

УДК 65.011

Н. В. Котельникова

Санкт-Петербургский государственный университет промышленных технологий и дизайна, Высшая школа технологии и энергетики, г. Санкт-Петербург, email: nvk74@bk.ru

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ФИНАНСОВОЙ ОТЧЁТНОСТИ ДЛЯ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА МЕТОДОМ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ

Ключевые слова: рыночные мультипликаторы, стоимость бизнеса, EV, рыночная капитализация, сравнительный подход, метод мультипликаторов, оценка бизнеса

В статье представлены чек-листы расчёта стоимости бизнеса методом мультипликаторов с использованием информации, отражённой в финансовой отчётности в формате МСФО. Рассмотрена классификация мультипликаторов в зависимости от факторов, влияющих на их числитель и знаменатель. Представлены аналитические таблицы сбора исходных данных для расчёта прогнозной и текущей стоимости бизнеса методом мультипликаторов. Приведены примеры расчёта стоимости бизнеса на основе рыночных мультипликаторов: P/BV, P/E, P/S, P/EBIT, P/EBITDA, P/DIV, P/NOCF, P/FCF. Разобраны методологические проблемы, которые возникают при применении метода мультипликаторов: выбор бизнесов-аналогов, выбор даты определения рыночной цены акции, выбор средней для расчёта среднего значения мультипликаторов или рыночной капитализации.

N. V. Kotelnikova

Higher School of Technology and Energy Saint-Petersburg State University of Industrial Technologies and Design, St. Petersburg, email: nvk74@bk.ru

USE OF FINANCIAL STATEMENTS TO EVALUATE BUSINESS VALUE BY THE METHOD OF MULTIPLIERS

Keywords: market multiples, business value, EV, market capitalization, comparative approach, multiplier method, business valuation

The article presents checklists for calculating the value of a business using the multiplier method using information reflected in financial statements in IFRS format. The classification of multipliers is considered depending on the factors influencing their numerator and denominator. Analytical tables for collecting initial data for calculating the forecast and current value of a business by the method of multipliers are presented. Examples of calculating the value of a business based on market multiples are given: P / BV, P / E, P / S, P / EBIT, P / EBITDA, P / DIV, P / NOCF, P / FCF. The methodological problems that arise when using the method of multipliers are analyzed: the choice of business analogs, the choice of the date for determining the market price of a share, the choice of the average for calculating the average value of the multipliers or market capitalization.

Под стоимостью бизнеса понимают:
* балансовую оценку собственного капитала (балансовая капитализация);
или

* рыночную капитализацию, произведение цены акции на их количество;
или

* стоимостную оценку используемого капитала, которая равна рыночная капитализация плюс долговые обязательства (заёмные средства) минус денежные средства и их эквиваленты на дату расчёта.

Вышеприведённые варианты стоимости бизнеса можно рассчитать, используя доходный, рыночный или за-

тратные подходы. Внутри этих подходов существуют различные методы расчёта. Общеизвестным является факт, что до момента совершения сделки между продавцом и покупателем нельзя однозначно оценить бизнес, а в момент купли-продажи цена сделки и является стоимостью бизнеса или пакета акций (зависит от того, что является объектом сделки). Получается, что оценивать бизнес или акцию нет необходимости? Это не совсем так. Как правило, перед сделкой, участники желают знать стоимость объекта. Поэтому тема определения стоимости бизнеса является актуальной для широкого круга инве-

сторов и собственников бизнеса; топ-менеджеров компаний, вознаграждение которых может зависеть от значения данного показателя.

Сфера научного и практического интереса автора – это методические аспекты анализа финансовой отчётности различными группами стейкхолдеров и поиск ответа на вопрос: как именно информация финансовой отчётности помогает принимать им решения. Например, одним из аспектов исследования является поиск ответа на вопрос: как именно информация финансовых отчётов позволяет рассчитать стоимость бизнеса и помогает принимать инвестиционные решения. В рамках данной статьи **объектом исследования** является стоимость бизнеса; **предметом**, – алгоритм расчёта стоимости бизнеса методом мультипликаторов на основе информации, отражённой в финансовой отчётности бизнеса, составленной в соответствии с требованиями МСФО.

