

## **Метод дисконтирования денежных потоков в оценке бизнеса**

### **Система оценочных подходов и методов в бизнесе**

Используется, в основном, один из трех критериев оценки стоимости бизнеса: – доходности, затратности и сравнительности. Первый из них определяет стоимость объекта на основании суммы дохода, которую он может принести. Второй используется в оценке бизнеса, основанного на разнородных активах, и не создающего устойчивые активы. Третий применяется, если на рынке существует множество идентичных объектов собственности.

При доходном подходе исчисляется текущая стоимость доходов в перспективе. Она определяется на основании предполагаемого дохода от использования собственности в будущем, а также исходя из суммы дохода, который может возникнуть от продажи собственности. Согласно данному подходу применяются один из двух методов оценки стоимости бизнеса: либо капитализации доходов, либо дисконтирования денежных потоков.

Принцип метода капитализации доходов в определении стоимости бизнеса в том, что стоимость доли собственности в предприятии равна текущей стоимости будущих доходов, которые обеспечит эта доля. Он применяется для продаваемого бизнеса, являющегося не целостным объектом, а лишь долей действующего предприятия.

### **Теоретические основы расчёта денежных потоков**

#### ***Расчёт денежного потока***

Метод ДДП в оценке бизнеса (дисконтирование денежных потоков) основан на расчёте суммы поступлений, которые могут возникнуть в прогнозный период. Под денежными потоками (ДП) понимаются поступления бизнесу. ДП сопоставляется с размером либо собственного капитала, либо всего инвестированного капитала (соответственно, применяется две модели образования ДП).

Величина ДП складывается из:

- чистой прибыли (после уплаты налогов);

- амортизационных поступлений;
- вложений в собственный капитал (вычитаются, если предполагается извлечения из него);
- инвестиций в основные средства (вычитается сумма инвестиций, которые из оцениваемого бизнеса предполагается направить другим предприятиям);
- возрастания долгосрочной задолженности (берётся со знаком минус, если предполагается её сокращение).

Если используется модель ДП по инвестированному капиталу, то он подлежит разделению по признакам «собственный» либо «заёмный».

***Длительность прогнозного периода получения дохода  
и ретроспективного прогноза объёмов реализации***

Метод дисконтирования денежных потоков в оценке бизнеса основывается на прогнозировании сроков поступления доходов. Сроки определяются ожиданиями возможного времени рентабельного существования бизнеса. В крайнем случае принимается длительность в один год от даты совершения сделки по купле-продаже бизнеса.

Содержание ретроспективного анализа и прогнозирования доходов от реализации товаров определяется:

- номенклатурой выпускаемой продукции (услуг);
- ретроспективными показателями темпов роста предприятия;
- степенью удовлетворения спроса на продукцию;
- темпами инфляции;
- характером загрузки имеющихся производственных мощностей;
- долей рынка оцениваемого предприятия.

С учётом особенностей производства, может быть установлен иной набор его показателей.

Расчёты дисконтирования зависят от темпов инфляции. Чтоб учесть её характер, необходимо проанализировать индекс среднего изменения цен за анализируемый период, руководствуясь при этом специальной методикой.

Она позволяет оценить индекс инфляции ( $I_p$ ) на основании цен анализируемого ( $P_i$ ) и базового ( $P_q$ ) периодов, а также показателя объёма реализации товаров ( $G$ ) за анализируемый период.

***Аналитика и прогнозирование расходов и инвестиций,  
а также прогнозирование ежегодных ДП***

Содержанием этих этапов является обобщение ретроспективной информации о современных тенденциях в бизнесе и обобщение их. Изучается также структура расходов. Особое внимание уделяется анализу соотношения постоянных и переменных расходов.

При анализе и прогнозе инвестиций исследуются три компоненты имущества предприятия: собственные оборотные средства; активы; долгосрочные кредиты и акции.

Для расчёта объёмов денежного потока за каждый год прогнозного периода применяется два основных подхода – прямой и косвенный. Первый используется, если для исследования используется критерий «цель возникновения расходов». Он целесообразен при изучении затрат, возникающих при осуществлении отдельных видов деятельности. При втором анализируются перемещения денежных средств по принципу – место их возникновения. Объектом анализа становятся статьи прихода и расхода, отражаемые на бухгалтерских счетах.

