только в том случае, если это сулит дополнительную выгоду, то есть повышенную норму отдачи на вложенный капитал по сравнению с безрисковым вложением. Разработчик данной модели У. Шарп выделил две составляющие общего риска любого актива:
 - специфический риск корпорации (риск эмитента), т.е. диверсифицируемый (несистематический) риск;
 - недиверсифицируемый (систематический) риск.

Коэффициент β

Чувствительность ценной бумаги по отношению к движению рынка в целом и измеряется коэффициентом бета.

- β (бета) показывает уровень изменчивости актива (например, ценной бумаги) по отношению к рыночному портфелю (усредненному активу). Статистически β акции j можно определить как:

$$\beta = \delta_{jm} / \delta_m^2, \text{ где}$$

- δ_{jm} - ковариация между доходностью акции j и рыночной доходностью, определяемой по динамике рыночного индекса (индекса фондового рынка, на котором котируется данная акция);
- δ_m^2 - дисперсия рыночной доходности.

Таким образом, β - коэффициент есть наклон линии, отражающей зависимость доходности акции от доходности рынка.

Коэффициент β

Средний коэффициент β для всех компаний равен 1.

Это значит, что систематический риск вложений в данную компанию равен среднерыночному и колебания доходности акций компании полностью совпадают с колебаниями рынка в целом.

- Если у какой-либо компании $\beta > 1$, значит данная компания более рискованна для вложений, чем средняя компания на фондовом рынке. Например, доходность компании с $\beta = 1.5$ будет изменяться на 50% быстрее доходности фондового рынка. В случае роста доходности акции на фондовом рынке на 10%, акции данной компании увеличат доходность на 15% и наоборот.
- Если $\beta < 1$, компания имеет меньший риск, чем средняя компания на фондовом рынке, и меньшую доходность.

Коэффициент β

- Бета-коэффициент – это показатель, рассчитываемый для ценной бумаги или портфеля ценных бумаг. Является мерой систематического рыночного риска, отражая изменчивость доходности ценной бумаги (портфеля) по отношению к доходности портфеля (рынка) в среднем (среднерыночного портфеля).
- Если значение бета-коэффициента больше единицы, это означает, что изменчивость доходности инвестиции в конкретную акцию выше, чем доходности инвестиций в рыночный портфель или один из фондовых индексов. Такие акции называют агрессивными.
- Если значение бета-коэффициента формируется на уровне от 0 до 1, это означает, что изменчивость доходности инвестиций в конкретную акцию ниже, чем доходности инвестиций в рыночный портфель или один из фондовых индексов. Такую акцию называют оборонительной.
- Если значение бета-коэффициента равно 0, это означает, что изменчивость доходности инвестиций в конкретную акцию практически не зависит от изменчивости доходности рыночного портфеля или фондового индекса.
- Значение бета-коэффициента меньше нуля отражает отрицательную корреляцию между сравниваемыми объектами. Например, рост акции будет сопровождаться снижением фондового индекса и наоборот. Интерпретация конкретных значений бета-коэффициента аналогична приведенной выше, за исключением наличия отрицательной корреляции.

Коэффициент β

- Бета-коэффициент – это показатель, рассчитываемый для ценной бумаги или портфеля ценных бумаг. Является мерой систематического рыночного риска, отражая изменчивость доходности ценной бумаги (портфеля) по отношению к доходности портфеля (рынка) в среднем (среднерыночного портфеля).
- Если значение бета-коэффициента больше единицы, это означает, что изменчивость доходности инвестиции в конкретную акцию выше, чем доходности инвестиций в рыночный портфель или один из фондовых индексов. Такие акции называют агрессивными.
- Если значение бета-коэффициента формируется на уровне от 0 до 1, это означает, что изменчивость доходности инвестиций в конкретную акцию ниже, чем доходности инвестиций в рыночный портфель или один из фондовых индексов. Такую акцию называют оборонительной.
- Если значение бета-коэффициента равно 0, это означает, что изменчивость доходности инвестиций в конкретную акцию практически не зависит от изменчивости доходности рыночного портфеля или фондового индекса.
- Значение бета-коэффициента меньше нуля отражает отрицательную корреляцию между сравниваемыми объектами. Например, рост акции будет сопровождаться снижением фондового индекса и наоборот. Интерпретация конкретных значений бета-коэффициента аналогична приведенной выше, за исключением наличия отрицательной корреляции.