Цель исследования:

- * представить классификацию мультипликаторов и рассмотреть методологические проблемы их расчёта;

- * представить чек-лист расчёта стоимости бизнеса методом мультипликаторов с использованием информации, отражённой в финансовой отчётности в формате МСФО для двух ситуаций: расчёт будущей стоимости бизнеса и расчёт текущей стоимости бизнеса.

Методы исследования: **анализ**, в части рассмотрения отдельных аспектов расчёта и интерпретации различных мультипликаторов; и **синтез**, в части формирования чек-листа расчёта стоимости бизнеса методом мультипликаторов.

Информационная база исследования: статьи и книги экспертов по инвестиционному анализу [1,2,3 и др.], информационные порталы [4,5], консолидированная финансовая отчётность в формате МСФО, выбранных компаний для демонстрации применения алгоритма расчёта стоимости бизнеса методом мультипликаторов [6,7,8,9].

Результаты исследования

Экономическая сущность мультипликатора проявляется в том, что

данный показатель связывает стоимость бизнеса с фактором, влияющим на стоимость бизнеса. Владелец бизнеса, по сути, владелец капитала или доли в капитале бизнеса:

- * получает на свои вложения дивиденды, размер которых зависит от чистой прибыли, заработанной бизнесом за отчётный период. Следовательно, на стоимость бизнеса влияет размер прибыли. Прибыль в свою очередь зависит от выручки и расходов бизнеса;

- * получает рассчитанные и начисленные дивиденды деньгами. Следовательно, на стоимость бизнеса влияет размер свободного денежного потока;

- * получает долю в активах в случае ликвидации бизнеса, после того как компания рассчиталась со всеми сотрудниками, государством, кредиторами, поставщиками. Следовательно, на стоимость бизнеса влияет размер чистых активов, чем он выше, тем больше шансов, что владельцы капитала что-то получают в случае ухода бизнеса с рынка.

Факторы, влияющие на стоимость бизнеса и подходы к определению данной величины, являются основой для классификации мультипликаторов (табл. 1).

Комбинируя, описанные выше в таблице, числители и знаменатели мультипликаторов можно составить порядка десяти +/- показателей. Каждый из мультипликаторов будет характеризовать сколько рыночной стоимости бизнеса или рыночной капитализации приходится на одну единицу фактора стоимости. Естественно возникает вопрос, а какой же мультипликатор использовать для оценки стоимости бизнеса? Ответ: все подходящие для данной сферы бизнеса, поскольку нельзя однозначно определить какой именно фактор сам по себе влияет на стоимость бизнеса. В результате расчётов получится спектр значений, на основе которых можно определить минимальное и максимальное значение стоимости бизнеса или рассчитать его среднюю величину.

Метод мультипликаторов используют для расчёта **будущей стоимости** бизнеса (табл. 2,3) или текущей (табл. 4,5,6).

Таблица 1

Классификация мультипликаторов

Мультипликаторы	Характеристика
В зависимости от подхода расчёту стоимости бизнеса (деление мультипликаторов на группы в зависимости от того, что находится в числителе)	
Ценовые	Позволяют рассчитать стоимость собственного капитала бизнеса. В числителе мультипликаторов может находиться цена акции (P, Price) или рыночная капитализация (произведение рыночной цены акции и количество выпущенных акций в обращение). Несмотря на то, что английское значение рыночной капитализации – это «market capitalization», аббревиатура MC, для расчёта мультипликаторов используется аббревиатура P. При этом подразумевается, что если данные в знаменателе относятся к одной акции, то числитель P – цена акции, а если в знаменателе данные относятся ко всей компании, то числитель P – рыночная капитализация.
Стоимостные	В числителе мультипликаторов находится стоимость бизнеса, которая рассчитывается как сумма стоимости собственного капитала и стоимости его чистого долга. Аббревиатура EV, Enterprise Value. В знаменателе необходимо использовать значения, которые относятся ко всей компании.
В зависимости от факторов, влияющих на стоимость бизнеса (деление мультипликаторов на группы в зависимости от того, что находится в знаменателе)	
Финансовые	В знаменателе мультипликаторов находится тот или иной показатель финансовой отчётности бизнеса. Категории мультипликаторов представлены ниже в этой таблице.
Нефинансовые	В знаменателе мультипликаторов находится специфичный для отрасли показатель. Например, для ритейла – кв. метры торговой площади, для телекоммуникационных компаний – количество абонентов, для квест компаний – количество локаций, для фастфуда – количество торговых точек и т.д.
В зависимости от формы отчётности (деление финансовых мультипликаторов) различают мультипликаторы, основанные на данных (предмет исследования статьи)	
отчёта о прибылях и убытках	Классическими знаменателями мультипликаторов являются первая и завершающие строки отчёта: выручка (S, Sales), чистая прибыль (E, Earnings) и прибыль на акцию (EPS, Earnings per share). Также используются показатели EBIT и EBITDA.
отчёта о финансовом положении	В самой форме отчётности есть рассчитанная балансовая стоимость бизнеса – это стоимость чистых активов, синонимы: собственный капитал, балансовая капитализация (BV, book value). Значение BV для знаменателя мультипликатора может быть взято для компании в целом или рассчитано на одну акцию BV per share.
отчёта о движении денежных средств	В качестве знаменателя мультипликаторов могут быть использованы различные категории денежных потоков (CF, cash flow). Например, чистый денежный поток от операционной деятельности (NOCF, Net operating cash flow); свободный денежный поток (FCF, Free cash flow), чистый денежный поток акционеров (FCFE, Free cash flow to equity).
отчёта об изменении капитала	Для компаний, выплачивающих регулярные дивиденды, уместно применить в качестве знаменателя величину (DIV, Dividends).

