**Тема 7 Дохідний підхід до оцінки бізнесу**

**1. Основи дохідного підходу.**

**2. Метод капіталізації прибутку.**

**3. Метод дисконтованих майбутніх грошових потоків.**

1. **Основи дохідного підходу**

Прибутковий підхід розглядає вартість бізнесу через поточну вартість майбутніх грошових потоків. Іншими словами, бізнес розглядається через функцію його здібностей приносити прибуток в майбутньому. Прибутковий підхід застосовується для оцінки чинного підприємства.

Застосовуючи дохідний підхід до оцінки, оцінювач повинен:

а) встановити період прогнозування;

б) дослідити здатність об'єкта оцінки приносити потік доходів протягом періоду прогнозування, а також зробити висновок про можливість об'єкта приносити потік доходів в період після періоду прогнозування;

в) визначити ставку дисконтування, що відображає прибутковість вкладень в порівнянні з об'єктом оцінки за рівнем ризику об'єкти інвестування, використовувану для приведення майбутніх потоків доходів до дати оцінки;

г) здійснити процедуру приведення потоку очікуваних доходів в період прогнозування, а також доходів після періоду прогнозування в вартість на дату оцінки.

**Основні переваги і недоліки дохідного підходу**

**Переваги**

1. Враховує майбутні очікування
2. Враховує майбутні інвестиційні ризики зараз
3. Враховує ринковий аспект (ринковий дисконт)
4. Враховує економічне старіння

**Недоліки**

1. Трудомісткий прогноз
2. Частково носить імовірнісний характер

**Методи дохідного підходу:**

а) капіталізації прибутку;

б) дисконтування майбутніх грошових потоків.

**2. Метод капіталізації прибутку**

***Метод капіталізації прибутку (грошових потоків)*** − це метод трансформації потоків економічних переваг одного періоду часу до вартості. Застосовується в тому випадку, якщо: є надійні дані для оцінки грошового потоку; передбачається приблизна рівність поточних і майбутніх грошових потоків; помірність і передбачуваність темпів зростання бізнесу. Суть методу полягає у визначенні величини щорічного, чистого грошового потоку і відповідної йому ставки капіталізації. На основі чистих грошових потоків і ставок капіталізації і обчислюється ціна бізнесу. Даний метод в основному застосовується для оцінки малих підприємств.

**Етапи застосування методу капіталізації прибутку:**

1. аналіз бухгалтерської (фінансової) звітності;
2. вибір капіталізується об'єкта прибутку (прибуток останнього звітного року, прибуток першого прогнозного року, середня величина прибутку за останні 3-5 років);
3. розрахунок ставки капіталізації (моделі оцінки капітальних активів - САРМ, середньозваженої вартості капіталу - WACC, кумулятивного побудови);
4. обчислення попередньої вартості підприємства (моделі Гордона, Інвуда, Хоскольда і Рингу);
5. внесення поправок на наявність непрацюючих активів (при розрахунку вартості підприємства враховуються тільки ті активи, які безпосередньо беруть участь в процесі виробництва і в отриманні прибутку);
6. внесення поправок на величину власного оборотного капіталу (слід враховувати величину власного оборотного капіталу).

**Методи капіталізації прибутку:**

1. **Модель Гордона:**

де залишкова вартість; − грошовий потік в залишковий період (величина вартості береться на кінець прогнозного періоду); − ставка капіталізації:

Непрацюючі активи - це активи, які не приносять дохід.

Ставка капіталізації - це показник, що застосовується для перетворення величини доходу або грошового потоку за один період часу.

− ставка дисконтування; Ставка дисконтування це процентна ставка, яка використовується для перерахунку майбутніх потоків доходів в єдину величину поточної вартості.

− довгострокові темпи зростання доходу або грошового потоку.

**2.** Формули капіталізації одержуваного за обмежений термін ***п*** постійного доходу можна представити у вигляді наступних моделей.

