

сделать вывод о том, что только метод конечной отдачи позволяет наиболее обоснованно определить значение нормы дисконтирования, применяемой для определения текущей стоимости будущих доходов от объекта недвижимости.

И.В. Климентьева, С.А. Чубарова

ГОУ ВПО «Российский государственный профессионально-педагогический университет»

ДОХОДНЫЙ МЕТОД ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ОБЪЕКТА ПРОМЫШЛЕННОСТИ

Доходный подход (income approach to value) - совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от объекта оценки. Данный метод основан на теоретическом положении о том, что текущая стоимость имущества равна приведенной стоимости ожидаемых в будущем доходов от его эксплуатации и/или продажи. Доходный подход представляет собой процедуру оценки стоимости исходя из того принципа, что стоимость объекта непосредственно связана с текущей стоимостью всех будущих чистых доходов, которые может принести данный объект.

Доходный подход считается наиболее приемлемым с точки зрения инвестиционных мотивов, поскольку под стоимостью предприятия в нем понимается не стоимость набора активов (здания, сооружения, машины, оборудование, нематериальные ценности и т.д.), а оценка потока будущих доходов. Доходный подход предполагает, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму, большую, чем текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса.

Существует несколько методов определения стоимости действующего предприятия в рамках данного подхода. Выбор конкретного метода зависит от объекта и цели оценки, имеющейся в распоряжении оценщика, информации, состояния рыночной среды и ряда других факторов, оказывающих влияние на конечные результаты.

В рамках доходного подхода стоимость бизнеса может быть определена:

- методом капитализации прибыли;
- методом дисконтирования денежных потоков.

Метод дисконтирования денежных потоков. Определение стоимости бизнеса методом дисконтирования денежных потоков основано на предположении о том, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму большую, чем текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса. Собственник не продаст свой бизнес по цене ниже текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов. Считается, что в результате взаимодействия стороны придут к соглашению о рыночной цене, равной текущей стоимости будущих доходов.

Метод дисконтирования денежных потоков может быть использован для оценки любого действующего предприятия. Тем не менее, существуют ситуа-

ции, когда он объективно дает наиболее точный результат рыночной стоимости предприятия. Применение данного метода наиболее обосновано для оценки предприятий, имеющих определенную историю хозяйственной деятельности (желательно прибыльной) и находящихся на стадии стабильного экономического развития. Метод дисконтирования денежных потоков в меньшей степени применим к оценке предприятий, терпящих систематические убытки (хотя отрицательная величина стоимости бизнеса может быть фактом для принятия управленческих решений). Следует соблюдать разумную осторожность в применении этого метода для оценки новых предприятий, пусть даже и многообещающих. Отсутствие ретроспективы прибылей затрудняет объективное прогнозирование будущих денежных потоков бизнеса.

Основные этапы оценки предприятия методом дисконтирования денежных потоков:

- Выбор модели денежного потока.
- Определение длительности прогнозного периода.
- Ретроспективный анализ и прогноз выручки от реализации.
- Анализ и прогноз расходов.
- Анализ и прогноз инвестиций.
- Расчет величины денежного потока для каждого года прогнозного периода.
- Определение ставки дисконтирования.
- Расчет величины стоимости в постпрогнозный период.
- Расчет текущих стоимостей будущих денежных потоков и стоимости в постпрогнозный период.
- Внесение итоговых поправок.

Прогнозирование будущего дохода начинается с определения деятельности прогнозного периода и горизонта прогнозирования и вида дохода, который будет использоваться в дальнейших расчетах. Горизонт прогнозирования делится на две части: прогнозную, когда оценщик с достаточной точностью определяет динамику развития компании, и постпрогнозную, когда аналитиком рассчитывается некий средний, достаточно умеренный темп роста.

Важно правильно определить продолжительность прогнозного периода. Чрезмерно большой период потребует много усилий для составления реалистичного прогноза. В то же время искусственное сокращение периода приводит к искажению прогнозирования, поскольку в первые годы динамика доходов будет сильно отклоняться от средней стоимости компании.