Коэффициент β

Например, если значение коэффициента бета $\beta = -1,7$, то это означает следующее:

- в изменениях доходностей акций портфеля и доходностей рыночного портфеля преобладают обратные тенденции;
- сформированный портфель является более рискованным, чем рынок в целом, поскольку колебания стоимости портфеля больше колебаний рынка.

Пример расчета β

Рассчитать ставку дисконтирования по модели CAPM с использованием следующих данных:

- Безрисковая ставка – 10%
- Средняя рыночная ставка – 16%
- Динамика изменения доходности по фондовому рынку в целом и по акциям объекта оценки за полгода представлена в таблице

Месяц	Доходность по акциям компании	Среднерыночная доходность
Январь	0,05	0,03
Февраль	0,09	0,05
Март	0,07	0,04
Апрель	0,01	0,02
Май	-0,03	-0,01
Июнь	0,02	0,01

Пример расчета β

- Коэффициент β рассчитывается как отношение ковариации показателей доходности оцениваемой компании и среднерыночной доходности к дисперсии показателей среднерыночной доходности. С математической точки зрения он может быть рассчитан по формуле, используемой для расчета коэффициента b линейной регрессии в рамках метода наименьших квадратов. В качестве x следует принять значения среднерыночной доходности, в качестве y – значения доходности оцениваемой компании.

Пример расчета β

- Согласно метода наименьших квадратов параметр b линейной регрессии ($y = a + bx$) рассчитывается по следующей формуле:

$$\frac{\sum (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sum (x_i - \bar{x})^2}$$

- Таким образом, коэффициент β для нашего примера составит 1,97,
А ставка дисконтирования составит

$$R = 10 + 1,97 \times (16 - 10) = 21,82$$

Коэффициент β для этого примера больше единицы, следовательно, риски вложения в компанию выше среднерыночных. Соответственно, выше требуемая инвестором норма доходности и ставка дисконтирования.

Рычаговая и безрычаговая β

- Так как коэффициент β рассчитывается, как правило, по данным отрасли, на его значение оказывает влияние средняя по отрасли структура капитала. Для того, чтобы очистить коэффициент от этого влияния, рассчитывается так называемая безрычаговая β , т.е. деленая на средний по отрасли коэффициент финансового рычага:

$$\beta_{\text{unlevered}} = \beta_{\text{levered}} / (1 + D/E * (1 - Y_N)), \text{ где}$$

$\beta_{\text{unlevered}}$ – безрычаговая бета

β_{levered} – рычаговая бета

D/E – среднее по отрасли соотношение заемных и собственных средств

Y_N – ставка налога на прибыль для отрасли

Рычаговая и безрычаговая β

- Если необходимо рассчитать коэффициент β для конкретного предприятия, используется безрычаговая β , для которой производится обратная операция:

$$\beta_{\text{comp}} = \beta_{\text{unleveled}} * (1 + D/E * (1 - Y_N)), \text{ где}$$

β_{comp} – бета оцениваемой компании

$\beta_{\text{unleveled}}$ – безрычаговая бета для отрасли

D/E – соотношение заемных и собственных средств для оцениваемой компании

Y_N – ставка налога на прибыль для предприятия

Модифицированная модель CAPM

Если модель CAPM используется для построения ставки дисконтирования для закрытой компании, к ней добавляется еще учет дополнительных рисков:

$$R = R_f + \beta (R_m - R_f) + s_1 + s_2 + s_3$$

Где R – требуемая норма дохода на собственный капитал;

R_f – норма дохода по безрисковым вложениям;

R_m – среднерыночная норма доходности;

$(R_m - R_f)$ – рыночная премия;

β - коэффициент бета (с учетом корректировок на финансовый рычаг);

s_1 - страновой риск;

s_2 - рыночная премия за малую капитализацию;

s_3 - премия за специфические риски вложения в оцениваемую компанию.

Средневзвешенная цена капитала (WACC)

$$WACC = \sum_{i=1}^n d_i c_i$$

где

- WACC - требуемая норма доходности на инвестируемый капитал;
- d_i - доля i -го источника в капитале;
- c_i - цена i -го источника.