**Основы дисконтирования денежных потоков**

***Расчёты ставки дисконтирования по денежному потоку***

При дисконтировании применяется ставка не одной величины, а она дифференцируется в зависимости от вида собственности. Соответственно, применяются различные методики расчётов ставок. Чтобы оценить ДП собственного капитала, применяется или модель оценки капитальных активов, или же метод кумулятивного построения. Если же оценивают денежный поток всего инвестированного капитала, то пользуются моделью расчёта средневзвешенной стоимости капитала.

Ставка дисконта по денежному потоку всего инвестированного капитала определяется как сумма средневзвешенных ставок отдачи по собственному капиталу. Размер взвешенности определяется как доля заёмных средств и доли, соответственно, собственных в общей структуре капитала. Такая ставка дисконта получила название «средневзвешенная стоимость капитала (Weighted Average Cost of Capital - WACC)».

Если источником формирования имущества предприятия являются только собственные и заёмные средства, то WACC рассчитывается так:

$$WACC = (E/(D+E))*y + [(D/(D+E))*b]*(1-T),$$

где: D - сумма заёмного капитала, руб.;

E - сумма собственного капитала, руб.;

y - требуемая или планируемая доходность от собственного капитала, %;

b - стоимость заёмных средств, %;

T - ставка налога на прибыль, %.

### ***Дисконтирование по оценке капитальных активов***

Если использовать способ дисконтирования оценки по модели капитальных активов, то можно сравнить доход предприятия с доходностью ценных бумаг, свободно обращающихся на фондовом рынке. В качестве эталона устойчивости принимается доход от безрисковой ставки. Обычно ею являются доходы, гарантируемыми государственными долговыми обязательствами на длительный период (облигациям и векселям).

Если же применить модель оценки капитальных активов, то ставка дисконта будет определяться иным образом. В этом способе используется:

r – ставка дисконта (дохода на собственный капитал);

$R_f$  – норма дохода по безрисковым вложениям;

b – коэффициент бета (мера систематического риска, т. е. риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами, происходящими в стране);

$R_m$  – общая доходность рынка в целом;

$S_1$  – дополнительная норма дохода за риск инвестирования в конкретную компанию (несистематические риски);

$S_2$  – дополнительная норма дохода за риск инвестирования в малую компанию;

$C$  – дополнительная норма дохода, учитывающая уровень страхового риска.

### ***Расчёты по дисконтированию бизнеса в послепрогнозный период***

Они основываются на том, что бизнес принесёт доходы и после окончания периода прогнозирования. Метод вычисления дисконта зависит от перспектив бизнеса после окончания прогнозного периода.

Если предполагается банкротство предприятия, то применяется метод, когда оценивается ликвидационная стоимость. При этом учитываются расходы, обусловленные работами по ликвидации. Чаще всего оценку бизнеса проводят на основе стоимости чистых активов. Иногда основываются на методе учёта денежных потоков сопоставимых бизнесов. В крайнем случае используется упрощённый расчёт стоимости бизнеса по формуле, предложенной Гордоном.

На заключительном этапе расчётов, связанных с использованием метода дисконтированных денежных потоков в оценке бизнеса, определяется текущая стоимость денежных потоков в будущем. Для этого суммируются:

- текущая стоимость периодических ДП, имеющих у ныне существующего предприятия;
- ожидаемая в будущем текущая стоимость предприятия, которая сложится при функционировании его в течение постпрогнозного периода.

В расчёт вносятся две корректировки. Первая учитывает стоимость активов предприятия, которые на момент определения текущей стоимости не были заняты в производстве, и поэтому не вошли в неё. В процессе корректировки рыночная стоимость таких активов суммируется с продисконтированной стоимостью.

Подлежит коррекции и собственный оборотный капитал в размере, достаточном для обеспечения деятельности предприятия в прогнозируемых объёмах. Его стоимость прибавляется к рассчитанной выше продисконтированной текущей стоимости денежных потоков.