



ББК 65.9 (2 КИ) 29

## ОЦЕНКА БИЗНЕСА ПРЕДПРИЯТИЯ МЕТОДОМ ДИСКОНТИРОВАННЫХ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

### PROFITABLE APPROACH TO THE ASSESSMENT OF BUSINESS OF THE ENTERPRISE: THE METHOD OF THE DISCOUNTED CASH FLOWS.

ОРОЗАХУНОВ Т.С.

[izvestiya@ktu.aknet.kg](mailto:izvestiya@ktu.aknet.kg)

*В условиях рыночной экономики определение стоимости недвижимости становится одним из самых востребованных видов оценки и включает в себя определение стоимости права собственности или иных прав, например, права аренды, права пользования и т.д. в отношении различных объектов недвижимости.*

*Under market economy conditions, determining the value of real estate is becoming one of the most popular types of evaluation and includes a determination of the value of property rights or other rights of, for example, lease rights, use rights, etc. for different properties.*

Оценка бизнеса предприятия с применением доходного подхода – это определение текущей стоимости будущих доходов, которые возникнут в результате использования предприятия и (возможной) дальнейшей его продажи. Таким образом, оценка с позиции доходного подхода во многом зависит от того, каковы перспективы бизнеса оцениваемого предприятия. Метод дисконтирования денежных потоков основан на прогнозировании этих потоков от оцениваемого предприятия (бизнеса).

Актуальность этого метода обусловлена тем, что управление денежным потоком играет огромную роль для всех сторон, заинтересованных в эффективной деятельности компании, позволяет управлять стоимостью действующего бизнеса и повысить финансовую гибкость компании.

Оценка стоимости бизнеса предприятия методом ДДП (DCF) основано на предположении о том, что потенциальный покупатель не заплатит за данное предприятие сумму, большую, чем текущая стоимость будущих доходов от бизнеса этого предприятия. Собственник, скорее всего, не продаст свой бизнес дешевле текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов. В результате взаимодействия стороны придут к соглашению о цене, равной текущей стоимости будущих доходов предприятия.

Оценка предприятия методом ДДП (DCF) состоит из следующих этапов:

- \* Выбор модели денежного потока.
- \* Определение длительности прогнозного периода.
- \* Ретроспективный анализ и прогноз валовой выручки.
- \* Прогноз и анализ расходов.
- \* Прогноз и анализ инвестиций.
- \* Расчет денежного потока для каждого прогнозного года.
- \* Определение ставки дисконта.
- \* Расчет величины стоимости в постпрогнозный период.
- \* Расчет текущих стоимостей будущих денежных потоков и стоимости в постпрогнозный период.
- \* Внесение итоговых поправок.

Выбор модели денежного потока зависит от того, необходимо различать собственный и заемный капитал или нет. Разница состоит в том, что проценты на обслуживание заемного капитала могут выделяться как расходы (в модели денежного потока для собственного капитала) или учитываться в составе потока доходов (в модели для всего инвестированного капитала), соответственно меняется величина чистой прибыли.

Длительность прогнозного периода в странах с развитой рыночной экономикой обычно составляет 5 – 10 лет, а в странах с переходной экономикой, в условиях нестабильности, допустимо сокращение прогнозного периода до 3 – 5 лет. Как правило, в качестве прогнозного



берется период, продолжающийся до тех пор, пока темпы роста предприятия не стабилизируются (предполагается, что в постпрогнозный период имеет место стабильный темп роста).

Ретроспективный анализ и прогноз валовой выручки требует рассмотрения и учета целого ряда факторов, основные среди которых – это объемы производства и цены на продукцию, спрос на продукцию, ретроспективные темпы роста, темпы инфляции, перспективы капвложений, ситуация в отрасли, доля предприятия на рынке и общая ситуация в экономике. Прогноз валовой выручки должен быть логически совместим с ретроспективными показателями бизнеса предприятия.

Прогноз и анализ расходов. На данном этапе оценщик должен изучить структуру расходов предприятия, в особенности соотношение постоянных и переменных издержек, оценить инфляционные ожидания, исключить единовременные статьи расходов, которые не встретятся в будущем, определить амортизационные отчисления, рассчитать затраты на выплату процентов по заемным средствам, сравнить прогнозируемые расходы с соответствующими показателями у конкурентов или среднеотраслевыми.

Прогноз и анализ инвестиций включает три основных компонента: собственные оборотные средства («рабочий капитал»), капвложения, потребности в финансировании и осуществляется, соответственно, на основе прогноза отдельных компонентов собственных оборотных средств, на основе оцененного остающегося срока службы активов, на основе потребностей в финансировании существующих уровней задолженности и графиков погашения долгов.

Расчет денежного потока для каждого прогнозного года может производиться двумя методами – косвенным и прямым. Косвенный метод анализирует движение денежных средств по направлениям деятельности. Прямой метод основан на анализе движения денежных средств по статьям прихода и расхода, т.е. по бухгалтерским счетам.

Определение ставки дисконта (процентной ставки для пересчета будущих доходов в текущую стоимость) зависит от того, какой тип денежного потока используется в качестве базы. Для денежного потока для собственного капитала применяется ставка дисконта, равная требуемой собственником ставке отдачи на собственный капитал; для денежного потока для всего инвестированного капитала применяется ставка дисконта, равная сумме взвешенных ставок отдачи на собственный капитал и заемные средства, где в качестве весов выступают доли заемных и собственных средств в структуре капитала.