Алгоритм расчета WACC

1. Определяем, какие источники входят в состав инвестированного капитала (ИК).
2. Делим сумму по каждому источнику на общую сумму ИК, определяя таким образом структуру ИК.
3. Выясняем цену каждого источника капитала:
 - a) Ценой акционерного капитала (обыкновенные акции) является норма доходности, рассчитанная по моделям CAPM или кумулятивного построения.
 - b) Ценой привилегированных акций является доходность этих акций, определенная по анализу фондового рынка.
 - c) Ценой кредитных средств является ставка по кредиту, скорректированная на налоговый щит.
 - d) Ценой облигаций является их доходность на фондовом рынке, или, если они не котируются, доходность, объявленная эмитентом.
4. Цену каждого источника капитала следует умножить на долю этого источника в ИК. В результате получают взвешенные цены всех источников.
5. Взвешенные цены всех источников необходимо сложить. Результатом сложения является величина средневзвешенной цены капитала (WACC).

Формула Фишера

• Если прогнозируются реальные денежные потоки, ставка дисконтирования, рассчитанная выше для номинальных потоков, корректируется по следующей формуле:

$$R_{\text{реальн.}} = \frac{R_{\text{номин.}} - i}{1 + i},$$

где i – среднегодовые темпы инфляции

Формула Фишера

Если прогнозируются реальные денежные потоки, ставка дисконтирования, рассчитанная выше для номинальных потоков, корректируется по следующей формуле:

$$R_{\text{реальн.}} = \frac{R_{\text{номин.}} - i}{1 + i},$$

где i – среднегодовые темпы инфляции

Паритет процентных ставок

Паритет процентных ставок (процентный паритет) — условие равновесного состояния, при котором инвесторы воспринимают банковские вклады под процент в двух разных странах как одинаково привлекательные. Нейтральные к риску инвесторы будут безразличны между банковскими вкладами в двух странах, и любая разница в доходности будет нивелирована курсом.

Паритет процентных ставок: допущения

Наличие паритета предполагает следующие допущения:

- мобильность капитала, то есть способность и готовность инвесторов обменивать отечественные активы на зарубежные;
- совершенная взаимозаменяемость активов, обеспечиваемая схожими уровнями риска и ликвидности.

Паритет процентных ставок: следствия из допущения

При этих допущениях инвесторы будут приобретать наиболее доходные активы, отечественные или зарубежные. Отсюда следует, что две категории активов должно быть в равной степени доходными. Это не означает, что инвесторы-резиденты и их зарубежные коллеги будут получать одинаковую прибыль. Однако для инвесторов по обе стороны границы внутренние и внешние инвестиции будут одинаково привлекательными.

Паритет покупательной способности

- **Паритет покупательной способности** — соотношение двух или нескольких денежных единиц, валют разных стран, устанавливаемое по их покупательной способности применительно к определённому набору товаров и услуг.
- Согласно теории о паритете покупательной способности, на одну и ту же сумму денег, пересчитанную по текущему курсу в национальные валюты, в разных странах мира можно приобрести одно и то же количество товаров и услуг при отсутствии транспортных издержек и ограничений по перевозке.

Международный эффект Фишера

Если процентный паритет устанавливается параллельно с паритетом покупательной способности, возникает отношение между ожидаемыми реальными ставками. Изменения ожидаемых реальных ставок показывают изменение ожидаемых валютных курсов. Данное условие называется паритетом реальных процентных ставок и имеет непосредственное отношение к международному эффекту Фишера:

$$(1 + I_{Real}^A) * (1 + inf^B) = (1 + I_{Real}^B) * (1 + inf^A)$$

где I_{Real}^A - реальная ставка в стране А

I_{Real}^B - реальная ставка в стране В

inf^A - темпы инфляции в стране А

inf^B - темпы инфляции в стране В

Международный эффект Фишера

Концепция паритета реальных ставок базируется на нескольких допущениях, в том числе:

- *об эффективных рынках,*
- *об отсутствии премий за страновой риск,*
- *о неизменности ожидаемого реального валютного курса.*

В реальной экономике могут наблюдаться отклонения от паритета. В краткосрочной перспективе паритет реальных ставок не соблюдается. Паритет обнаруживается на горизонте пяти—десяти лет.

