**Тема 6 Порівняльний підхід до оцінки бізнесу**

**1. Економічний зміст порівняльного підходу до оцінки бізнесу**

**2. Методи ринку капіталу і угод**

**3. Метод галузевих співвідношень.**

**1. Економічний зміст порівняльного підходу до оцінки бізнесу**

При реалізації порівняльного підходу вивчають відповідний сегмент ринку і вибирають конкуруючі з оцінюваним бізнесом об'єкти, проводиться відповідне коригування даних для подальшого порівняння. В основу приведення поправок покладено принцип вкладу.

***Переваги порівняльного підходу:***

* якщо є достатня інформація про аналоги, виходять точні результати;
* підхід відображає ринок, з огляду на реальне співвідношення попиту і пропозиції на подібні об'єкти, так як заснований на порівнянні оцінюваного підприємства з аналогами, вже купленими недавно або акції яких вільно обертаються на фінансових ринках;
* в ціні підприємства відображаються результати його виробничо-господарської діяльності.

***Недоліки порівняльного підходу:***

* базується тільки на ретроспективної інформації, практично не враховує перспективи розвитку підприємства;
* складно, а іноді неможливо зібрати фінансову інформацію про аналоги (через недостатній розвиток фондового ринку багато акціонерних товариств не дають свої котирування на фондовий ринок, а закриті акціонерні товариства, яких дуже багато, не розкривають фінансову інформацію);
* потрібно суттєвого коригування через сильні відмінностей підприємств між собою (розрізняються обладнання, асортимент, стратегії розвитку, якість управління і т.д.).

**Порівняльний підхід реалізується за допомогою трьох методів.**

**1. Метод ринку капіталу** заснований на реальних цінах акцій відкритих підприємств, що склалися на фондовому ринку. Базою для порівняння служить ціна на одиничну акцію акціонерного товариства. Використовується для оцінки неконтрольного пакета акцій.

**2. Метод угод** − для порівняння беруться дані з продажу контрольних пакетів акцій компаній або про продажі підприємств цілком, наприклад, при поглинаннях або злиття. Метод застосовується при покупці контрольного пакета акцій відкритого підприємства, а також для оцінки закритих компаній, які працюють на тому ж сегменті ринку, що і відкриті, і мають аналогічні фінансові показники. Включає аналіз мультиплікаторів.

**3. Метод галузевих коефіцієнтів** − припускає використання співвідношень або показників, заснованих на даних про продажі компаній по галузям і відображають їх конкретну специфіку. Галузеві коефіцієнти розраховуються спеціальними дослідними інститутами на основі тривалих статистичних спостережень за ціною продажу підприємств і їх найважливішими виробничо-фінансовими характеристиками.

Метод галузевих коефіцієнтів ще не набув достатнього поширення у вітчизняній практиці, так як ринок купівлі-продажу готового бізнесу в Україні тільки розвивається, інформація про реальні ціни угод часто недоступна, до того ж для отримання більш точних результатів потрібно тривалий період спостереження.

Підприємства можуть істотно відрізнятися один від одного. Тому для їх порівняння необхідні коректування:

* якщо розрізняються види діяльності підприємств і деякі з видів діяльності не привабливі для покупця, до ціни застосовується портфельна знижка;
* якщо підприємство володіє невиробничими основними фондами, їх треба оцінювати окремо від основних фондів виробничого призначення з урахуванням податку на майно і т.п.;
* якщо в результаті фінансового аналізу виявлено недостатність власних оборотний коштів або необхідність у витратах капітального характеру, ці суми вираховують із спочатку отриманої вартості підприємства;
* відсутність ліквідності, властиве компаніям закритого типу, вимагає відповідної знижки.

**2. Методи ринку капіталу і угод**

В Україні для оцінки підприємств зазвичай використовуються два методу порівняльного підходу: ринку капіталу і угод. Метод ринку капіталу заснований на порівнянні цін на одиничну акцію акціонерного товариства. Метод угод заснований на прямому порівнянні оцінюваного підприємства з аналогічними, щодо яких відома ціна контрольного пакета або підприємства цілком.