Вид дохода определяет процесс прогнозирования и порядок расчета ставки дисконта. Если прибыль и дивиденды не нуждаются в специальных пояснениях, то понятие денежного потока необходимо конкретизировать.

Денежный поток - результат притока и оттока средств на предприятии.

Оценщик может использовать следующие виды денежного потока:

- денежный поток для собственного капитала;
- денежный поток для инвестированного капитала.

Величина денежного потока для собственного капитала определяется на основе следующих данных:

Чистая прибыль после уплаты налогов

+ Амортизационные отчисления

+ (-) Уменьшение (прирост) чистого оборотного капитала

+ (-) Продажа активов (капитальные вложения)

+ (-) Прирост (уменьшение) долгосрочной задолженности

Итого: *денежный поток для собственного капитала.*

Величина данного денежного потока для инвестированного капитала определяется по формуле:

Прибыль до уплаты процентов и налогов

+ Налог на прибыль

+ Амортизационные отчисления

+ (-) Уменьшение (прирост) чистого оборотного капитала

+ (-) Продажа активов (капитальные вложения)

Итого: *денежный поток для всего инвестированного капитала.*

После этого делается анализ и прогноз расходов. Так как темпы роста постоянных и переменных издержек обычно отличаются, то прогнозируют темпы роста постоянных издержек и отдельно - рост переменных издержек. Исходя из наличия основного капитала и прогнозов капитальных вложений определяют величину амортизационных отчислений. На основе анализа управления компанией и планов сбыта определяют административные расходы и расходы на продажу продукции (услуг). На основе планов получения долгосрочных кредитов рассчитывают проценты за кредит. Далее определяют сумму налогов, которую должна будет выплатить компания.

В результате вычета из валовых доходов постоянных, переменных издержек, амортизационных расходов и расходов на продажу, процентов и налогов получают прогноз чистого дохода на каждый год прогнозного периода.

Важным этапом метода дисконтирования денежного потока является инвестиционный анализ, который включает:

- определение излишка или недостатка чистого оборотного капитала компании. Излишек увеличивает рыночную стоимость компании, а недостаток должен быть восполнен, поэтому он уменьшает рыночную стоимость;

- анализ капитальных вложений с целью замены основного капитала по мере его износа и расширения производственных мощностей;

- расчет изменения (увеличения или уменьшения) долгосрочной задолженности (для модели денежного потока, приносимого собственным капиталом).

На следующем этапе оценки определяется ставка дисконта. С технической, т.е. математической позиции ставка дисконтирования – это процентная ставка, используемая для пересчета будущих (отстоящих от настоящего времени на различные сроки) потоков доходов, которых может быть несколько, в единую величину текущей (сегодняшней) стоимости, являющуюся базой для определения рыночной стоимости бизнеса. В экономическом смысле в роли ставки дисконтирования выступает требуемая инвесторами ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования

или, другими словами, это требуемая ставка дохода по имеющимся вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки.

Существуют различные методики определения ставки дисконтирования, наиболее распространенными из которых являются:

- для денежного потока для собственного капитала:
 - модель оценки капитальных активов;
 - метод кумулятивного построения;
- для денежного потока для всего инвестированного капитала:
 - модель средневзвешенной стоимости капитала.

На следующем этапе расчета стоимости бизнеса по методу дисконтируемых будущих доходов определяют суммарную величину доходов, которые может получить собственник в постпрогнозный период. Определение стоимости 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 бизнеса стабилизируются и в остаточный период будут иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или бесконечные равномерные доходы.

В зависимости от перспектив развития бизнеса в постпрогнозный период выбирают тот или иной метод, либо модель расчета ставки дисконтирования:

- Метод ликвидационной стоимости. Данный метод используется в том случае, если в постпрогнозный период ожидается банкротство компании с последующей продажей имеющихся активов. При расчете ликвидационной стоимости необходимо принять во внимание расходы, связанные с ликвидацией, и скидку на срочность (при срочной ликвидации). Для оценки действующего предприятия, приносящего прибыль, а тем более находящегося в стадии роста, этот метод неприменим.

