

## Тема 4 Доходный подход и его методы

### 1. Общие принципы, содержание, методы доходного подхода.

Доходный подход к оценке бизнеса состоит в том, чтобы определять стоимость предприятия на основе тех доходов, которые оно способно в будущем принести своему владельцу (владельцам), включая выручку от продажи того имущества («нефункционирующих» или «избыточных» активов), которое не понадобится для получения этих доходов.

Будущие доходы (по умолчанию предполагается – чистые) предприятия оцениваются и суммируются с учетом времени их появления, т. е. того факта, что владелец (владельцы) предприятия сможет их получить лишь позднее. Добавляемая к указанным доходам стоимость «нефункционирующих» («избыточных») активов учитывается на уровне их рыночной (не балансовой) стоимости, точнее, как вероятная цена их срочной (в течение текущего периода) продажи.

Применительно к общепринятым стандартам оценки бизнеса максимально приемлемая для любого потенциального покупателя (инвестора) стоимость предприятия, определенная согласно доходному подходу к оценке бизнеса, представляет собой сумму всех приведенных по фактору времени доходов с бизнеса (с инвестиции), которые может получить предприятие и его владелец (владельцы). Иначе говоря, действует принцип – за товар (здесь – бизнес) заплатят максимально столько, сколько он сможет принести дохода (полезности) покупателю.

Капиталовложения, сделанные ранее в бизнес прежним владельцем (владельцами), не имеют, таким образом, отношения к цене бизнеса.

Если оценивать предприятие по стандарту обоснованной рыночной стоимости бизнеса, который требует использования для оценки общедоступной и характерной для конкурентных рынков капитала (бизнесов) информации о предприятии, то естественно считать, что оценочная рыночная стоимость предприятия равняется его максимально приемлемой для покупателя цене. Это соответствует тому, что чистая текущая стоимость любой инвестиции на конкурентных рынках равна нулю. В реальной жизни оценка бизнеса, согласно доходному подходу к нему, дает величину, относительно которой инвестор будет пытаться добиться более дешевой цены приобретения этого бизнеса (его доли), тем самым делая свою инвестицию в предприятие более выгодной, чем альтернативное и сопоставимое по рискам вложение тех же средств.

Применяя доходный подход, оценивают стоимость бизнеса в представлении того инвестора, который имеет или будет иметь 100 % контроль над данным предприятием. Объясняется это тем, что оценивать предприятие по его будущим чистым доходам разумно лишь для того, кто в состоянии в любых формах (стандартных, в виде дивидендов и роста рыночной стоимости акций, или нестандартных, но законных, например, посредством взятия инвестором на себя сбыта наиболее выгодной продукции предприятия) изъять с предприятия зарабатываемые им доходы.

Прогнозируемые доходы предприятия, которые обладающий контролем над ним инвестор способен изъять из предприятия, могут учитываться в виде:

бухгалтерских (отражаемых в бухгалтерских отчетах) прибылей и убытков;  
денежных потоков.

Наиболее точный анализ будущих доходов (его называют финансовым или инвестиционным в отличие от бухгалтерского) и оценка предприятия имеют место, когда будущие доходы выражаются в показателях денежных потоков. Поэтому доходный подход рассматривается на основе использования денежных потоков как главного измерителя доходов предприятия и источника доходов для его инвесторов.

Доходный подход является основным для оценки рыночной стоимости действующих предприятий, которые и после их перепродажи новым владельцам не планируется закрывать (ликвидировать).

Он предполагает рассмотрение оцениваемого предприятия в качестве так называемой бизнес-линии (продуктовой линии), если предприятие выпускает только одну продукцию, или совокупности бизнес-линий (продуктовых линий), если предприятие является диверсифицированным, т. е. выпускает несколько видов товаров или услуг.

В рамках доходного подхода применяются нижеследующие методы оценки стоимости бизнеса (рисунок 1).

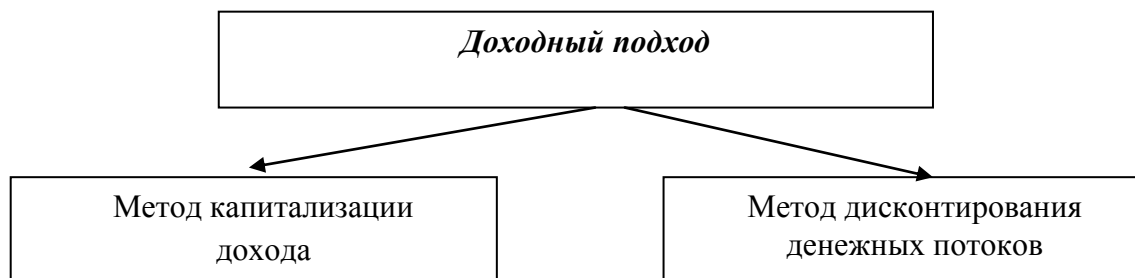


Рисунок 1 – Методы доходного подхода

Рассмотрим их более подробно.