Для денежного потока для собственного капитала наиболее распространенными методами определения ставки дисконта являются метод кумулятивного построения и модель оценки капитальных активов. Для денежного потока для всего инвестированного капитала обычно используют модель средневзвешенной стоимости капитала.

При определении ставки дисконта кумулятивным методом за базу расчетов берется ставка дохода по безрисковым ценным бумагам, к которой прибавляется дополнительный доход, связанный с риском инвестирования в данный вид ценных бумаг. Затем вносятся поправки (в сторону увеличения или уменьшения) на действие количественных и качественных факторов риска, связанных со спецификой данной компании.

В соответствии с моделью оценки капитальных активов (CAPM – Capital Assets Pricing Model) ставка дисконта определяется по формуле:

$R = R_f + \beta(R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C$ , где  $R$  – требуемая инвестором ставка дохода на собственный капитал;

$R_f$  - безрисковая ставка дохода;

$R_m$  – общая доходность рынка в целом (среднерыночного портфеля ценных бумаг);

$\beta$  – коэффициент бета (мера систематического риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами, происходящими в стране);

$S_1$  – премия для малых предприятий;

$S_2$  – премия за риск, характерный для отдельной компании;

$C$  – страховой риск.

Согласно модели средневзвешенной стоимости капитала, ставка дисконта (WACC – Weighted Average Cost of Capital) определяется следующим образом:

$WACC = k_d(1-t_c)w_d + k_r w_p + k_s w_s$ , где  $k_d$  – стоимость привлеченного заемного капитала;

$t_c$  – ставка налога на прибыль;

$w_d$  – доля заемного капитала в структуре капитала предприятия;

$k_r$  – стоимость привлечения акционерного капитала (привилегированные акции);



wр – доля привилегированных акций в структуре капитала предприятия;  
ks - стоимость привлечения акционерного капитала (обыкновенные акции);  
ws - доля обыкновенных акций в структуре капитала предприятия.

Расчет величины стоимости в постпрогнозный период производится в зависимости от перспектив развития бизнеса в постпрогнозный период, при этом используются следующие методы:

\* метод расчета по ликвидационной стоимости (если в постпрогнозный период ожидается банкротство компании с последующей продажей активов)

\* метод расчета по стоимости чистых активов (для стабильного бизнеса со значительными материальными активами)

\* метод предполагаемой продажи (пересчет прогнозируемого денежного потока от продажи в текущую стоимость)

\* метод Гордона (доход первого постпрогнозного года капитализируется в показатели стоимости с помощью коэффициента капитализации, рассчитанного как разница между ставкой дисконта и долгосрочными темпами роста).

Расчет текущих стоимостей будущих денежных потоков и стоимости в постпрогнозный период производится суммированием текущих стоимостей доходов, которые приносит объект в прогнозный период, и текущей стоимости объекта в постпрогнозный период.

Внесение итоговых поправок - обычно это поправки на нефункциональные активы (активы, которые не принимают участия в извлечении дохода) и на фактическую величину собственного оборотного капитала. Если оценивается неконтрольный пакет акций, то необходимо сделать скидку на отсутствие контроля.

Метод дисконтированных будущих денежных потоков используется, когда ожидается, что будущие уровни денежных потоков предприятия существенно отличаются от текущих, когда можно обоснованно определить будущие денежные потоки. Прогнозируемые будущие денежные потоки являются положительными величинами для большинства прогнозных лет, и ожидается, что денежный поток в последний год прогнозного периода будет значительной положительной величиной. Другими словами, этот метод более применим к приносящим доход предприятиям, имеющим определенную историю хозяйственной деятельности, с нестабильными потоками доходов и расходов.

Метод ДДП (DCF) в меньшей степени применим к оценке бизнеса предприятий, терпящих систематические убытки (хотя и отрицательная величина стоимости бизнеса может быть аргументом для принятия того или иного решения). Следует также соблюдать определенную осторожность в применении этого метода при оценке бизнеса новых предприятий, т.к. отсутствие ретроспективы прибылей затрудняет объективное прогнозирование будущих денежных потоков.

Метод ДДП (DCF) – весьма сложный и трудоемкий процесс, однако во всем мире он признан как наиболее теоретически обоснованный метод оценки бизнеса действующих предприятий. В странах с развитой рыночной экономикой при оценке крупных и средних предприятий. Этот метод применяется в 80 – 90% случаев. Главное достоинство метода заключается в том, что он единственный из известных методов оценки, который основан на перспективах развития рынка в целом и предприятия в частности, а это в наибольшей степени отвечает интересам инвесторов.

### Литература

1. Бланк И.А. Энциклопедия финансового менеджера. Вып. 1: Концептуальные основы финансового менеджмента. — Киев: Эльга, Ника-Центр, 2011.
2. Ковалев В.В. Финансовый анализ: методы и процедуры. — М.: Финансы и статистика, 2009.
3. Практикум по аудиту и финансовому менеджменту: Учеб. пособие / А.Е. Суглобов, В.В. Нитецкий, Т.А. Козенкова. — М.: КНОРУС, 2007.

Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс: В 2-х т. / Пер. с англ.; Под ред. В.В. Ковалева. — СПб.: Экономическая школа, 1997.