**Подібність і відмінність методів ринку капіталу і угод**

**Етапи процесу оцінки бізнесу методами ринку капіталу і угод збігаються:**

1. вивчення ринку і пошук аналогічних підприємств, щодо яких є інформація про ціни угод або котируваннях акцій;
2. фінансовий аналіз і підвищення рівня сумісності інформації;
3. розрахунок оціночних мультиплікаторів;
4. застосування мультиплікаторів оцінюваного підприємства;
5. вибір величини вартості оцінюваного підприємства;
6. внесення підсумкових поправок на ступінь контролю. Поряд зі збігом етапів оцінки, методи ринку капіталу і угод мають відмінності (табл. 1)

**Таблиця 1**

**Основні відмінності методів ринку капіталу і угод**

|  |  |
| --- | --- |
| **Відмінності** | **Особливості** |
| ***метод ринку капіталу*** | ***метод угод*** |
| Типи вихідної цінової інформації | Ціни на одиничні акції підприємств-аналогів | Ціни продажів контрольних пакетів і підприємств цілком, інформація про злиття і поглинання підприємств |
| Час аналізованих угод | Дані про поточні ціни акцій | Інформація про раніше здійснені угоди |
| Облік елементів контролю | Ціна однієї акції не враховує ніяких елементів контролю | Ціна контрольного пакету акцій або підприємства в цілому включає премію за елементи контролю |
| Результат оцінки | Вартість однієї акції або неконтрольного пакета | Вартість контрольного пакета або підприємства в цілому |

При внесенні додаткових коригувань кожен з цих методів дозволяє оцінити і контрольний, і неконтрольний пакет акцій підприємства.

Якщо потрібно оцінити контрольний пакет підприємства, а є інформація по аналогам тільки про фактично відданий неконтрольних пакетах, проводиться відповідне коригування і попередня вартість збільшується на величину премії за контроль.

Якщо потрібно оцінити неконтрольний пакет акцій, то з результату, отриманого методом угод, віднімається величина знижки на неконтрольний характер.

Найбільш поширеним методом розрахунку премій за контроль є порівняння ціни, за якою акції підприємства-аналога продавалися на вільному ринку за деякий час (зазвичай за два місяці) до здійснення угоди злиття або поглинання. Різниця в ціні, виражена у відсотках до ціни неконтрольного пакета акцій, представляє величину премії за контроль і є базою для визначення обґрунтованої премії за контроль, яку оцінювач може скорегувати виходячи з наявної інформації по оцінюваному підприємству.

**Етапи методів:**

1. **Підбір підприємств-аналогів.**

Важливу роль відіграє підбір підприємств-аналогів для порівняння. Ідеальні підприємства-аналоги - ті, які діють в тій же галузі, що і оцінюване підприємство, ведуть подібні господарські операції, мають порівнянну номенклатуру продукції, схильні до впливу ідентичних економічних чинників, а також близькі за розміром. Пошук аналогічний підприємств повинен базуватися на досить **жорстких умовах відбору**, найважливіші з яких:

- ідентичність галузі і продукції;

- порівнянність за розмірами, мережі споживачів, ступеня диверсифікації виробництва, зрілості бізнесу, стратегій розвитку;

- порівнянність фінансових характеристик;

- географічна близькість.

1. **Застосування оціночних мультиплікаторів.**

Для уточнення отриманих результатів при оцінці бізнесу на основі порівняння з аналогами застосовують співвідношення, звані оціночними мультиплікаторами.

***Мультиплікатор*** − співвідношення між ціною і фінансовими показниками.

Для оцінки розраховують кілька мультиплікаторів по формулі

де

М − оціночний мультиплікатор;

Ц − ціна продажу підприємства-аналога;

ФБ − фінансовий показник підприємства, аналогічного об'єкту оцінки.

Застосування оціночних мультиплікаторів базується на припущенні, що схожі підприємства мають досить близьке співвідношення між ціною і найважливішими фінансовими показниками. Перетворюючи формулу, отримуємо:

**Ц = М \* ФБ.**

Таким чином, ціна підприємства може бути визначена множенням фінансового показника на відповідний мультиплікатор.

Фінансова база оцінного мультиплікатора є, по суті, вимірником, що відображає фінансові результати діяльності підприємства, до яких можна віднести не тільки прибуток, але і грошовий потік, дивідендні виплати, виручку від реалізації і деякі інші.

Для розрахунку мультиплікатора необхідно:

- визначити ціну акції по всіх компаніях, обраним в якості аналога - це дасть значення чисельника у формулі;

- обчислити фінансову базу (прибуток, виручку від реалізації, вартість чистих активів і т.д.) або за певний період, або за станом на дату оцінки; це дасть величину знаменника.

Ціна акції береться на останню дату, що передує даті оцінки, або вона представляє середнє значення між максимальною і мінімальною величинами ціни за останній місяць.

В якості фінансової бази повинен виступати показник фінансових результатів або за останній звітний рік, коли за останні 12 місяців, або середня величина за кілька років, що передують даті оцінки.