Таблица 2

Аналитическая таблица сбора исходных данных для расчёта прогнозной стоимости бизнеса методом мультипликаторов, млн. руб.

Исходная информация	Отчётный год	Бюджет через три года	Бюджета через пять лет
Данные из отчёта и прогноза о финансовом положении			
Балансовая капитализация (BV)	113 784	105 746	134 008
Заёмный капитал (DC, Debt capital)	153 452	165 335	146 580
Денежные средства (Cash)	27 109	8 460	7 785
Чистый долг (DC – Cash)	126 343	156 875	138 795
Данные из отчёта и прогноза о прибылях и убытках			
Выручка (S)	247 992	253 879	176 261
Среднегодовая чистая прибыль за трёх-летний период (E)	10 568	16 932	48 667
Прибыль до налогообложения и процентов (EBIT)	17 966	31 150	124 768
Прибыль до налогообложения и процентов и амортизации (EBITDA)	45 258	57 776	152 400
Данные из отчёта и прогноза о движении денежных средств			
Чистый денежный поток от операционной деятельности (NOCF)	78 026	83 890	111 824
Свободный денежный поток (FCF, Free cash flow) равный NOCF минус Приобретение основных средств и нематериальных активов	40 922	43 012	69 678
Данные из отчёта и прогноза об изменении капитала			
Дивиденды (Div)	32 300	38 850	45 750
Рыночная информация: факт и прогноз			
Рыночная капитализация	345 502		
Средневзвешенное кол-во акций в обращении с учётом потенциально обыкновенных акций, шт.	125 500 000	135 500 000	155 500 000

В таблице 3, мультипликаторы рассчитаны как отношение рыночной капитализации отчётного года (345 502 млн руб., табл.2) к тому или иному фактору стоимости отчётного года (показателю финансовой отчётности). Например, $P/BV, 3,04 = 345\,502 (P) / 113\,784 (BV)$.

Прогнозная рыночная капитализация, рассчитана на основе мультипликаторов отчётного года и прогнозных данных, взятых из бюджета компании. Например, Рыночная капитализация через три года, полученная на основе мультипликатора $P/BV, 3,04 * 105\,746$ (табл. 2) = 321 094 (табл. 3).

Таблица 3

Пример расчёта прогнозной стоимости бизнеса методом мультипликаторов

Мультипликаторы	Отчётный год	Рыночная капитализация, рассчитанная на основе мультипликаторов, млн. руб.	
		через три года	через пять лет
P/BV	3,04	321 094	406 911
P/E	32,69	553 561	1 591 079
P/S	1,39	353 703	245 566
P/EBIT	19,23	599 041	2 399 395
P/EBITDA	7,63	441 064	1 163 428
P/NOCF	4,43	371 467	495 160
P/FCF	8,44	363 147	588 286
P/DIV	10,70	415 564	489 371
Средняя рыночная капитализация (Медиана)		393 516	541 723
Кол-во акций (табл.2)	125 500 000	135 500 000	155 500 000
Цена акции, руб.	2753	393 516 / 135,5 млн шт. = 2904	541 723 / 155,5 млн шт. = 3484
Чистый долг (табл.2)	126 343	156 875	138 795
Стоимость бизнеса (EV, Enterprise value)	471 845	550 391	680 518

Результирующий показатель – стоимость бизнеса, рассчитана как сумма медианы рыночных капитализаций, определённых на основе ряда мультипликаторов и прогнозного значения чистого долга. Данный показатель может быть использован как KPI топ-менеджеров. Показатель прогнозной рыночной стоимости бизнеса целесообразно использовать для расчёта будущих мотивационных выплат, «золотого парашюта», реализации опционных программ.

