

© Королева С. К., Москалев М. С., 2024

Иркутский государственный университет, г. Иркутск

В данной статье рассматривается такое понятие, как оценка бизнеса, подходы и методы, с помощью которых она проводится независимыми экспертами или заинтересованными инвесторами. Отдельное внимание уделяется сравнительному подходу и методу отраслевых коэффициентов, подробно рассматриваются основные рыночные мультипликаторы и критерии для их корректного применения.

Ключевые слова: оценка бизнеса, стоимость компании, доходный подход, затратный подход, сравнительный подход, рыночные мультипликаторы, P/E, P/S, P/BV, EV, EBITDA, EV/EBITDA, Долг/EBITDA, ROE, EPS

Прежде чем покупать ценные бумаги какой-либо компании рациональный инвестор должен изучить её деятельность и финансовые отчеты, сравнить её с другими представленными на рынке вариантами и дать оценку привлекательности инвестирования в данный бизнес.

Оценка бизнеса — это процесс определения стоимости всей компании в целом, доли в уставном капитале или её отдельно взятой акции [3].

Оценивают бизнес независимые эксперты, они проводят финансовый анализ состояния деятельности компании, изучают её отчеты и документы, делают прогнозы будущего положения на рынке. Проводится данная процедура при продаже или покупке доли компании, ликвидации, слиянии, поглощении или реструктуризации компании, а также при страховании активов. Помимо этого, собственники или топ-менеджмент организации могут самостоятельно и добровольно проводить оценку бизнеса, для того чтобы понимать реальное положение дел, вносить коррективы в планы дальнейшего развития и принимать эффективные управленческие решения, основанные на реальных фактах [1].

Существует три основных подхода к оценке бизнеса: доходный, затратный и сравнительный. Рассмотрим каждый поподробнее:

Доходный подход заключается в оценке возможных будущих доходов компании. Отсюда

можно сделать логичный вывод: чем больше прибыли может генерировать бизнес, тем он дороже стоит. Доходный подход включает в себя 2 метода: метод прямой капитализации и метод дисконтирования денежных потоков (ДДП).

Метод прямой капитализации доходов — это определение текущей стоимости бизнеса на основании будущего сгенерированного дохода за период в среднем.

Метод дисконтирования денежных потоков заключается в сумме денежных потоков компании за определенный период с учетом стоимости денег во времени.

Затратный подход рассматривает стоимость бизнеса в зависимости от объема понесенных расходов. С точки зрения данного подхода, компания стоит столько, сколько получают собственники (или акционеры) при продаже всех активов организации и выплате всех обязательств. Для этого применяется 2 метода: метод чистых активов и метод ликвидационной стоимости.

Метод чистых активов подразумевает под собой оценку экспертом стоимости продажи материальных и нематериальных активов компании, а также величину задолженностей. После чего из первого вычитается второе, и получается итоговая стоимость бизнеса.

Метод ликвидационной стоимости отличается тем, что в данном случае стоимость продажи всех материальных активов оценивается отдельно друг

от друга по рыночной цене, однако учитываются все необходимые затраты на демонтаж, транспортные и комиссионные расходы, а также налоги с продажи имущества.

Сравнительный подход используют при условии того, что на рынке представлены аналогичные или похожие по типу и размеру компании, информацию, о стоимости которых можно найти в открытых источниках. Сравнительный подход представлен тремя основными методами: метод рынка капитала, метод прошлых сделок и метод отраслевых коэффициентов (мультипликаторов).

Метод рынка капитала предполагает, что стоимость бизнеса определяется путем сравнения цен продаж аналогичных компаний на фондовом рынке, причем их миноритарного пакета акций.

Метод прошлых сделок же по факту является частным случаем метода рынка капитала и основывается на изучении цен покупки контрольных пакетов акций подобных предприятий. Стоит отметить, что в данном методе в отличие от других используется информация с рынка слияний и поглощений.

Другим отличительным способом сравнительного подхода является метод отраслевых коэффициентов, их еще называют рыночные мультипликаторы. Это такие производные финансовые показатели, которые позволяют оценить какую-либо отдельно взятую компанию из отрасли с точки зрения инвестиционной привлекательности в независимости от её размера и позиции на рынке. Благодаря мультипликаторам частный или конституциональный инвестор может проанализировать «справедливую стоимость» той или иной ценной бумаги в конкретный момент

времени и принять решение о целесообразности покупки или продажи данного актива [2].