**метод Рингу;**

**метод Инвуда;**

**метод Хоскольда.**

**Метод Рингу** доцільно використовувати:

* коли очікується, що потік доходів буде систематично знижуватися, а відшкодування основної суми буде здійснюватися рівними частинами;
* при оцінці виснажуємо активів (убутні доходи)

**Метод Інвуда**

* рівномірний (ануїтетний) метод повернення капіталу;
* сума повернення капіталу реінвестується за основною ставкою прибутковості.

**Метод Хоскольда**

* повернення за безризиковою ставкою;
* ставка прибутковості первісних інвестицій настільки висока, що малоймовірно реінвестування по тій же ставці.

**3. Метод дисконтованих майбутніх грошових потоків**

**Метод дисконтованих майбутніх грошових потоків** − це метод трансформації потоків економічних вигод різних періодів часу в вартість. Використовується як для нового, так і діючого підприємства. При цьому повинні дотримуватися наступні умови:

• майбутні рівні грошових потоків повинні бути значно більше поточних;

• обґрунтованість оцінки майбутніх грошових потоків.

Даний метод в основному застосовується при оцінці великих і середніх підприємств.

**Для реалізації методу дисконтованих потоків потрібно пройти кілька етапів:**

1. визначення грошового потоку (грошовий потік для власного капіталу чи безборговий грошовий потік);
2. аналіз і прогнозування виручки від реалізації;
3. аналіз і прогнозування витрат;
4. аналіз і прогноз інвестицій;
5. розрахунок грошового потоку для кожного року;
6. визначення ставки дисконту;
7. розрахунок залишкової вартості;
8. розрахунок поточної вартості майбутніх грошових потоків, підсумовування отриманої вартості із залишковою вартістю;
9. внесення заключних поправок;
10. виконання процедури перевірки.

**1. Визначення грошового потоку.**

***Грошовий потік (від англ. Cash flow - кеш флоу)*** − це різниця між припливом і відтоком грошових коштів на підприємстві. При оцінці бізнесу можна застосовувати одну з двох моделей грошового потоку:

***Грошовий потік для власного капіталу*** = Чистий прибуток +

+ Амортизаційні відрахування ± збільшення (зниження) довгострокової заборгованості ± Приріст (зменшення) чистого оборотного капіталу ±

± Приріст (зменшення) капітальних вкладень;

***Безборговій грошовий потік (грошовий потік для всього інвестованого капіталу)*** = Чистий прибуток (плюс процентні виплати, скориговані на ставку оподаткування) + Амортизаційні відрахування ± Приріст (зменшення) чистого оборотного капіталу ±

± Приріст (зменшення) капітальних вкладень.

**2. Аналіз і прогнозування виручки від реалізації товарів, робіт і послуг** вимагає враховувати наступне:

• номенклатуру продукції;

• обсяг виробництва і ціни на продукцію;

• ретроспективні темпи зростання виручки;

• попит на продукцію;

• виробничі потужності;

• економічну ситуацію в країні і в галузі;

• конкуренцію і частку підприємства на ринку;

• плани керівництва підприємства.

**3. Аналіз і прогнозування витрат** включає наступне:

• ретроспективний аналіз взаємозалежностей і виявлення тенденцій розвитку;

• оцінку структури витрат, особливо співвідношення постійних і змінних витрат;

• оцінку інфляційних очікувань для кожної категорії витрат;

• обчислення витрат на виплату відсотків по кредитах на основі прогнозованих рівнів заборгованості;

• порівняльний аналіз прогнозованих витрат з відповідними показниками для підприємств-конкурентів або з аналогічними середньогалузевими показниками і т. п.

**4. Аналіз і прогноз інвестицій** − важливий етап методу дисконтування грошового потоку, який включає визначення надлишку або нестачі чистого оборотного капіталу, аналіз капіталовкладень по заміні або розширенню виробничих потужностей, розрахунок зміни довгострокового боргу в моделі грошового потоку для власного капіталу.

**5. Розрахунок грошового потоку для кожного року** за моделями грошового потоку для власного капіталу і безборгового грошового потоку.

**6. Ставка дисконту для прогнозної оцінки** майбутніх грошових потоків на реальній основі повинна відповідати моделі грошового потоку.