Метод мультипликаторов используется для расчёта **текущей стоимости** в сравнительном подходе к оценке бизнеса. Для применения данного метода необходимо определить компании-аналоги по следующим критериям:

- * отраслевая принадлежность, сравниваемые бизнесы должны относиться к одной сфере деятельности. Некорректно будет сравнивать, например, IT-бизнес и ритейл;

- * принадлежность к одному типу холдинга: вертикально-интегрирован-

ный, горизонтально-интегрированный, конгломерат;

- * похожая бизнес-модель. Например, сеть предприятий общественного питания / спортивных клубов/ магазинов и т.д. может зарабатывать доход (роялти) от франчайзи, а может от собственных торговых точек, – и, это будут две принципиально разные бизнес-модели, которые вряд ли корректно сравнивать между собой. Или, например, торговые точки могут быть преимущественно в собственных помещениях, а могут быть исключительно в арендованных, – и это тоже разные бизнес-модели.

- * похожая клиентская база, следует учитывать ориентированы ли сравниваемые бизнесы на оптовых или розничных клиентов, премиум или масс сегмент;

- * стадия жизненного цикла, публичный бизнес или частный, размер капитализации, раскрытие финансовой информации и другие параметры сравнения, которые являются релевантными для конкретной выборки.

Таблица 4

Аналитическая таблица сбора исходных данных для расчёта прогнозной стоимости бизнеса методом мультипликаторов, млрд. руб.

Исходная информация	ПИК СЗ	ЛСР	Эталон	Инград
Данные из отчёта о финансовом положении [4,6,7,8,9]				
Расчёт 1 Чистые активы (BV)	219,2	93,5	63,4	6,61
Расчёт 2 Балансовая капитализация (BV) Капитал, причитающийся акционерам материнской компании	204,6	89,2	63,4	6,61
Заёмный капитал (долг) (DC)	337,5	128,7	60,3	117,6
Денежные средства (Cash)	52,9	69,1	40	10,6
Чистый долг (DC – Cash)	284,6	59,6	20,3	107,1
Данные из отчёта о прибылях и убытках [4,6,7,8,9]				
Выручка (S)	430,3	124,8	87,7	67,3
Чистая прибыль скорректированная [4] (E)	54	15,2	5,11	1,72
Прибыль до налогообложения и процентов и амортизации (EBITDA)	120,4	31,6	22,5	9,96
Данные из отчёта о движении денежных средств [6,7,8,9]				
Чистый денежный поток от операционной деятельности (NOCF)	-113,48	-25,07	-7,31	-19,56
Свободный денежный поток (FCF)	-117,90	-26,81	-7,55	-19,65
Данные из отчёта об изменении капитала [4,6,7,8,9]				
Дивиденды (Div)	14,9	4,02	3,06	1,5
Рыночная информация [4,5]				
Рыночная цена акции на дату расчёта, руб.	1079	760	102,5	1481
Кол-во обыкновенных акций, млн. шт.	660,5	100,2	383,4	41,2
Рыночная капитализация	712,7	76,2	39,3	61,0
Стоимость (EV)	997,3	135,8	59,6	168,1

Следует отметить, что чем больше критериев, по которым бизнесы признаются корректными для сравнения, тем меньше компаний попадёт в выборку и может получиться, что в выборке окажется два бизнеса, а то и вовсе один. В такой ситуации метод мультипликаторов для оценки стоимости бизнеса применять некорректно.

В табл. 4,5,6 представлен пример расчёта **текущей стоимости** бизнеса для компаний строительной отрасли.

На основании данных таблицы 4, в таблице 5 представлен расчёт возможных финансовых мультипликаторов, на основе анализа которых

в таблице 6,7 рассчитана стоимость оцениваемых бизнесов. Для примера выбраны компании строительной отрасли. Критерии выбора: отраслевая принадлежность, схожая (хотя и не идентичная) бизнес-модель, наличие доступной финансовой информации. Исходные данные для расчёта взяты из информационных источников [4,5,6,7,8,9].