## **2.Экономическое содержание метода дисконтированного денежного потока**

### **Основные этапы расчета рыночной стоимости бизнеса в рамках метода ДДП.**

Метод дисконтирования денежных потоков основан на прогнозировании потоков от данного бизнеса, которые затем дисконтируются по ставке дисконта, соответствующей требуемой инвестором ставке дохода.

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.

#### *Выбор модели (типа) денежного потока*

Основным показателем, используемым в рамках метода дисконтирования денежного потока, является денежный поток, рассчитываемый как разница между притоком и оттоком денежных средств за определенный период.

Различают следующие основные виды денежного потока:

1. Номинальный или реальный;
2. Приносимый собственным капиталом, приносимый всем инвестированным капиталом.

В практике наиболее часто применяемым является использование модели денежного потока собственного капитала.

Использование модели денежного потока для инвестированного капитала (бездолгового денежного потока) в российских условиях в текущей ситуации малоприменимо и может быть использовано для крупных холдинговых компаний, в связи с крайне ограниченным использованием основной массой российских компаний схем привлечения финансовых ресурсов, аналогичных западным.

В практических расчетах используется расчет денежного потока компании по трем возможным сценариям развития: пессимистическому, наиболее вероятному и оптимистическому. Основными показателями прогнозируемых сценариев могут являться:

Показатель	Пессимистический прогноз	Наиболее вероятный прогноз	Оптимистический прогноз
Объем производства	Снижение объемов производства	Стабильные объемы производства	Рост объемов производства
Цены на производимую продукцию	Стабильные цены	Ограниченный рост цен	Рост цен до уровня к концу прогнозного периода
Соотношение цен *	Рост соотношения цен до уровня 25 % к концу прогнозного периода	Стабильное соотношение цен на сложившемся уровне	Снижение соотношения до конца уровня ____ к концу прогнозного периода

\* Используется в случае, если существует прямая зависимость между ценой на наиболее значимый ресурс и выпускаемой продукцией компании.

Также, в зависимости от специфики каждого конкретного оцениваемого объекта, в качестве показателей прогнозируемых сценариев могут выбираться иные показатели, являющиеся существенными при построении прогноза.

#### **Расчет величины денежного потока**

Расчет денежного потока для каждого прогнозного года производится в два этапа:

1. Расчет величины скорректированной чистой прибыли;
2. Расчет величины чистого денежного потока.

1) При расчете величины скорректированной чистой прибыли анализируются и прогнозируются следующие данные:

- прочие операционные расходы;
- отвлеченные средства.

В прочих операционных расходах учитываются налоги, относимые на финансовые результаты, налог на имущество, а также прочие налоги в соответствии с действующим законодательством. Необходимо отметить, что налоговое законодательство динамично, следовательно, требуется постоянное отслеживание изменений.

Планируемые отвлеченные средства включают в себя заработную плату работников социально-жилищной сферы с отчислениями на социальные нужды, а также расходы, связанные с содержанием объектов социально-жилищной сферы. Необходимо учитывать, что данные суммы частично попадают под льготы при уплате налога на прибыль (нормы утверждаются местными органами власти, сверх норм расходы осуществляются за счет чистой прибыли).

2) Расчет величины чистого денежного потока осуществляется по формуле денежного потока для собственного капитала.

#### **Определение длительности прогнозного периода и его единицы измерения**

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 прогнозном 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.

Западные консультанты 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.

В практической деятельности критериями выбора прогнозного периода могут являться: принадлежность компании к той или иной отрасли (для добывающих отраслей прогнозный период длительнее, при этом стоимость бизнеса ограничена величиной имеющегося к добыче ресурса), стадии жизненного цикла компании.

Единица измерения прогнозного периода определяется исходя из ритмичности производства, как правило, в качестве стандартной единицы принимается год.