Для визначення грошового потоку для власного капіталу повинна використовуватися ставка дисконту для власного капіталу, яка розраховується за двома методами:

***а) Метод САРМ*** (ка-ай-пі-ем - Сapital Asset Pricing Model - модель оцінки фінансових активів):

де - очікувана інвестором ставка прибутковості власного капіталу; - безризикова ставка рентабельності (може використовуватися ставка по довго-терміновим державними зобов'язаннями або депозитах Нацбанку України, для інвестора це альтернативна ставка безризикового доходу); - рентабельність (прибутковість) ринкового портфеля інвестицій; - середня ринкова премія за ризик; - коефіцієнт інвестиційного проекту; - премія за ризик для підприємств малого бізнесу (ризик пов'язаний з недостатньою кредитоспроможністю (відсутність активів для майнового забезпечення кредитів і покриття потреби в оборотних коштах, що веде до ненадійності фінансового плану) і фінансовою нестійкістю підприємства з невеликим розміром статутного капіталу); - премія за ризик на закритість підприємства (ризик, пов'язаний з частковою або повною недоступністю інформації про фінансове положення підприємства, поточних і перспективних управлінських рішеннях керівництва); - премія за країний (політичний) ризик (ризики зменшення національного доходу призводять до падіння сукупного попиту, зміни законодавства, втрати прав власності).

Для великих підприємств, акції яких торгуються на біржі, коефіцієнт інвестиційного проекту може бути розрахований. Так само, розраховані коефіцієнти інвестиційних проектів для великих підприємств публікуються на сайті і в матеріалах рейтингових агенст. Для середніх ж і дрібних підприємств розрахунок коефіцієнта інвестиційного проекту часто неможливий через відсутність відкритих торгів акціями оцінюваного підприємства на біржі. У такому випадку можна використовувати коефіцієнти інвестиційних проектів, відомі для компаній-аналогів.

Середня ринкова премія за ризик - це величина, на яку середньоринкові ставки прибутковості на фондовому ринку перевищували ставку доход

**б) Метод кумулятивної побудови**. При використанні методу кумулятивного побудови спочатку проводиться оцінка безризикової ставки доходу. До безризиковою ставкою додається премія за галузевий ризик, премія за фірмовий ризик, інфляційна премія, премія за результатами остаточного аналізу інвестиційних ризиків:

где − премія за i-й вид ризику; ***п*** − кількість премій за ризик.

**Зазвичай в число факторів ризику інвестування входять:**

* керівний склад підприємства (%) - премія, що враховує ефективність управління та особисті якості ключових фігур підприємства;
* диверсифікованість ринків збуту (%) - премія, що враховує недостатню диверсифікованість ринків збуту підприємства (групи споживачів, географічні регіони і ін.);
* диверсифікованість джерел ресурсів (%) - премія, що враховує недостатню диверсифікованість джерел придбання покупних ресурсів, необхідних для роботи підприємства (включаючи працю);
* диверсифікованість продукції (%) - премія, що враховує недостатню диверсифікованість номенклатури продукції підприємства, наявність переважної частки невеликої кількості продуктів в загальному обсязі реалізації;
* структура і джерела капіталу (%) - премія, що враховує вузькість набору джерел фінансування (недовикористання амортизаційного фонду як джерела самофінансування, недооцінка важливості залучених коштів, невикористання лізингу та ін.);
* фінансова стійкість підприємства (%) - премія, що враховує ризики прогнозованості прибутку, забезпечення обіговими коштами, покриття коротко- і довгостроковій заборгованості і т. П. В порівнянні з найбільш фінансово здоровими підприємствами галузі;
* розмір підприємства (%) - премія, що враховує ризики вкладення в мале підприємство;
* ризик країни (%);
* інші ризики (%) - премія, що враховує інші специфічні для даного підприємства (проекту) ризики.

Для бездолгового грошового потоку повинна використовуватися ставка дисконту, що визначається на основі моделі середньозваженої вартості капіталу.

Для грошового потоку всього інвестованого капіталу застосовується ставка дисконтування, що дорівнює сумі зважених ставок віддачі на власний капітал і позикові кошти, де в якості ваг виступають частки позикових і власних коштів в структурі капіталу.