***В оцінці бізнесу зазвичай використовують чотири групи мультиплікаторів:***

**1) ціна / прибуток, ціна / грошовий потік;**

**2) ціна / дивіденди;**

**3) ціна / виручка від реалізації;**

**4) ціна / вартість активів.**

Залежно від конкретної ситуації судження про вартість підприємства може ґрунтуватися на будь-якому з мультиплікаторів, або будь-якому їх поєднанні. Для цього для кожного підприємства-аналога розраховується кілька мультиплікаторів, аналізуються ризики і фінансові показники, після чого вибирається мультиплікатор, який максимально відповідає наявній фінансової інформації про передбачений підприємстві.

**1). Мультиплікатор ціна / прибуток або ціна / грошовий потік** використовується при дотриманні наступних правил:

1) дохідна база (прибуток або грошовий потік) може визначатися різними способами: до і після обліку амортизації, виплати відсотків, податків, дивідендів. Головною вимогою є відповідність з обраним мультиплікатором підприємства-аналога;

2) вибір мультиплікатора залежить не тільки від отриманої фінансової інформації, а й від структури активів підприємств: мультиплікатор ціна / грошовий потік доцільніше використовувати для оцінки підприємств, які володіють нерухомістю, балансова вартість якої зменшується, хоча ринкова ціна може зростати. Це пояснюється тим, що при розрахунку грошового потоку амортизаційні відрахування додаються до чистого прибутку. Якщо ж в активах підприємства переважає швидко застаріваюче обладнання, більш прийнятною основою є чистий прибуток;

3) оскільки оцінка бізнесу проводиться на конкретну дату, мультиплікатори підприємств-аналогів повинні розраховуватися за матеріалами звітів, максимально наближених до дати оцінки;

4) дохідна база визначається на основі ретроспективних даних за ряд років методом простої середньої, середньозваженої або трендового прямий;

5) мультиплікатор ціна / прибуток може розраховуватися як по підприємству в цілому, так і в розрахунку на одну акцію;

6) використання великого числа аналогічних підприємств може дати розкид величини мультиплікатора. У процесі узгодження необхідно встановити розумний діапазон розкиду, що свідчить про дійсну порівнянності, або пояснювати причину виникнення суттєвих відхилень, яка повинна враховуватися при визначенні остаточної ціни. Ваговий коефіцієнт повинен враховувати порівнянність аналога і об'єкта оцінки.

**2) Мультиплікатор ціна / дивіденди** може розраховуватися на базі фактично виплачених дивідендів або на основі потенційних дивідендний виплат. Потенційні дивідендні виплати являють собою типовий для таких виплат відсоток від чистого прибутку на підприємствах-аналогах. Даний мультиплікатор використовується рідко через можливість варіювання в порядку виплати дивідендів у компаній. Використовувати цей мультиплікатор доцільно, якщо дивіденди на підприємстві (його аналогах) виплачуються стабільно.

**3) Мультиплікатор ціна / виручка від реалізації (ціна / фі обсяг виробництва)** зазвичай використовується в комплексі з іншими мультиплікаторами, однак найбільш доцільно його застосовувати при оцінці в сфері послуг і при аналізі підприємств, що мають різні податкові умови. Цей мультиплікатор є модифікованим варіантом капіталізації прибутку, так як передбачається, що в аналогічному бізнесі рівень рентабельності продукції практично однаковий. Оцінювач повинен проаналізувати стабільність обсягів виручки від реалізації в майбутньому, наслідки можливої ​​зміни ключової фігури в бізнесі, виявити відмінності в структурі капіталу порівнюваних компаній. Мультиплікатор ціна / фізичний обсяг доцільно використовувати для оцінки бізнесу з вузькою номенклатурою виробництва і послуг.

Мультиплікатор ціна / виручка від реалізації може бути розрахований як відношення частки прибутку у виручці від реалізації до коефіцієнта капіталізації прибутку.

**4) Мультиплікатор ціна / вартість активів** доцільно застосовувати при оцінці холдингових компаній, або в тих випадках, коли необхідно за короткий термін продати значну частину активів. Розрахунок мультиплікатора ціна / вартість активів здійснюється в два етапи:

1) визначення вартості чистих активів (дорого і складно);

2) визначення співвідношення між вартістю акцій і вартістю активів. Для підвищення об'єктивності оцінки аналітик може використовувати, наприклад, метод надлишкового прибутку або метод безборговій оцінки. Метод надлишкового прибутку - коригування ціни компанії на суму капіталізованого прибутку, яка забезпечується наявністю у фірми гудвілу та інших нематеріальних активів.