Расчет реверсии (терминальной стоимости)

Расчет терминальной стоимости осуществляется по модели Гордона:

$$TV = \frac{CF_{n+1}}{R - g} = \frac{CF_n * (1 + g)}{R - g}$$

- TV – терминальная стоимость (реверсия)
- R – ставка дисконтирования
- g – среднегодовые темпы роста денежных потоков в постпрогнозный период
- CF_n – денежный поток последнего прогнозного года
- CF_{n+1} – денежный поток первого постпрогнозного года

Расчет реверсии (терминальной стоимости) в случае равномерно поступающих денежных потоков

Если денежные потоки поступают равномерно в течение года, то для расчета терминальной стоимости следует капитализировать величину денежного потока первого года постпрогнозного периода с допущением, что он поступает в середине периода:

$$\begin{aligned}
 \text{PV} &= \frac{\text{CF}_1 + \frac{\text{CF}_1}{1+r} + \frac{\text{CF}_1}{(1+r)^2} + \dots}{r} = \frac{\text{CF}_1 + \text{CF}_1 \cdot \frac{1}{1+r} + \text{CF}_1 \cdot \frac{1}{(1+r)^2} + \dots}{r} \\
 &= \frac{\text{CF}_1 \left(1 + \frac{1}{1+r} + \frac{1}{(1+r)^2} + \dots \right)}{r} = \frac{\text{CF}_1 \left(\frac{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}{1 - \frac{1}{1+r}} \right)}{r}
 \end{aligned}$$

Модификация модели Гордона при расчете текущей стоимости реверсии для случая, когда потоки дисконтируются на середину периода

- Если прогнозируются реальные денежные потоки, ставка дисконтирования, рассчитанная выше для номинальных потоков, корректируется по следующей формуле:

$$R_{\text{реальн.}} = \frac{R_{\text{НОМИН.}} - i}{1 + i},$$

где i – среднегодовые темпы инфляции

Дисконтирование реверсии, рассчитанной иным способом

Если реверсия рассчитывается не по модели Гордона, а иным способом, например, как ликвидационная стоимость, или как прогнозная цена будущей перепродажи, то для расчета ее текущей стоимости дисконтирование осуществляется на конец прогнозного периода:

$$V_{\text{рев}} = V \frac{V_{\text{рев}}}{V + V_{\text{рев}}}$$

Корректировки к результату в рамках доходного подхода

- Корректировка на избыток (+) или недостаток (-) СОК
- Корректировка на наличие активов, не участвующих в производстве (избыточные активы). Корректировка повышающая, равна рыночной стоимости этих активов
- Понижающая корректировка на обязательства, которые могут возникнуть по требованию государственных или муниципальных органов
- Корректировка на чистый долг (для расчета ИК)
- Корректировка на сальдо ОНА-ОНО

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД

Теоретические основы сравнительного подхода

- Оценщик использует в качестве ориентира реально сформированные рынком цены на аналогичные предприятия (акции), которые наиболее интегрально учитывают многочисленные факторы, влияющие на величину стоимости предприятия
- Сравнительный подход базируется на принципе альтернативных инвестиций. Стремление получить максимальный доход на размещенные инвестиции при адекватном риске и свободном размещении капитала обеспечивает выравнивание рыночных цен
- Цена предприятия отражает его производственные и финансовые возможности, положение на рынке, перспективы развития. Следовательно, в аналогичных предприятиях должно совпадать соотношение между ценой и важнейшими финансовыми параметрами, отличительной чертой которых является их определяющая роль в формировании дохода, получаемого инвестором

НЕДОСТАТКИ И СЛОЖНОСТИ ПРИМЕНЕНИЯ СРАВНИТЕЛЬНОГО ПОДХОДА

- Сложность подбора аналогов
- Сложность получения финансовой информации и ее ретроспективный характер
- Большое количество итоговых корректировок и субъективность их расчета и внесения

Метод рынка капитала

Основан на использовании цен, сформированных открытым фондовым рынком для миноритарных (неконтрольных) пакетов акций. Наиболее широко применяемый метод

Метод рынка капитала

Алгоритм метода

- Исследование рынка и сбор необходимой информации
- Предварительный отбор предприятий-аналогов
- Финансовый анализ объекта оценки и потенциальных аналогов
- Уточнение списка аналогов
- Выбор оценочных мультипликаторов для расчета
- Расчет оценочных мультипликаторов для аналогов
- Расчет величин мультипликаторов для объекта
- Определение стоимостной базы объекта на основании применения различных мультипликаторов
- Определение итоговой величины стоимостной базы
- Внесение итоговых поправок
- Определение итоговой величины стоимости в рамках применения метода компании-аналога (рынка капитала)