Обратите внимание, что операционные денежные потоки анализируемых компаний (табл. 4) отрицательные, следовательно, мультипликаторы P/NOCF и P/FCF рассчитывать не надо/ не имеет экономического смысла.

Таблица 5

Аналитическая таблица расчёта мультипликаторов

Мультипликаторы	ПИК СЗ	ЛСР	Инград	Эталон
Расчёт 1. P/BV	3,25	0,81	9,23	0,62
Расчёт 2. P/BV	3,48	0,85	9,23	0,62
P/E	13,20	5,01	35,48	7,69
P/S	1,66	0,61	0,91	0,45
P/EBITDA	5,92	2,41	6,13	1,75
P/DIV	47,83	18,94	40,68	12,84

Таблица 6

Аналитическая таблица расчёта рыночной капитализации (Р) на основе среднегеометрического значения мультипликаторов

Мульти- пликаторы	сргеом	Price ПИК, млрд. руб.	сргеом	Price ЛСР млрд. руб.	сргеом	Price Инград млрд. руб.	сргеом	Price Эталон млрд. руб.
	ЛСР Эталон Инград		ПИК, Эталон, Инград		ПИК, ЛСР, Эталон		ПИК, ЛСР, Инград	
P 1. P/BV	1,67	366,14	2,65	247,75	1,18	7,80	2,90	184,00
P 2. P/BV	1,70	347,16	2,71	241,85	1,23	8,10	3,02	191,25
P/E	11,10	599,28	15,33	232,97	7,98	13,73	13,29	67,90
P/S	0,63	270,31	0,88	109,36	0,77	51,68	0,97	85,18
P/EBITDA	2,95	355,70	3,99	125,96	2,92	29,09	4,44	99,85
P/DIV	21,47	319,90	29,24	117,53	22,66	33,99	33,28	101,83

Таблица 7

Аналитическая таблица сопоставления расчётной и рыночной стоимости бизнеса

№ стр.	Показатели	ПИК СЗ	ЛСР	Инград	Эталон
1	Средняя рыночная капитализация (расчитано по данным табл. 6), млрд. руб.	376,41	179,24	24,07	121,67
2	Кол-во ак, млн (табл.4)	660,50	100,20	41,20	383,40
3	Расчётная цена акции, руб. стр.1*100/стр. 2	$569,89 = 376,41 * 1000 / 660,5$	1 788,78	584,11	317,34
4	Рыночная цена акции, руб. (табл.4)	1 079	760	1 481	102,5
5	Расхождение в цене акций, руб. стр.3–стр.4	$509,11 = 1 079 - 509,11$ акции переоценены	-1 028,78 акции недооценены	896,89 акции переоценены	-214,84 акции недооценены
6	Расчётная стоимость бизнеса млрд. руб. (стр. 1+ чистый долг табл. 4)	$661,01 = 376,41 + 284,6$	238,84	131,17	141,97
7	Рыночная стоимость бизнеса (табл.4), млрд. руб	997,3	135,8	59,6	168,1
8	Расхождение в стоимости бизнеса, млрд. руб. стр. 6– стр.7	$336,27 = 997,3 - 661,01$ стоимость переоценена	-103,08 стоимость недооценена	36,95 стоимость переоценена	-82,37 стоимость недооценена

Для того чтобы рассчитать стоимость бизнеса, используя метод мультипликаторов в сравнительном подходе к оценке, необходимо найти среднее значение того или иного мультипликатора по сравниваемым компаниям и умножить его на соответствующий фактор стоимости оцениваемого бизнеса (табл.6). Например, значение рыночной капитализации ПАО «ПИК СЗ» 270,31 млрд. руб., рассчитано как произведение выручки «ПИК» 430,3 млрд. руб. (табл.4) и **среднегеометрического** значения мультипликаторов P/S 0,63 (табл. 6) бизнесов-аналогов ПАО (табл.5): «Группа ЛСР» 0,61; «ИНГРАД» 0,91; «Etalon Group PLC» 0,45. Соответственно, значение рыночной капитализации ПАО «Группа ЛСР» 109 млрд. руб., рассчитано как произведение выручки «ЛСР» 124,8 млрд. руб. (табл.4) и среднегеометрического значения мультипликаторов P/S 0,88 бизнесов-аналогов ПАО (табл.5): 1,66; 0,91; 0,45. Все расчёты были проведены в Excel.

