

## Методы оценки убыточных предприятий

Н.Е. Симионова,  
РГСУ, Ростов-на-Дону

В условиях кризиса появляется много фирм, имеющих чрезвычайно низкую прибыль или даже убытки. В таком случае требуют существенного пересмотра методы доходного подхода, применяемые для предприятий со стабильными доходами. Причины этого в следующем:

применяя метод дисконтирования денежного потока, невозможно прогнозировать доходы и их динамику, поскольку в ретроспективе они снижались;

спорной становится оценочная гипотеза, что предприятие продолжает функционировать в некотором прогнозном периоде.

Для объективной оценки убыточных или мало доходных предприятий необходимо решить следующие проблемы:

выбор метода определения стоимости, объективно отражающего состояние объекта оценки;

обоснование метода нормализации потоков доходов;

обоснование горизонта прогнозирования;

выбор адекватной ставки дисконта.

Причины низкой прибыли или убытков могут быть различными, поэтому первоначальным этапом построения оценочной модели следует считать выявление этих причин. Частично эти причины могут быть установлены в процессе проведения анализа финансового состояния объекта оценки за последние 3-5 лет, частично - в процессе анализа изменений бизнес-среды предприятия. Применяемый инструментарий оценки зависит от глубины проблем, их системности, возможности и сроков преодоления. Типология проблем убыточных или низко доходных предприятий может быть представлена, в частности, с учетом временного фактора:

краткосрочные проблемы фирмы, а также отрасли или экономики в целом, которые отразились на деятельности объекта оценки;

долгосрочные проблемы фирмы, отрасли или экономики в целом.

Если установлено наличие краткосрочных проблем, можно сделать вывод, что рост показателей доходности начнется в ближайшее время, что найдет отражение в оценке. Долгосрочные проблемы могут быть обусловлены неправильной рыночной стратегией, операционной неэффективностью, неправильной политикой заимствования капитала, тем, что предприятие находится в начальной фазой жизненного цикла. Возможно, фирма работает в отрасли, где требуются большие инфраструктурные инвестиции и их полновесной отдачи не возникает в течение длительного периода времени, но при этом имеются хорошие перспективы.

Циклические фирмы характеризуются тем, что их прибыли и денежные потоки отражают экономическую ситуацию в целом: повышаются в периоды экономических подъемов и снижаются во время спадов. В процессе оценки это учитывается в модели прогнозного денежного потока.

В процессе оценки необходимо заменить текущую отрицательную прибыль на нормализованную положительную, выбрав метод нормализации, согласующийся с причинами убыточности или низкой доходности бизнеса. Нормализовать прибыль означает ответить на вопрос, какой могла бы быть эта прибыль в нормальных условиях работы предприятия.

Если прибыль низкая, но все же положительная, достаточно скорректировать ее темпы роста, используя показатели периодов, предшествующих спаду. Методы нормализации, которые могут быть применены, сводятся к следующим:

усреднение показателей фактической прибыли за предыдущие периоды; количество периодов должно охватывать весь экономический цикл. Этот метод дает приемлемые результаты при оценке фирм, масштаб которых не менялся и можно ориентироваться на абсолютные показатели;

если для сопоставимости разных периодов необходимо учесть изменившийся масштаб бизнеса, усредняют показатели рентабельности инвестиций или затрат за предыдущие периоды.

Важно правильно определить, с какого года горизонта прогнозирования, принятого для оценки, прибыль может нормализоваться: уже в первый год или позднее.

Для оценки низко доходных или убыточных фирм с долгосрочными проблемами необходимо, во-первых, выявить эти проблемы, во-вторых, установить, могут ли они быть преодолены и за какой период. Долгосрочные проблемы могут быть, как стратегического, так и операционного характера. Стратегические проблемы обусловлены неправильной ассортиментной политикой, неправильной стратегией маркетинга и другими причинами аналогичного характера и масштабов. Если в потере доходности это проявлялось постоянно, в оценке следует принять за основу, что фирма никогда не вернет своих устойчивых позиций, и спад будет продолжаться.

Операционные проблемы возникают из-за несовершенства технологии, низкого качества продукта, высоких издержек. В оценке следует отразить затраты во времени, необходимые для совершенствования операционной деятельности и доведения показателей доходности до среднеотраслевого уровня. При этом необходимо учесть масштаб бизнеса, так как для крупной компании требуется более масштабные инвестиции и больший период времени. Во-вторых, следует установить природу неэффективности и главный фактор, тормозящий деятельность: нужна новая технология, новое оборудование, новые поставщики или требуется развитие человеческого капитала. Факторы по разному проявляют свое влияние, их преобразование требует разных вложений и времени.

Отдельные фирмы могут иметь неоправданно большие размеры заемного капитала. Если можно предположить в процессе оценки, что такая структура капитала не приведет к банкротству, то достаточно включить премию за риск на неудовлетворительную финансовую структуру. А если вероятность банкротства велика, о чем свидетельствуют показатели независимого финансового заключения оценщика, целесообразно определить ликвидационную стоимость фирмы.

В частности, З.Мерсер и Т.Хармс [1] выделяют два типа корректировок для нормализации показателей доходности оцениваемой компаний:

нормализующие корректировки, которые элиминируют одноразовые выигрыши или потери, прекращаемые операции, эпизодические статьи доходов или расходов, расходы на приобретение не операционных активов;

нормализующие корректировки, которые нормализуют выплаты владельцам компании или менеджерам, носящие разовый, а не постоянный характер, агентам, деятельность которых не принесла доход.