Исследование рынка и сбор необходимой информации

**Предполагает сбор рыночной (ценовой) и
финансовой информации.**

- Рыночная информация представляет собой данные о фактических ценах купли-продажи акций, аналогичных с акциями оцениваемой компании
- Финансовая информация обычно представлена бухгалтерской и финансовой отчетностью, а также дополнительными сведениями, позволяющими определить сходство компаний и провести необходимые корректировки, обеспечивающие необходимую сопоставимость

Предварительный отбор предприятий-аналогов

Основные критерии отбора

- Отраслевое сходство
- Уровень диверсификации производства
- Уровень взаимозаменяемости производимых продуктов
- Зависимость от одних и тех же экономических факторов
- Стадия экономического развития
- Размер
- Перспективы роста
- Финансовый риск
- Структура капитала
- Ликвидность
- Кредитоспособность
- Качество менеджмента

Финансовый анализ объекта оценки и потенциальных аналогов

Сравнительный подход к оценке бизнеса использует все традиционные приемы и методы финансового анализа. Оценщик рассчитывает финансовые коэффициенты, анализирует балансы, отчеты о прибылях и убытках, дополнительную информацию. Финансовый анализ является важнейшим приемом определения сопоставимости компаний-аналогов с оцениваемым предприятием.

- С помощью финансового анализа можно определить рейтинг оцениваемого предприятия среди аналогов
- Финансовый анализ позволяет обосновать степень обоснованности применения различных видов мультипликаторов
- Финансовый анализ является основой для внесения необходимых корректировок при определении итоговой стоимости объекта

ВЫБОР АНАЛОГОВ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА

Соотношение коэффициентов	Степень сопоставимости объекта и аналога
Коэффициент долгосрочной финансовой независимости объекта и аналогов близок, структура инвестированного капитала объекта и аналогов схожа (коэффициенты автономии близки)	Максимальная
Коэффициент долгосрочной финансовой независимости объекта и аналогов близок, структура инвестированного капитала объекта и аналогов различается	Достаточная
Коэффициент долгосрочной финансовой независимости объекта и аналогов различаются, коэффициенты автономии близки	Умеренная
Коэффициент долгосрочной финансовой независимости объекта и аналогов различаются, структура инвестированного капитала объекта и аналогов различна, коэффициенты автономии несопоставимы	Недопустимая

Уточнение списка аналогов

После проведения финансового анализа первоначальный список аналогов может быть уточнен, если ряд предприятий-аналогов существенно отличаются по результатам анализа от оцениваемого объекта

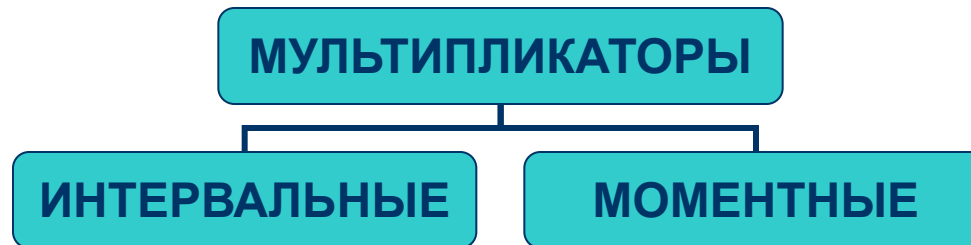
Расчет оценочных мультипликаторов для аналогов

Ценовой мультипликатор – отношение стоимостной базы компании (рыночной цены, рыночной капитализации или иного стоимостного показателя) к финансовой базе, в качестве которой может выступать практически любой показатель деятельности компании

ВЫБОР СТОИМОСТНОЙ БАЗЫ

	Метод рынка капитала	Метод сделок
<p>Коэффициент долгосрочной финансовой независимости объекта и аналогов близок, структура инвестированного капитала объекта и аналогов схожа (коэффициенты автономии близки). Иногда коэффициент долгосрочной финансовой независимости при близком коэффициенте автономии может различаться, но это менее желательный подбор аналогов.</p>	<p>Показатель собственного капитала - рыночная капитализация (РК или МС)</p>	<p>Показатель СК - цена сделки (ЦС или Р) - Показатель СК - приведенная цена сделки (ПЦС)</p>
<p>Коэффициент долгосрочной финансовой независимости объекта и аналогов близок, структура инвестированного капитала объекта и аналогов различается</p>	<p>EV - Показатель инвестированного капитала = РК + долгосрочная задолженность</p>	<p>EV - Показатель инвестированного капитала = ЦС + долгосрочная задолженность - Показатель инвестированного капитала = ПЦС + долгосрочная задолженность</p>

Классификация мультипликаторов



В качестве финансовой базы используются показатели, определяемые кумулятивно и отражаемые в отчете о прибылях и убытках или рассчитываемые на его основе (прибыль, выручка, дивиденды, денежный поток и т.п.)