В таблице 7 представлен расчёт стоимости бизнеса на основе расчётной среднерыночной капитализации. Например, средняя рыночная капитализация ПАО «ПИК СЗ» равна среднему арифметическому рыночных капитализаций, рассчитанных в табл. 6 на основе мультипликаторов P/BV, P/E, P/S, P/EBITDA, P/DIV, то есть $376,41 = (366,14 + 347,16 + 599,28 + 270,31 + 355,70 + 319,90) / 6$

Если рыночная стоимость акции превышает расчётную, то это означает, что акции оцениваемого бизнеса переоценены по сравнению с акциями выбранных бизнесов-аналогов. И также, если рыночная стоимость бизнеса превышает стоимость бизнеса, рассчитанную на основе среднего значения мультипликаторов бизнесов-аналогов, – это означает, что стоимость оцениваемого бизнеса переоценена по сравнению со стоимостью выбранных бизнесов для сравнения.

Следует отметить, что получение результатов о расхождении расчётной и рыночной стоимости бизнеса в результате применения вышеописанного алгоритма расчёта, даёт стейкхолдеру информацию для принятия решений, а **не является** прямой рекомендацией покупать/продавать активы. Прежде всего потому, что существует ряд методологических проблемы при определении стоимости

бизнеса методом мультипликаторов, которые делают неоднозначными результаты расчёта:

* выбор компаний для сравнения. Полностью идентичных бизнесов, схожих по всем параметрам не существует, поэтому всегда приходится «пренебрегать», делать разумные допущения при включении того или иного бизнеса в группу сравнения;

* рыночная цена акций есть только у публичных компаний, следовательно, частные компании будут изначально исключены из выборки. Хотя существует вариант, сделать подбор публичных бизнесов и оценить частный, например перед выходом компании на IPO или продажей, сделав корректировки при расчёте на непубличность объекта оценки;

* числитель мультипликаторов зависит от рыночной цены акции, которая не является постоянной величиной. Рыночная цена может быть определена, например, как цена закрытия на дату расчёта, средняя за выбранный период, на отчётную дату. Соответственно однозначно рассчитанной величины мультипликатора просто не может быть. Главное, при оценке определять рыночную цену акции для всех выбранных бизнесов по единой методике;

* мультипликаторы, рассчитанные по бизнесам-аналогам, надо усреднить, прежде чем рассчитывать стоимость оцениваемого бизнеса. Среднее значение может быть рассчитано как среднее геометрическое, медиана, арифметическое, взвешенное, мода, среднегармоническое. Автор придерживается двух вариантов, выбрать медиану, если выборка значительная, например от 8-10 мультипликаторов или компаний, и есть сильно выбивающиеся из общего ряда значения. Во всех других случаях использовать среднее геометрическое, которое помогает найти «типичный элемент» среди группы элементов, взаимодействующих друг с другом путём умножения [10];

* нельзя однозначно определить какой фактор стоимости является определяющим, и соответственно на основе какого именно мультипликатора следует рассчитывать стоимость: P/BV, P/E, P/S, P/EBITDA, P/DIV, P/NOCF, P/FCF. Поэтому следует определять расчётную

рыночную капитализацию на основе всех доступных для расчёта мультипликаторов, а потом их усреднять, делая допущение, что при разных средних будет разный результат.

Выводы

Проведённое исследование позволяет предложить стейкхолдеру два чек-листа расчёта текущей и будущей стоимости бизнеса методом мультипликаторов с использованием информации, отражённой в финансовой отчётности в формате МСФО. Выбор чек-листа зависит от цели расчёта стоимости бизнеса.

Первый чек-лист

Цель расчёта – определить будущую стоимость бизнеса для выставления KPI топ-менеджерам.

Информационная база: финансовая отчётность бизнеса за текущий год и финансовый бюджет оцениваемого бизнеса на три-пять лет.