Наряду с нормализующими корректировками могут применяться и контрольные корректировки (они повышающие), если можно предположить, что приобретаемая компания увеличит доходность тех активов, которые уже имеются у покупателя.

Как отмечает А.Грегори [2], невозможно в процессе оценки, применяя метод дисконтирования денежного потока, обосновать неприменение в расчетах инфляции, поскольку горизонт расчетов достаточно длителен. Особенно актуальным является учет инфляции для оценки компаний, имеющих нестабильные доходы по различным причинам внутреннего и внешнего характера. Существует два основных способа отражения в расчетах инфляции. Во-первых, оценка денежных потоков в реальном выражении на основе существующего на дату оценки уровня цен. Для дисконтирования применяется реальная ставка дисконта, исключая неясные инфляционные ожидания инвесторов. Во-вторых, денежный поток выражается в ценах, предполагаемых в прогнозном периоде,

а ставка дисконта принимается с учетом влияния предполагаемой инфляции на требуемую инвесторами норму доходности инвестиций. При правильном применении оба подхода дадут идентичные текущие результаты.

Полагаем, что доводы оценщика в пользу номинальных цен и ставок в условиях нестабильной экономики не могут быть убедительными из-за невозможности прогнозировать инфляцию на дальнейшее, так как на дату определения стоимости ее величина может быть неоправданно высокой. Если на дату оценки ситуация стабильна, нет оснований для прогнозирования каких-либо существенных изменений.

Рассмотрим ситуацию, когда компания функционирует в отрасли, в которой наблюдается спад. Динамика показателей компании за последние пять лет была отрицательной, и в дальнейшем нет оснований для оптимистических прогнозов. Это ставит под сомнение целесообразность продолжение бизнеса. В процессе определения стоимости сценарий должен отражать ожидаемое падение доходов, ориентируясь на темпы снижения прибыли, присущие ретроспективному периоду.

Обоснование ставки дисконта в расчетах текущей стоимости денежного потока является насущной проблемой оценки, особенно в условиях убыточности объекта оценки. Если в расчетах применяется безрисковая ставка, она должна быть обоснована. В качестве безрискового актива может быть принят актив, отвечающий следующим требованиям [3]:

отсутствует риск дефолта, что исключает из списка ценные бумаги, выпущенные частными компаниями, какими бы устойчивыми они не казались;

отсутствует риск реинвестирования, и есть большая вероятность, что и далее деньги будут вкладываться в такие активы.

А.Дамодаран [3], что для выбора для обоснованной безрисковой ставки надо ориентироваться на самую крупную надежную и успешную компанию на отраслевом рынке и принять в качестве безрисковой ту ставку, которую выплачивает компания по долгосрочным кредитам. Учитывая, что здесь все же присутствует риск дефолта, эту ставку надо уменьшить на минимальную величину (для условий США это уменьшение предлагается в размере 1%).

Как отмечают К.Феррис и Б.Пети [4], возможны два варианта ставки дисконтирования. Во-первых, средневзвешенная стоимость капитала приобретаемой компании, которая отражает риски денежных потоков объекта оценки. Учитывая, что ставка дисконта влияет на текущую стоимость денежных потоков и, соответственно, стоимость бизнеса, следует обратить внимание на утверждение М.Миллера и Ф.Модильяни [5], что рыночная стоимость фирмы не зависит от структуры ее капитала и определяется нормой капитализации ожидаемого дохода в фирмах ее класса.

Во-вторых, в расчетах может применяться барьерная ставка, сторонники которой утверждают, что инвестиционный капитал является ограниченным ресурсом и, следовательно, инвестор выбирает для приобретения те объекты, которые способны обеспечить доходность не менее средневзвешенной стоимости его собственного капитала. То есть, адекватной ставкой дисконта для денежного потока приобретаемой компании является ставка доходности, приемлемая для покупателя.

Если покупатель и продавец работают в одной отрасли, существенных расхождений не возникнет. В противном случае, чтобы сделка состоялась, делают два расчета, и показывается возможный диапазон стоимости объекта.

Поставленные в статье вопросы далеко не исчерпывают всех проблем оценки убыточных предприятий применительно к условиям Российской экономики. Однако, обращение к накопленному опыту зарубежных компаний, точкам зрения на проблему зарубежных экономистов, можно существенно развивать инструментарий оценки Российских предприятий.

## Литература:

1. Мерсер З. К. Интегрированная теория оценки бизнеса [Текст] / З. К. Мерсер, Т. У. Хармс; ред. В. М. Рутгайзер ; пер. с англ. - 2-е изд. - М. : Маросейка, 2008. - 282 с. - ISBN 978-5-903271-16-0.
2. Грегори А. Стратегическая оценка компаний: практическое руководство [Текст] / А.Грегори; пер. с англ.-М.: КВИНТО-КОНСАЛТИНГ, 2003. - 224 с.- ISBN: 5-93746-005-7.
3. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов [Текст] / А. Дамодаран; пер. с англ.- М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. -1342 с. - ISBN 5-9614-0024-7.
- 4.Феррис К. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении [Текст] / К.Феррис, Б.П.Пети; пер. с англ.-М.: Издательский дом «Вильямс», 2003.-256 с.- ISBN 5-8459-0451-X.
- 5.Модильяни Ф. Сколько стоит фирма? Теорема MM [Текст] / Ф. Модильяни, М. Миллер; пер. с англ.-М.: Дело, 2001.- 272 с. - ISBN 5-7749-0152-1.