- Метод чистых активов. Техника расчетов аналогична расчету ликвидационной стоимости, но не учитывает затрат на ликвидацию и скидку за срочную продажу активов компании. Этот метод может быть использован для стабильного бизнеса, главной характеристикой которого являются значительные материальные активы.

- Метод предполагаемой продажи. Он заключается в пересчете денежного потока в показатели стоимости с помощью специальных коэффициентов, полученных из анализа ретроспективных данных по продажам сопоставимых компаний. Поскольку практика продажи компаний на нашем рынке крайне скудна или отсутствует, применение данного метода для определения конечной стоимости проблематично.

- Модель Гордона. По модели Гордона годовой доход постпрогнозного периода капитализируется в показатели стоимости при помощи ставки капитализации, рассчитанной в показатели стоимости при помощи ставки капитализации, рассчитанной как разница между ставкой дисконтирования и долгосрочными темпами роста. При отсутствии темпов роста ставки капитализации будет равна ставке дисконтирования. Модель Гордона основана на прогнозе получения стабильных доходов в остаточный период и предполагает, что величины

износа и капиталовложений равны. Расчет конечной стоимости в соответствии с моделью Гордона производится по формуле:

$$V = G / (R_n - g),$$

где V - суммарная величина денежного потока в постпрогнозный период,

G – денежный поток первого постпрогнозного года,

R_n – ставка дисконтирования для собственного капитала,

g – ожидаемые темпы роста денежного потока в постпрогножном периоде

Для выведения окончательной величины рыночной стоимости компании вносится ряд поправок.

- Если использовалась модель дисконтирования бездолгового инвестированного денежного потока, то найденная рыночная стоимость (PV) относится ко всему инвестированному капиталу, то есть включает в себя не только стоимость собственного капитала, но и стоимость долгосрочных обязательств компании. Поэтому для того, чтобы получить стоимость собственного капитала, необходимо из величины найденной стоимости вычесть величину долгосрочной задолженности.

- Рассчитанная по методу дисконтированного денежного потока, величина представляет собой стоимость предприятия, которая не включает в себя стоимость избыточных и нефункционирующих активов, которые непосредственно не принимали участия в генерировании дохода. Такие активы оцениваются отдельно, а результат добавляется к рыночной стоимости компании. Выделяют четыре типа объекта, подлежащих отдельной оценке и учету в стоимости: собственный оборотный капитал; обязательства, связанные с проведением природоохранных мероприятий; объекты социальной сферы; основные фонды, находящиеся на консервации.

В случае наличия у компании избыточных собственных оборотных средств их величину следует добавить к стоимости собственного капитала компании. Дефицит необходимо вычесть. Если у предприятия ведется нормирование оборотных средств, то проблем с определением уровня избытка (дефицита) не возникает. При отсутствии нормирования, как правило, оценщики исходят из того, что собственный оборотный капитал должен составлять не менее 5% от выручки от реализации. Однако в каждом конкретном случае эта величина зависит от специфики отрасли и политики предприятия.

Если характер производства компании недостаточно экологически чист, то для уменьшения вредного воздействия на окружающую среду компания может быть обязана осуществлять определенные природоохранные мероприятия самостоятельно и/или производить отчисления в специальные экологические фонды. Эти обязательства капитализируются и вычитаются из рыночной стоимости компании.

При наличии у предприятия социальных объектов и законсервированных основных фондов необходимо определить стоимость их возможной продажи. Найденная величина увеличивает стоимость компании. Величина стоимости, полученной после внесения поправок, определяет стоимость 100%-ного контрольного пакета (при оценке акционерного общества). В случае оценки меньшей доли делается скидка на неконтрольный характер. Если определяют ры-

ночную стоимость закрытой компании, то производят скидку на недостаточную ликвидность.