Единица измерения элементов денежного потока определяется исходя из специфики деятельности компании, если присутствует значительная доля экспорта при реализации производимой продукции, в качестве единицы измерения может быть принята иностранная валюта. При этом, показатели затрат, имеющие преимущественно рублевое исчисление (заработная плата, амортизационные отчисления, частично – налоговые платежи и т. д.), могут прогнозироваться в рублях с последующим пересчетом по прогнозному курсу.

### **Проведение ретроспективного анализа валовой выручки от реализации и ее прогноз**

Планированию выручки от реализации предшествует анализ ситуации прошлых лет на предприятии.

При построении прогноза анализируются текущие производственные мощности, проводится анализ их загруженности и, исходя из представленной информации о планируемых капитальных вложениях, строится прогноз физического объема продукции.

Сдерживающими факторами роста объемов производства и реализации могут являться жесткая конкуренция в отрасли, а также острая нехватка основного ресурса, необходимого для производства продукции.

Прогнозирование выручки от реализации может осуществляться двумя способами:

- укрупненным подходом;
- детальным подходом.

Укрупненный подход подразумевает прогнозирование роста выручки в зависимости от темпов роста предыдущих лет (компании или отрасли, в которой действует компания). При этом важно фиксировать, что является в основе темпов роста выручки: если в основе темпов роста лежит увеличение объемов производства в натуральном выражении, важно чтобы прогнозируемый рост не опережал имеющиеся резервы производственных мощностей. Укрупненный подход может использоваться для проведения предварительной оценки, а также в случае отсутствия информации.

Детальный подход подразумевает использование большего массива информации. Основой для расчета показателей валовой выручки являются данные о физических

объемах реализуемой продукции прошлых лет (фактические показатели), фактические и прогнозные цены на производимый продукт (экспортные, импортные), а также прогнозы специалистов отрасли, позволяющие моделировать различные сценарии развития при различных внешнеэкономических условиях.

Прогноз валовой выручки осуществляется в два этапа:

- 1) составление плана производства продукции;
- 2) составление плана реализации продукции.

План производства продукции составляется на основе данных, представленных оцениваемым компаниям, либо на основе информации, полученной оценщиком.

Далее строятся пессимистический, наиболее вероятный и оптимистический прогнозы.

План реализации продукции составляется на основе ранее определенных физических объемов производства, прогнозируется примерное распределение по потребителям, исходя из возможных вариантов условий поставок продукции и услуг, определяются отпускные цены по сортаменту и потребителям.

Планирование роста цен на продукт можно также осуществлять исходя из пессимистического, оптимистического и наиболее вероятного сценариев.

Необходимо помнить, что при осуществлении детального прогноза нужно учитывать налоговые платежи, например, таможенные платежи, НДС, акцизы и т. п.

#### **Проведение ретроспективного анализа и подготовка прогноза расходов**

Прогнозирование расходов от реализации также может осуществляться двумя способами:

- укрупненным подходом;
- детальным подходом.

Укрупненный подход подразумевает построение прогноза себестоимости путем использования информации о доле переменных затрат в выручке компании и условно-фиксированной величины постоянных затрат. Рост переменных затрат прогнозируется пропорционально росту выручки. Рост постоянных затрат возможен в том случае, когда планируется резкое увеличение объема реализации в натуральном выражении и, как следствие, рост затрат на рекламу, аренду и т. п.

Детальный подход подразумевает определение себестоимости произведенной и реализованной продукции по элементам затрат.

Также во внимание принимаются варианты условий поставок продукции и услуг.

Как правило, при использовании детального подхода при построении прогноза затрат выделяются наиболее значимые затраты (т. е. те затраты, которые занимают наибольший удельный вес в себестоимости), по которым проводится детальный анализ и строится прогноз.

#### **Проведение анализа и прогнозирования инвестиций**

Анализ и прогнозирование инвестиций включают в себя анализ и прогноз трех основных компонентов:

- анализ и прогнозирование собственного оборотного капитала;
- анализ и прогнозирование капиталовложений;
- анализ и прогнозирование потребности в финансировании из внешних источников.

Требуемый уровень собственного оборотного капитала может рассчитываться следующим образом:

- 1) с помощью укрупненного подхода;
- 2) с помощью детального подхода.

Укрупненный подход подразумевает расчет изменения собственного оборотного капитала, через изменение выручки.

Прирост собственного оборотного капитала = Доля СОК × (Выручка<sub>1</sub> – Выручка<sub>0</sub>),  
где доля СОК – доля собственного оборотного капитала в выручке (по данным компании, либо среднеотраслевые данные);

Выручка<sub>1</sub> – выручка 1-го прогнозного года;

Выручка<sub>0</sub> – фактически сложившаяся выручка.