Давайте рассмотрим основные рыночные мультипликаторы, на которые стоит обращать внимание в первую очередь при оценке бизнеса. Информацию для расчетов данных коэффициентов предпочтительно брать из актуальных финансовых консолидированных отчетов компании по МСФО.

P/E (Price to earnings) — это коэффициент отношения рыночной капитализации (количество всех акций, умноженное на цену одной штуки) всей компании к её годовой чистой прибыли. Фактически данный показатель отражает, за сколько лет бизнес окупит сам себя: то есть чем меньше — тем лучше при условии, что это положительное число. Отрицательное значение P/E означает, что бизнес понес убытки за представленный период отчетности.

Что касается российского фондового рынка, то стоит отметить, что историческим средним значением P/E, по некоторым источникам, является число = 10,1. Следовательно, компании, имеющие P/E меньше данного значения, являются недооцененными относительно широкого рынка, компании с показателем больше 10,1 — переоценённые относительно широкого рынка.

Однако необходимо понимать, что хоть данный показатель и позволяет сравнивать компании из абсолютно разных отраслей, но это будет не совсем корректно, поскольку в каждой сфере — свои нормы капитальных затрат и расходов, объемов выручки и прибыли. Поэтому логичнее сравнивать значения P/E отдельно взятого бизнеса со средними по отрасли (Рис. 1) или с показателями конкурентов, так же представленными на рынке [4].

	P/E ratio	Мин.	Макс.
IT	21,42	16,20	31,00
Машиностроение	25,21		
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	7,00	1,54	22,04
Пищевая промышленность	7,28	4,80	10,00
Промышленность драгоценных металлов и алмазов	7,70	3,70	12,80
Страхование	11,08		
Строительство	13,475	12,23	14,72
Телекоммуникации и связь	11,05	8,00	15,10
Оптовая и розничная торговля (продовольственные и непродовольственные товары, общественное питание)	11,36	7,60	20,50
Транспорт и логистика	10,29	1,07	20,90
Угольная промышленность	2,81	2,27	3,36
Банки и финансы	5,21	2,80	7,96
Химическая и нефтехимическая промышленность	9,45	5,00	14,00
Цветная металлургия	9,69	4,16	12,74
Черная металлургия	5,44	3,08	6,40
Электроэнергетика	8,58	1,90	26,20

Рис. 1. Ценовые мультипликаторы P/E ratio для разных отраслей экономики

P/S (Price to sales) — коэффициент отношения рыночной капитализации компании к её годовой выручке. Можно сказать, что данный показатель отражает, сколько платит инвестор за единицу выручки. Преимуществом P/S является то, что его можно посчитать для абсолютно любого бизнеса, так как его значение всегда только положительное, поскольку выручка отрицательной быть не может. В основном данный коэффициент используют для сравнения компаний из одной отрасли, где

маржинальность примерно одинаковая. Наиболее точные значения показателя приходятся на сферы, где выручка последовательно создает объемы прибыли или формирует денежный поток, например, в торговле.

Стоит отметить, что P/S варьируется в зависимости от деятельности отрасли. Например, у IT-компаний оценка обычно гораздо выше, так как инвесторы закладывают в цену будущие денежные потоки компании (Рис. 2).

	P/S ratio	min	max
IT	9.02	5.80	12.60
Машиностроение	0.65	0.20	0.90
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	1.04	0.15	4.85
Пищевая промышленность	3.10	0.82	7.26
Промышленность драгоценных металлов и алмазов	2.77	2.40	4.65
Страхование	0.99		
Строительство	0.59	0.12	1.06
Телекоммуникации и связь	1.87	0.70	4.40
Оптовая и розничная торговля (продовольственные и непродовольственные товары, общественное питание)	0.67	0.30	1.76
Транспорт и логистика	0.83	0.20	2.40
Угольная промышленность	0.72	0.20	13.00
Банки и финансы	2.04	0.47	5.28
Химическая и нефтехимическая промышленность	1.37	0.70	2.09
Цветная металлургия	1.92	0.69	3.14
Черная металлургия	0.85	0.70	1.60
Электроэнергетика	0.51	0.17	2.18