Метод оценки предприятий на основе *дисконтирования будущих доходов* имеет целый ряд достоинств и недостатков. Он позволяет отразить будущую доходность компании, что в наибольшей степени интересует инвестора. При этом учитывается риск инвестиций, возможные темпы инфляции, а также ситуация на рынке через ставку дисконта. Этот метод позволяет учесть экономическое устаревание компании, показателем которого является превышение величины рыночной стоимости, полученной методом накопления активов, над величиной рыночной стоимости, полученной методом дисконтирования будущих доходов. Мировая практика показала, что этот метод точнее всего определяет рыночную стоимость предприятия, но его использование затруднено в силу сложности проведения достаточно точного прогнозирования.

Метод капитализации доходов (прибыли) - метод определения стоимости бизнеса одним действием: либо путем деления оцененного дохода, получаемого от ведения данного бизнеса на коэффициент капитализации, либо путем умножения на некоторый мультипликатор. Процедура оценки данным методом заключается в том, что капитализируется чистый денежный поток. В результате получается капитализированная стоимость неограниченного во времени потока дохода. Данная техника расчета применима к равномерному денежному потоку или потоку, характеризующемуся одинаковыми постоянными темпами роста. Коэффициент капитализации представляет собой ставку, по которой доходы бизнеса переводятся в его стоимость. Коэффициент капитализации может быть рассчитан на основе ставки дисконтирования (вычитанием из ставки дисконтирования ожидаемых среднегодовых темпов прироста денежного потока). Таким образом, при отсутствии роста денежного потока коэффициент капитализации равен ставке дисконтирования. При определении стоимости бизнеса с использованием мультипликатора, последний может быть получен на основе рыночной информации (например, отношение цены к прибыли компании).

В отличие от оценки недвижимости, в оценке бизнеса метод капитализации доходов (прибыли) применяется довольно редко из-за значительных колебаний величин прибылей или денежных потоков по годам, характерных для большинства оцениваемых предприятий.

Существует ряд разновидностей метода в зависимости от принятой базы дохода. Например, можно выделить капитализацию:

- чистой прибыли (после уплаты налогов);
- прибыли до уплаты налогов;
- фактически выплаченных дивидендов;
- потенциальных дивидендов и т.д.

Применение метода капитализации доходов обычно предусматривает такие основные этапы:

- Анализ финансовой отчетности, ее нормализация и трансформация (при необходимости).
- Выбор величины прибыли, которая будет капитализирована.
- Расчет ставки капитализации.

- Определение предварительной величины стоимости.
- Проведение поправок на наличие нефункционирующих активов (если таковые имеются).
- Проведение поправок на контрольный или неконтрольный характер оцениваемой доли (если оценивается акционерное общество), а также недостаток ликвидности (если они необходимы).

Основными документами для анализа финансовой отчетности предприятия в целях оценки его активов являются Форма № 1 (Бухгалтерский Баланс) и Форма № 2 (Отчет о прибылях и убытках).

Этап выбора величины прибыли, которая будет капитализирована подразумевает выбор периода текущей производственной деятельности, результаты которого будут капитализированы. Оценщик может выбирать между несколькими вариантами:

- прибыль последнего отчетного года;
- прибыль первого прогнозного года;
- средняя величина дохода за несколько последних отчетных лет.

В качестве капитализируемой величины может выступать либо чистая прибыль после уплаты налогов, либо прибыль до уплаты налогов, либо величина денежного потока.

В большинстве случаев на практике в качестве капитализируемой величины выбирается прибыль последнего отчетного года.

Ставка капитализации для предприятия обычно выводится из ставки дисконтирования путем вычета ожидаемых среднегодовых темпов роста дохода или денежного потока (в зависимости от того, какая величина капитализируется). Соответственно для одного и того же предприятия ставка капитализации обычно ниже, чем ставка дисконта.

С математической позиции ставка капитализации – это делитель, применяемый для преобразования величины дохода или денежного потока за один период времени в показатель стоимости.

Чтобы определить ставку капитализации, нужно сначала рассчитать соответствующую ставку дисконта. Существуют различные методы определения ставки дисконтирования, наиболее распространены из них:

Метод капитализации прибыли применяется в оценке бизнеса значительно реже, чем метод дисконтированных денежных потоков и, как правило, для оценки мелких предприятий.