При дальнейшем прогнозировании прирост собственного оборотного капитала рассчитывается от предшествующего прогнозного года.

Детальный подход осуществляется исходя из постатейного планирования отдельных показателей баланса в прогнозный период (дебиторская задолженность, запасы, кредиторская задолженность) на основании ретроспективных показателей оцениваемой компании и компаний отрасли.

После построения прогнозных балансов определяется собственный оборотный капитал для каждого прогнозного года, затем на основании полученных данных рассчитывается изменение собственного оборотного капитала, которое фиксируется в денежном потоке.

Капитальные вложения планируются исходя из информации, предоставленной компанией, либо на основании информации, полученной при проведении финансового анализа.

Проведение полномасштабной реконструкции производственных мощностей может привести к резкому оттоку денежных средств и, как следствие, снижению стоимости бизнеса до момента начала окупаемости инвестиций.

Прогноз изменения долгосрочной задолженности осуществляется исходя из фиксации текущей кредитной истории компании, изучения представленных кредитных договоров и на основании полученной информации по планируемому привлечению заемных средств из внешних источников.

#### **Определение ставки 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.

В экономическом смысле в роли ставки дисконта выступает требуемая инвесторами ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования или, другими словами, это требуемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки. Вследствие риска, связанного с получением будущих доходов, ставка дисконта должна превышать безрисковую ставку и обеспечивать премии за все виды рисков, сопряженных с инвестированием в оцениваемую компанию.

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 (CAPM), основанный на анализе массивов информации фондового рынка об изменении доходности свободно обращающихся акций.

#### **Определение средневзвешенной величины ставки дисконта**

Окончательно ставку дисконта, используемую в расчетах, можно определять как средневзвешенное значение результатов, полученных при ее расчете кумулятивным методом и по модели оценки капитальных активов. При присвоении результатам весовых коэффициентов учитывались индивидуальные особенности, качество используемой информации и уровень субъективности каждого из применяемых методов определения ставки дисконта, в том числе следующие факторы:

- модель оценки капитальных активов выведена при целом ряде допущений, основными из которых являются предположение о наличии эффективного рынка капитала совершенной конкуренции инвесторов, что ограничивает применение данного метода в настоящих российских условиях;

- использование модели САРМ в сложившихся условиях ограничено в силу неразвитости фондового рынка. Хотя информации по обращению акций отдельных компаний достаточно для применения модели, возникает серьезный вопрос о возможности распространения полученных результатов на отрасль в целом.

С другой стороны, недооцененность большинства других компаний, акции которых фактически не котируются в настоящий момент, приводит к тому, что получаемая данным методом ставка дисконта значительно ниже ставки, получаемой для высоколиквидных акций.

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 вышеупомянутых 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.

Это такие, как метод среднеотраслевой рентабельности активов и капитала (модель Дюпона), метод рыночных мультипликаторов.

#### **Расчет величины стоимости компании в постпрогнозный период**

Определение стоимости компании в постпрогнозный период основано на предпосылке о том, что бизнес способен приносить доход и по окончании прогнозного периода. Предполагается, что после окончания прогнозного периода доходы компании стабилизируются, и в остаточный период будут иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или бесконечные равномерные доходы.

Для расчета стоимости компании в постпрогнозный период можно использовать следующие методы:

- 1) Модель Гордона;
- 2) Метод чистых активов;
- 3) Метод ликвидационной стоимости (если предполагается ликвидация компании по окончании прогнозного периода).

#### **Расчет обоснованной величины стоимости бизнеса методом дисконтированных денежных потоков с учетом заключительных поправок**

Полученная выше рыночная стоимость оцениваемой компании представляет собой величину стоимости его собственного капитала, рассчитанную на основе текущей (прогнозируемой) производственной деятельности. Она не включает стоимость избыточных (неоперационных) активов, которые не принимают участия в формировании денежного потока. Эти активы подлежат отдельной оценке, результат которой затем должен быть прибавлен к величине предварительной стоимости собственного капитала, полученной путем дисконтирования денежных потоков от текущей (прогнозируемой) производственной деятельности.

Также, если компания имеет избыточный собственный оборотный капитал, его величина прибавляется к стоимости собственного капитала. В случае недостатка собственного оборотного капитала стоимость собственного капитала уменьшается на соответствующую величину.