В качестве финансовой базы используются показатели, определяемые на определенный момент времени и отражаемые в балансовом отчете или рассчитываемые на его основе (активы, основные фонды, собственный капитал и т.п.)

Выбор мультипликаторов для оценки объекта

Выбор применимых видов мультипликаторов производится с учетом отраслевой, инвестиционной и финансовой специфики оцениваемого предприятия

Расчет величин мультипликаторов для объекта

Величины мультипликаторов для объекта рассчитываются на основе величин мультипликаторов предприятий-аналогов

- Если имеется зависимость между величиной какого-либо финансового показателя и величиной мультипликатора, составляется корреляционно-регрессионная зависимость.

Интервальные мультипликаторы обычно хорошо коррелируют с рентабельностью по выручке, моментные – с рентабельностью активов или собственного капитала

- Если зависимости не наблюдается, берется среднеарифметическое, медианное или модальное значение мультипликатора по аналогам, либо экспертно выбранное оценщиком

Понятие рыночной капитализации

Рыночная капитализация – это произведение цены одной акции в миноритарном пакете на количество акций предприятия в обращении

Рыночная капитализация показывает стоимость 100% миноритарного пакета акций

Определение стоимостной базы объекта на основании применения различных мультипликаторов

Величины стоимостной базы рассчитываются путем умножения величины мультипликаторов, выбранных для объекта оценки, на соответствующую финансовую базу объекта оценки

Определение стоимостной базы

Итоговая величина стоимостной базы определяется путем расчета среднего арифметического или средневзвешенного из величин, полученных на предыдущем шаге

Внесение итоговых корректировок

Наиболее типичными являются следующие корректировок:

- Понижающая корректировка на сумму долгосрочной задолженности оцениваемой компании – только в том случае, когда стоимостной базой расчета мультипликаторов был инвестированный капитал
- Корректировка на наличие активов непроизводственного назначения (обычно повышающая, равная рыночной стоимости этих активов)
- Понижающая корректировка на недостаточность собственного оборотного капитала, либо на экстренную потребность в капитальных вложениях; либо повышающая корректировка на избыток собственного оборотного капитала
- Портфельная скидка – при наличии непривлекательного для покупателя характера диверсификации производства
- Возможно применение скидки на недостаточную ликвидность
- Возможна корректировка на контроль

РАСЧЕТ ДОХОДНОСТИ ЦЕННЫХ БУМАГ ЗА ПЕРИОД

$$\text{Доходность} = \frac{C_k - C_n + \text{Дивиденд}}{C_n}$$

- C_n – цена ценной бумаги на начало периода
- C_k – цена ценной бумаги на конец периода
- Дивиденд – сумма дивидендов, начисленных на бумагу за период

Практический пример оценки компании методом рынка капитала

Оцениваемое предприятие:

ЗАО «Волчешкурский мотоциклетный завод»,
г. Волчешкурск, РФ

Продукция: спортивные мотоциклы

Данные отчетности за 2017 год, руб.

БАЛАНС:

Внеоборотные активы	32 650 000
в т. ч. пионерлагерь*	5 450 000
Оборотные активы	5 686 000
ИТОГО АКТИВЫ	38 336 000
Собственный капитал	30 150 000
Долгосрочные пассивы	---
Краткосрочные пассивы	8 186 000
ИТОГО ПАССИВЫ	38 336 000
ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ	
Выручка	35 780 000
Чистая прибыль	2 683 500

* Рыночная стоимость пионерлагеря составила, по данным Оценщика, 3 500 000

По расчетам Оценщика, на данном сегменте рынка скидка на ликвидность составляет 7%,
надбавка за контроль – 35%

Потенциал дивиденда у ЗАО ниже, чем у ОАО на 15%

Практический пример оценки компании методом рынка капитала

Аналог оцениваемого предприятия:

ОАО «Шакальский мотоциклетный завод», г.Шакальск, РФ

Продукция: спортивные мотоциклы

Данные отчетности за 2017 год, руб.