Така ставка дисконтування називається середньозваженої вартістю капіталу (Середньозважена вартість капіталу - витрати, пов'язані із залученням власного і позикового капіталів).

**7. Розрахунок залишкової вартості бізнесу може проводитися такими методами:**

• метод оцінки за вартістю чистих активів (використовується залишкова вартість активів на кінець прогнозного періоду);

• метод оцінки за ліквідаційною вартістю (використовується очікувана ліквідаційна вартість активів);

где − залишкова вартість; − грошовий потік в залишковий період (величина вартості береться на кінець прогнозного періоду); − ставка дис­конту; − довгостроковий темп зростання грошового потоку.

**8.** Розрахунок поточної вартості майбутніх грошових потоків і підсумовування значень **поточної вартості майбутніх грошових потоків і залишкової вартості** дає величину вартості бізнесу на основі його поточної діяльності. Відсоткова ставка, яка використовується в підрахунку поточної вартості, називається ***дисконтною ставкою.***

Поточну вартість майбутніх грошових потоків можна визначити за ставкою простого і складного відсотків.

***Простий відсоток*** − це відсоток, який нараховується тільки на основну суму боргу без урахування накопичених відсотків. ***Складний відсоток*** − це відсоток, що нараховується на основну суму боргу і невиплачені раніше відсотки, нараховані за попередній період.

де - початкова сума інвестування грошей (поточна вартість); - майбутня вартість грошових коштів; *п* - термін вкладення коштів (кількість періодів); *r* - темп приросту грошових коштів (ставка відсотка, норма рентабельності, дисконтна ставка); 〖 - фактор (множитель) поточної вартості грошових вкладень.

У тому випадку, якщо обмовляється частота виплати відсотків протягом року, то поточну вартість можна визначити за формулою:

де *m* - це частота виплати відсотків протягом року.

Коли необхідно оцінити грошові потоки, вироблені проектом в різні періоди часу, проводиться оцінка ануїтету.

***Ануїтет*** - рівні за величиною грошові потоки за кожний період вре¬мені протягом точно визначеного терміну (наприклад, періодична виплата відсотків, перерахування орендної плати).

***Звичайний ануїтет*** – а саме надходження і вибуття коштів відбувається в кінці кожного конкретного періоду), можна розрахувати за формулою.

**9. У отриману вартість** можуть бути включені **заключні поправки:**

1) величина вартості неопераційних активів;

2) величина власного оборотного капіталу;

3) величина довгострокової заборгованості (при визначенні вартості власного капіталу з використанням моделі грошового потоку для всього інвестованого капіталу).

Вартість неопераційних необоротних активів, які не плануються до використання (наприклад, непрофільні активи), у тому числі що знаходяться на консервації, вартість об'єктів незавершеного будівництва та об'єктів соціальної сфери, додається до вартості, отриманої при дисконтуванні грошового потоку.

Додається також надмірна власний оборотний капітал або віднімається його дефіцит. Поправка на надлишок (дефіцит) власного оборотного капіталу визначається як різниця між фактичною (розрахованої за даними бухгалтерської звітності підприємства на останню звітну дату та необхідної (розрахованої за планованим показниками оборотності) величинами власного оборотного капіталу.

У підсумку модель дисконтування грошових потоків дає вартість бізнесу в цілому при наявності 100% -го контролю (для одноосібного власника). Для визначення «меншої частки» робиться знижка на недолік прав контролю над бізнесом.

**10. Процедури перевірки методу** полягають в зіставленні прогнозованого обсягу виробництва продукції з наявними виробничими потужностями, прогнозних цін з рівнем цін на дану продукцію, прогнозовану дохідність з історичними даними та аналогічними підприємствами.

Оцінка на основі дисконтування грошових потоків концентрує увагу на головному питанні всіх інвесторів - здатності підприємства отримувати прибутки. Вартість, що оцінюється через дисконтований грошовий потік, вважається кращою мірою оцінки результатів діяльності, так як вимагає повної інформації про підприємство. Незважаючи на те, що метод побудований на великій кількості припущень щодо очікуваних результатів діяльності підприємства, він є стандартним методом оцінки потенційної ринкової вартості для західних інвесторів.