Метод безборговій оцінки використовується при наявності істотних відмінностей в структурі капіталу оцінюваного бізнесу і порівнянних підприємств, наприклад, якщо підприємство-аналог залучає позикові кошти на довгостроковій основі, а оцінювана компанія використовує тільки власний капітал.

Метод безборговій оцінки заснований на умовному припущенні, що підприємство-аналог, як і оцінюється, не використовує довгострокових позик. Виходячи з цього припущення здійснюються такі розрахунки:

1) прибуток (грошовий потік) збільшується на суму виплачуваних підприємством-аналогом відсотків і коригується на ставку оподаткування;

2) ринкова вартість інвестованого капіталу підприємства-аналога розраховується як сума ринкової вартості власного капіталу і ринкової вартості боргу;

3) розраховується мультиплікатор «ринкова ціна інвестованого капіталу / прибуток (грошовий потік)» на безборговій основі;

4) визначається ринкова вартість оцінюваного підприємства.

**3) Заключний етап оцінки бізнесу порівняльним підходом** − сумування отриманих результатів. Використання різних мультиплікаторів (після всіх необхідних коригувань) дає оцінювачу різні варіанти вартості підприємства. Вибір остаточного результату заснований на надання процентного ваги кожного підходу. Зазвичай, якщо активи підприємства незначні в порівнянні з одержуваної прибутком, слід покладатися на мультиплікатор ціна / прибуток (грошовий потік); якщо ж прибуток практично відсутня, то доцільно ґрунтуватися на мультипликаторе ціна / вартість активів.

**3. Метод галузевих співвідношень.**

**Метод галузевих співвідношень (синоніми: метод галузевих коефіцієнтів, формульний метод)** полягає у визначенні орієнтовної вартості підприємства з використанням співвідношень або показників, заснованих на даних про продажі компаній по галузям і відображають їх конкретну специфіку. Галузеві коефіцієнти або співвідношення розраховуються, як уже було сказано, на основі статистичних спостережень спеціальними дослідницькими інститутами.

Ринок купівлі-продажу готового бізнесу в Україні тільки розвивається, тому метод галузевих коефіцієнтів ще не набув достатнього поширення у вітчизняній практиці. На Заході ринок бізнесу розвинений давно і в результаті узагальнення були розроблені досить прості співвідношення для визначення вартості оцінюваного підприємства.

Метод доцільно використовувати тільки у випадках, коли подібні підприємства часто продаються, а оцінювач має накопичений досвід оцінки об'єктів даного виду. Причому галузеві співвідношення можуть бути розроблені оцінювачем самостійно на основі аналізу галузевих даних. Найбільш типові співвідношення, використовувані при визначенні орієнтовної вартості бізнесу в ринкових країнах, наведені в таблиці 2

**Таблиця 2**

Галузеві співвідношення для визначення вартості бізнесу

|  |  |
| --- | --- |
| Вид бізнесу | Співвідношення між ціною і фінансовими показниками, що дозволяють оцінити бізнес |
| Страхові компанії | Ціна в інтервалі 120-150% від річних комісійних |
| Бензозаправні станції | Ціна бензозаправної станції коливається в діапазоні 1,2-2,0 місячної виручки |
| Підприємства роздрібної торгівлі | Ціна становить 0,75-1,5 величини чистого річного доходу плюс вартість обладнання і запасів, якими володіє оцінюване підприємство |
| Бари і кафе | Ціна «Обсяг продажів за півроку + Вартість ліцензії |
| Піцерії, кав'ярні | Ціна \* Місячний прибуток х 4 + Вартість запасів |
| Рекламні агентства | Ціна = 75% річної виручки |
| Хлібопекарні | Ціна = 15% річного обсягу продажів + + Вартість обладнання + Вартість запасів |
| Продаж нових автомобілів | Ціна *ш* 50% річної виручки + Товарні запаси та обладнання |
| Аптеки | Ціна ~ 75% річного прибутку + Вартість обладнання + Вартість товарних запасів |
| Автомайстерні | Ціна = місячний прибуток х 2 + Ринкова вартість обладнання |

Метод галузевих співвідношень поступово знаходить застосування в українській практиці, зокрема в зв'язку з введенням єдиного податку на поставлений дохід, коли можна дізнатися орієнтовний дохід бізнесу і зіставити його з цінами продажів.

Повторимо, що порівняльний підхід дає найбільш точні результати, якщо існує активний ринок аналогічних об'єктів власності.