Алгоритм расчёта будущей стоимости бизнеса:

- * формирование аналитической таблицы сбора исходных данных, пример табл. 2;

- * расчёт возможных мультипликаторов (P/BV, P/E, P/S, P/EBIT, P/EBITDA, P/DIV, P/NOCF, P/FCF) за отчётный период времени, табл. 3, первый и второй столбец;

- * расчёт спектра значений рыночной капитализации, табл. 3, 3-й и 4-й столбец;

- * определение средней рыночной капитализации, на выбор: медиана рассчитанных данных или среднее арифметическое;

- * определение стоимости бизнеса как суммы рассчитанного значения средней рыночной капитализации и чистого долга (табл.3).

Второй чек-лист

Цель расчёта – определить текущую стоимость бизнеса или акции как часть информации, используемой для принятия

решения о приобретении/продаже/удержании актива.

Информационная база: финансовая отчётность и рыночная информация выбранных компаний для сравнений.

Алгоритм расчёта текущей стоимости бизнеса или акции:

- * выбор бизнесов-аналогов, на основе данных которых будет проведён расчёт стоимости оцениваемого бизнеса, критерии выбора приведены выше в статье;

- * формирование аналитической таблицы сбора исходных данных, пример табл. 4;

- * расчёт возможных мультипликаторов (P/BV, P/E, P/S, P/EBIT, P/EBITDA, P/DIV, P/NOCF, P/FCF) по каждому выбранному бизнесу-аналогу, пример табл. 5;

- * формирование аналитической таблицы расчёта вариантов рыночной капитализации оцениваемого бизнеса на основе среднегеометрического значения мультипликаторов бизнесов-аналогов, пример табл. 6;

- * формирование аналитической таблицы сопоставления расчётной и рыночной стоимости акции и бизнеса, пример табл. 7;

- * интерпретация полученных результатов: если рыночная стоимость бизнеса (акции) превышает расчётную, – это означает, что оцениваемый бизнес (акция) переоценён по сравнению с выбранными бизнесами-аналогами; если рыночная стоимость бизнеса (акции) меньше расчётной, – это означает, что оцениваемый бизнес (акция) недооценён по сравнению с выбранными бизнесами-аналогами.

При интерпретации полученных значений требуется помнить о методологических проблемах, которые возникают при определении стоимости бизнеса методом мультипликаторов. И понимать, что полученные результаты – это информация для принятия решений, а не точно определённая рекомендация к покупке/продаже/удержанию актива.

Библиографический список

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы любых активов – М.: Альпина Паблишер, 2018. 1316 с.

2. Рыночные мультипликаторы: как оценить бизнес и выбрать акции. БКС. Блог. [Электронный ресурс]. URL: <https://bcs.ru/blog/rynochnye-multiplikatory> (дата обращения: 30.11.2021).
3. Сидилев С. Свободный денежный поток (Free Cash Flow). Что это такое и как его считать. [Электронный ресурс]. URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/svobodnyi-denezhnyi-potok-free-cash-flow-chto-eto-takoe-i-kak-ego-schitat> (дата обращения: 30.11.2021).
4. Информационный портал SMART-LAB. [Электронный ресурс]. URL: <https://smart-lab.ru> (дата обращения: 30.11.2021).
5. Биржевая информация. Официальный сайт Московской биржи. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.moex.com/ru/marketdata> (дата обращения: 30.11.2021).
6. Консолидированная финансовая отчётность по МСФО ПАО «ПИК-СЗ». [Электронный ресурс]. URL: <https://pik-group.ru/about/info/> (дата обращения: 30.11.2021).
7. Консолидированная финансовая отчётность по МСФО ПАО «Группа ЛСР». [Электронный ресурс]. URL: <https://www.lsrgroup.ru/investors-and-shareholders/portfel-investora/financial-statements/> (дата обращения: 30.11.2021).
8. Консолидированная финансовая отчётность по МСФО ПАО «ИНГРАД». [Электронный ресурс]. URL: <https://www.ingrad.ru/pages/pao/> (дата обращения: 30.11.2021).
9. Консолидированная финансовая отчётность по МСФО «Etalon Group PLC». [Электронный ресурс]. URL: <https://www.etalongroup.com/investor-relations/annual-reports-and-accounts/> (дата обращения: 30.11.2021).
10. 5 вариантов среднего или какая средняя температура в больнице? [Электронный ресурс]. URL: <https://waksoft.susu.ru/2015/09/26/5-variantov-srednego-ili-kakaya-srednyaya-temperatura-v-bolnitse/> (дата обращения: 30.11.2021).