Рис. 2. Ценовые мультипликаторы P/S ratio для разных отраслей экономики

P/BV (Price to book value) — коэффициент отношения рыночной капитализации компании к балансовой стоимости акционерного капитала (её чистым активам). Этот показатель позволяет инвестору оценить не переплачивает ли он за то, что останется от компании в случае её мгновенного банкротства. Если P/BV меньше единицы это означает, что на 1 рубль рыночной капитализации приходится более 1 рубля фактической стоимости компании, а значит, при банкротстве акционерам будет что возвращать. И наоборот, если P/BV больше единицы — 1 рубль капитализации обеспечен менее чем 1 реальным рублем, следовательно, в случае банкротства либо не все инвесторы смогут получить часть вложенных денег назад, либо смогут вернуть все, но в гораздо меньшем объеме.

Здесь, как и в вышеперечисленных мультипликаторах, многое так же зависит от отрасли и специфики бизнеса. Например, у IT-компаний может быть очень мало материальных активов на балансе — в основном только патенты или права на какую-либо технологию, из-за чего P/BV будет довольно высоким. А у телекоммуникационной компании, наоборот, огромное количество материальных активов (сотовые вышки, различные передатчики, сервера и др.) будет числиться на балансе, что сделает показатель P/BV довольно низким.

EV (Enterprise value) — это мультипликатор, отражающий справедливую стоимость компании, которая считается как сумма её рыночной капитализации со всеми долговыми обязательствами за вычетом доступных денежных средств.

EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) — это показатель прибыли компании до выплаты процентов по кредитам и займам, уплаты налогов, определения износа и начисления амортизации. Данный мультипликатор нужен для того, чтобы понимать, какую именно прибыль генерирует основная деятельность компании. Он позволяет оценить какую теоретическую прибыль приносил бы конкретный бизнес в идеальных условиях: нулевая ставка налога на прибыль, основные средства уже имеются и не изнашиваются, проценты по кредитам платить не нужно.

Помимо этого, мультипликатор EBITDA может быть очень полезен для сравнения компаний одного сектора из разных стран, так как в каждом государстве различные налоговые ставки, однако на показатель прибыли EBITDA это не будет оказывать никакого влияния, что сделает расчет более точным и объективным.

EV/EBITDA (Enterprise Value/Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) — это коэффициент отношения справедливой стоимости

компания к полученной ею прибыли компании до выплаты процентов по кредитам и займам, уплаты налогов, определения износа и начисления амортизации. Данный показатель отражает рыночную оценку единицы прибыли компании, он чем-то похож на мультипликатор P/E, однако здесь вместо рыночной капитализации расчет производится на основании реальной (справедливой) стоимости компании, к тому же вместо чистой прибыли здесь используется более точное значение EBITDA. Совокупность этих факторов позволяет с помощью мультипликатора EV/EBITDA сравнивать бизнесы из разных сфер экономик (в отличие от мультипликатора P/E) и получать с большей долей вероятности довольно достоверные значения.

Долг/EBITDA (Debt/Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) — это коэффициент отношения долговых обязательств компании к её прибыли до выплаты процентов по кредитам и займам, уплаты налогов, определения износа и начисления амортизации. Мультипликатор Долг/EBITDA отражает количество лет, необходимое компании, для погашения всех своих долгов собственной прибылью. Следовательно, чем меньше число, тем лучше, однако если показатель имеет отрицательное значение, это говорит о том, что компания убыточна. В случае если у компании отрицательный чистый долг, то есть либо вовсе отсутствуют долговые обязательства, либо имеются небольшие кредиты и займы, которые могут быть легко и оперативно погашены за счет большого количества накопленных денежных средств, то это расценивается как положительный фактор при оценке бизнеса.

ROE (Return on common equity) — это коэффициент отношения чистой прибыли компании к её собственному капиталу; это рентабельность, то есть доходность акционерного капитала, выраженная в процентах годовых. Данный мультипликатор показывает, какой объем чистой прибыли бизнес генерирует на каждый рубль, вложенный в него собственниками. По этому показателю можно судить об эффективности компании и разумности инвестирования в нее.