Таким образом, после определения предварительной величины стоимости собственного капитала оцениваемой компании для получения окончательной величины его рыночной стоимости вводятся перечисленные выше поправки.

### **3. Экономическое содержание и основные этапы метода капитализации.**

#### **Границы применения метода капитализации.**

Капитализация – это превращение денежного потока в стоимость путем деления или умножения (чаще деления) рассчитанной величины потока дохода на коэффициент капитализации или мультипликатор. Базовые формулы:

$$V_m = \frac{D}{K} \text{ или } V_m = D \times M, \quad (1)$$

где  $V_m$  – оцениваемая стоимость;

$D$  – доход;

$K$  – коэффициент капитализации;

$M$  – мультипликатор.

Суть метода капитализации заключается в определении величины ежегодных доходов и соответствующей этим доходам ставки капитализации, на основе которой рассчитывается рыночная стоимость компании. Использование данного метода заставляет оценщика решать следующие задачи:

1. Определить продолжительность анализируемого периода;
2. Определить капитализируемую базу;
3. Определить коэффициент капитализации;
4. Рассчитать рыночную стоимость.

Существует множество методов капитализации дохода предприятия, различающиеся в зависимости от принятых для базы (видов) дохода и фактора, на который делятся или умножаются эти доходы. Так, например, можно выделить:

- капитализацию чистого дохода (до налогообложения, выплаты процентов и капитализации затрат);
- капитализацию чистого дохода (после налогообложения, выплаты процентов и капитальных затрат);
- капитализацию фактических дивидендов;
- капитализацию потенциальных дивидендов;
- использование мультипликаторов: цена / прибыль, цена / выручка и др.

При расчете чистого дохода важно правильно выбрать период времени, за который производятся расчеты. Это может быть несколько периодов в прошлом, обычно пять, а могут использоваться данные о доходах за несколько периодов в прошлом и прогнозы на ближайшее будущее. Например, могут быть использованы данные о доходах за два ближайших периода в прошлом, за текущий период и за 2 года в будущем.

В качестве анализируемого периода можно выбрать три периода в прошлом либо два периода в прошлом, один в настоящем и два прогнозных периода. Особое внимание следует обращать на сопоставимость используемых показателей.

Капитализируемой базой, как правило, является скорректированная прибыль компании, тем не менее, в практике иногда используется выручка либо финансовый результат до налогообложения.

Показатель чистой прибыли обычно используется для оценки компаний, в активах которых преобладает быстроизнашивающееся оборудование. Для компаний, обладающих значительной недвижимостью, балансовая стоимость которых уменьшается, а фактическая остается почти неизменной, предпочитают использовать денежный поток.

Следующий важный вопрос, который возникает при расчете чистого дохода – выбор способа его расчета. Простейшим способом является расчет по формуле средней арифметической чистого дохода.

Более точно рыночную стоимость обычно удастся рассчитать в случае определения чистого дохода по формуле средней взвешенной или тренду.

В некоторых случаях для оценки компаний используется объем выручки. Он чаще всего применяется для определения рыночной стоимости бизнеса в сфере услуг.

Иногда для оценки компаний акционерного типа используется капитализация дивидендов.



Этот метод предпочтителен для акционеров, не обладающих контрольным пакетом акций, а влиять на политику общества по вопросу выплаты дивидендов они не могут. В качестве коэффициента капитализации может быть использована:

1. Норма прибыли, скорректированная на уровень риска;
2. Ставка капитализации по сопоставимым компаниям.

### **Область применения методов капитализации**

Методы применяются в тех случаях, когда имеется достаточное количество данных для оценки дохода. Доход является стабильным или, по крайней мере, ожидается, что текущие денежные доходы приблизительно будут равны будущим или темпы их роста – умеренны. Это касается, например, бизнеса, основанного на арендной плате, постоянной клиентской базе и т. п. на многие годы вперед. В силу того, что текущая стоимость очень чувствительна к изменениям коэффициента капитализации, для использования метода прямой капитализации необходимо тщательное обоснование коэффициента капитализации.

### **Достоинства и недостатки метода капитализации**

Основное преимущество – простота расчетов. Другое преимущество состоит в том, что метод прямой капитализации так или иначе непосредственно отражает рыночную конъюнктуру. Однако метод не следует применять, когда:

- отсутствует информация о рыночных сделках или не проведен их экономический анализ;
- если бизнес находится в стадии становления (еще не построен): не вышел на режим стабильных доходов или отсутствует информация о них;
- когда объект требует серьезной реструктуризации.