Выручка 39 500 000

Чистая прибыль 3 950 000

Среднегодовая стоимость

активов: 51 000 000

Балансовая стоимость

Собственного капитала 40 000 000

Данные фондового рынка:

Количество акций в обращении 56 250

Цена одной акции, руб. 800

Дивиденд на одну акцию за 2017 год, руб. 40

Практический пример оценки компании методом рынка капитала

Аналог оцениваемого предприятия:

ОАО «Лисицкий мотоциклетный завод», г. Лисицк, РФ

Продукция: спортивные мотоциклы

Данные отчетности за 2017 год, руб.

Выручка 59 800 000

Чистая прибыль 7 295 000

Среднегодовая стоимость

активов: 78 100 000

Балансовая стоимость

Собственного капитала 60 000 000

Данные фондового рынка:

Количество акций в обращении 25 000

Цена одной акции, руб. 2 500

Дивиденд на одну акцию за 2017 год, руб. 175

Практический пример оценки компании методом рынка капитала

Аналог оцениваемого предприятия:

ОАО «Большемедведский мотоциклетный завод»,
г. Большие Медведи, РФ

Продукция: спортивные мотоциклы

Данные отчетности за 2017 год, руб.

Выручка	45 150 000
Чистая прибыль	5 100 000

Среднегодовая стоимость активов:	60 500 000
----------------------------------	------------

Балансовая стоимость собственного капитала	50 000 000
--	------------

Данные фондового рынка:

Количество акций в обращении	100 000
Цена одной акции, руб.	510

Дивиденд на одну акцию за 2017 год, руб.	30
--	----

Практический пример оценки компании методом рынка капитала

Аналог оцениваемого предприятия:

ОАО «Нижнелвовский мотоциклетный завод»,
г. Нижний Львов, РФ

Продукция: спортивные мотоциклы

Данные отчетности за 20174 год, руб.

Выручка	68 125 000
Чистая прибыль	5 450 000
Среднегодовая стоимость активов:	85 000 000

Балансовая стоимость Собственного капитала	75 000 000
---	------------

Данные фондового рынка:

Количество акций в обращении	88 000
Цена одной акции, руб.	980
Дивиденд на одну акцию за 2017год, руб.	40

Практический пример оценки компании методом рынка капитала

В результате были рассчитаны следующие мультипликаторы и величины рыночной капитализации:

Мультипликатор	Значение мультипликатора	Рыночная капитализация
ЦЕНА / ВЫРУЧКА	1,145	40 968 100
ЦЕНА / ПРИБЫЛЬ	16,340	43 848 390
ЦЕНА / АКТИВЫ	0,958	36 725 888
ЦЕНА / СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	1,100	33 165 000
ЦЕНА / ДИВИДЕНД	25,837	35 411 004

Практический пример оценки компании методом рынка капитала

- Полученная с учетом взвешивания результатов величина рыночной капитализации составила 38 233 435 руб.
- Она была откорректирована с учетом следующих поправок:

корректировка на активы непроизводственного назначения	+ 3 500 000
корректировка на недостаток собственного оборотного капитала	- 2 500 000
корректировка на ликвидность	- 7%
корректировка на контрольный характер пакета	+ 25%
Итоговая величина стоимости (с учетом округления)	45 600 000

Контроль или неконтроль?

**Применение
следующих методик
дает результат для
контрольного
характера пакета:**

- Затратный подход;
- Метод капитализации (ДДП);
- Метод сделок.

**Применение
следующих методик
дает результат для
неконтрольного
характера пакета:**

- Метод капитализации (д) дивидендов;
- Метод рынка капитала.

Цена контроля

Средняя контрольная премия колеблется в пределах 30 - 40 %, а скидка со стоимости за меньшую долю колеблется вокруг 23 % . Хотя мы и ориентируемся на эти данные, в целом оценщик должен принять во внимание и проанализировать все факторы, влияющие на величину премий и скидок каждом конкретном случае.

Цена ликвидности

- 5-10% минимальная скидка для закрытых компаний (контрольный пакет);
- 50% максимальная скидка для закрытых компаний (неконтрольный пакет).

Согласование результатов оценки

- При согласовании результатов оценки учитываются результаты, полученные в результате применения методик всех трех подходов. Весовые коэффициенты, применяемые при согласовании, рассчитываются экспертно или с помощью аппарата анализа иерархий.