EPS (Earnings per share) — это коэффициент отношения всей чистой прибыли компании к количеству выпущенных ею обыкновенных акций. Для расчета этого мультипликатора используются значения EPS разных отчетных периодов, то есть процентное изменение показателя за прошлый год к текущему. В целом рост EPS год к году — это положительный фактор, но стоит отметить, что очень часто сильное падение прибыли или, наоборот, резкий рост показателя сигнализируют инвестору о соответствующем изменении цены акции в ближайшее время [5].

Подводя итог всему вышесказанному, можно сделать вывод, что грамотная и полномасштабная оценка бизнеса довольно сложный и трудоемкий

процесс, требующий детальной проработки и качественного анализа совокупности всех показателей и мультипликаторов компании. Помимо этого, важно помнить о том, что для получения более достоверных и объективных данных о бизнесе, его следует сравнивать с компаниями из одной и той же отрасли. ■

1. Как посчитать, сколько стоит бизнес. // Бизнес-секреты — медиа для бизнеса от Банка Тинькофф. URL: <https://secrets.tinkoff.ru/biznes-s-nulya/ocenka-stoimosti-biznesa/> (дата обращения: 01.03.2024)

2. Как сравнивать компании с помощью мультипликаторов // Информационно-образовательный ресурс СберСова. URL: <https://sbersova.ru/sections/invest/kak-sravniivat-kompanii-s-pomoshchyu-multiplikatorov> (дата обращения: 02.03.2024).

3. Оценка бизнеса: всё, что о ней нужно знать любому предпринимателю и менеджеру // Skillbox Media — журнал для профессионалов. URL: <https://skillbox.ru/media/business/otsenka-biznesa-vsye-cto-o-ney-nuzhno-znat-lyubomu-predprinimatelju-i-menedzheru/> (дата обращения: 01.03.2024)

4. Рыночные мультипликаторы: как оценить бизнес и выбрать акции // Информационно-аналитический портал БКС Экспресс. URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/rynochnye-mul-tiplikatory-kak-otsenit-biznes-i-vybrat-aktsii> (дата обращения: 03.03.2024)

5. Что такое мультипликаторы // Тинькофф журнал. URL: <https://journal.tinkoff.ru/multiplikator/> (дата обращения: 04.03.2024)

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ:

Как посчитать, сколько стоит бизнес. // Бизнес-секреты — медиа для бизнеса от Банка Тинькофф. URL: <https://secrets.tinkoff.ru/biznes-s-nulya/ocenka-stoimosti-biznesa/> (дата обращения: 01.03.2024)

Как сравнивать компании с помощью мультипликаторов // Информационно-образовательный ресурс СберСова. URL: <https://sbersova.ru/sections/invest/kak-sravniivat-kompanii-s-pomoshchyu-multiplikatorov> (дата обращения: 02.03.2024).

Оценка бизнеса: всё, что о ней нужно знать любому предпринимателю и менеджеру // Skillbox Media — журнал для профессионалов. URL: <https://skillbox.ru/media/business/otsenka-biznesa-vsye-cto-o-ney-nuzhno-znat-lyubomu-predprinimatelju-i-menedzheru/> (дата обращения: 01.03.2024)

Рыночные мультипликаторы: как оценить бизнес и выбрать акции // Информационно-аналитический портал БКС Экспресс. URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/rynochnye-mul-tiplikatory-kak-otsenit-biznes-i-vybrat-aktsii> (дата обращения: 03.03.2024)

Что такое мультипликаторы // Тинькофф журнал. URL: <https://journal.tinkoff.ru/multiplikator/> (дата обращения: 04.03.2024)

Market multipliers and business valuation

© **Koroleva S., Moskalev M., 2024**

This article discusses such a concept as business valuation, approaches, and methods by which it is carried out by

independent experts or interested investors. Special attention is paid to the comparative approach and the method of industry coefficients, the main market multipliers and criteria for their correct application are considered in detail.

Keywords: business valuation, company value, revenue approach, cost approach, comparative approach, market multipliers, P/E, P/S, P/BV, EV, EBITDA, EV/EBITDA, Debt/EBITDA, ROE, EPS
