**Метод дисконтированных денежных потоков.**

Оценка бизнеса с применением доходного подхода – это определение текущей стоимости будущих доходов, которые возникнут в результате функционирования бизнеса и (возможной) дальнейшей его продажи.

Оценка бизнеса методом дисконтированных денежных потоков основана на предположении о том, что потенциальный покупатель не заплатит за данный бизнес сумму, большую чем текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса. Собственник, скорее всего, не продаст свой бизнес дешевле текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов. В результате взаимодействия, стороны придут к соглашению о цене, равной текущей стоимости будущих доходов от действующего бизнеса.

Оценка бизнеса методом ДДП состоит из следующих этапов:

* Выбор модели денежного потока.
* Определение длительности прогнозного периода.
* Ретроспективный анализ и прогноз валовой выручки.
* Прогноз и анализ расходов.
* Прогноз и анализ инвестиций.
* Расчет денежного потока для каждого прогнозного года.
* Определение ставки дисконта.
* Расчет величины стоимости в постпрогнозный период.
* Расчет текущих стоимостей будущих денежных потоков и стоимости в постпрогнозный период.
* Внесение итоговых поправок.

Выбор модели денежного потока зависит от того, необходимо различать собственный и заемный капитал или нет. Разница состоит в том, что проценты на обслуживание заемного капитала могут выделяться как расходы бизнеса (в модели денежного потока для собственного капитала) или учитываться в составе потока доходов бизнеса (в модели для всего инвестированного капитала), соответственно меняется величина чистой прибыли.

Длительность прогнозного периода в странах с развитой рыночной экономикой обычно составляет 5 – 10 лет, а в странах с переходной экономикой, в условиях нестабильности, допустимо сокращение прогнозного периода до 3 – 5 лет. Как правило, в качестве прогнозного берется период, продолжающийся до тех пор, пока темпы роста бизнеса не стабилизируются (предполагается, что в постпрогнозный период имеет место стабильный темп роста).

Ретроспективный анализ и прогноз валовой выручки требует рассмотрения и учета целого ряда факторов, основные среди которых – это объемы производства и цены на продукцию, спрос на продукцию, ретроспективные темпы роста, темпы инфляции, перспективы капвложений, ситуация в отрасли, доля предприятия на рынке и общая ситуация в экономике. Прогноз валовой выручки должен быть логически совместим с ретроспективными показателями деятельности оцениваемого бизнеса.

На этапе прогноза и анализа расходов, оценщик должен изучить структуру расходов, в особенности соотношение постоянных и переменных издержек, оценить инфляционные ожидания, исключить единовременные статьи расходов, которые не встретятся в будущем, определить амортизационные отчисления, рассчитать затраты на выплату процентов по заемным средствам, сравнить прогнозируемые расходы с соответствующими показателями у конкурентов или среднеотраслевыми.

Прогноз и анализ инвестиций включает три основных компонента: собственные оборотные средства бизнеса («рабочий капитал»), капвложения, потребности в финансировании и осуществляется, соответственно, на основе прогноза отдельных компонентов собственных оборотных средств, на основе оцененного остающегося срока службы активов и на основе потребностей в финансировании существующих уровней задолженности и графиков погашения долгов.

Расчет денежного потока для каждого прогнозного года может производиться двумя методами – косвенным и прямым. Косвенный метод анализирует движение денежных средств по направлениям деятельности оцениваемого бизнеса. Прямой метод основан на анализе движения денежных средств по статьям прихода и расхода, т.е. по бухгалтерским счетам.

Определение ставки дисконта (процентной ставки для пересчета будущих доходов в текущую стоимость) зависит от того, какой тип денежного потока используется в качестве базы. Для денежного потока для собственного капитала применяется ставка дисконта, равная требуемой собственником ставке отдачи на собственный капитал; для денежного потока для всего инвестированного капитала применяется ставка дисконта, равная сумме взвешенных ставок отдачи на собственный капитал и заемные средства, где в качестве весов выступают доли заемных и собственных средств в структуре капитала.

Для денежного потока для собственного капитала наиболее распространенными методами определения ставки дисконта являются метод кумулятивного построения и модель оценки капитальных активов. Для денежного потока для всего инвестированного капитала обычно используют модель средневзвешенной стоимости капитала.

При определении ставки дисконта кумулятивным методом за базу расчетов берется ставка дохода по безрисковым ценным бумагам, к которой прибавляется дополнительный доход, связанный с риском инвестирования в данный вид ценных бумаг. Затем вносятся поправки (в сторону увеличения или уменьшения) на действие количественных и качественных факторов риска, связанных со спецификой данной компании.

В соответствии с моделью оценки капитальных активов (CAPM – Capital Assets Pricing Model) ставка дисконта определяется по формуле:

R = Rf + β(Rm – Rf) + S1 + S2 + C, где R – требуемая инвестором ставка дохода на собственный капитал;

Rf - безрисковая ставка дохода;

Rm – общая доходность рынка в целом (среднерыночного портфеля ценных бумаг);

β – коэффициент бета (мера систематического риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами, происходящими в стране);

S1 – премия для малых предприятий;

S2 – премия за риск, характерный для отдельной компании;

С – страновой риск.

Согласно модели средневзвешенной стоимости капитала, ставка дисконта (WACC – Weighted Average Cost of Capital) определяется следующим образом:

WACC = kd (1-tc)wd + kpwp + ksws , где

kd – стоимость привлеченного заемного капитала;

tc – ставка налога на прибыль;

wd – доля заемного капитала в структуре капитала предприятия;

kp – стоимость привлечения акционерного капитала (привилегированные акции);

wp – доля привилегированных акций в структуре капитала предприятия;

ks - стоимость привлечения акционерного капитала (обыкновенные акции);

ws - доля обыкновенных акций в структуре капитала предприятия.

Расчет величины стоимости бизнеса в постпрогнозный период производится в зависимости от его перспектив развития в постпрогнозный период, при этом используются следующие методы:

метод расчета по ликвидационной стоимости (если в постпрогнозный период ожидается банкротство компании с последующей продажей активов)

метод расчета по стоимости чистых активов (для стабильного бизнеса со значительными материальными активами)

метод предполагаемой продажи (пересчет прогнозируемого денежного потока от продажи в текущую стоимость)

метод Гордона (доход первого постпрогнозного года капитализируется в показатели стоимости с помощью коэффициента капитализации, рассчитанного как разница между ставкой дисконта и долгосрочными темпами роста).

Расчет текущих стоимостей будущих денежных потоков и стоимости в постпрогнозный период производится суммированием текущих стоимостей доходов, которые приносит бизнес в прогнозный период и текущей стоимости бизнеса в постпрогнозный период.

Внесение итоговых поправок – это, обычно, поправки на нефункциональные активы (активы, которые не принимают участия в извлечении дохода) и на фактическую величину собственного оборотного капитала оцениваемого бизнеса. Если оценивается неконтрольный пакет акций, то необходимо сделать скидку на отсутствие контроля. Метод дисконтированных денежных потоков используется, когда ожидается, что будущие уровни денежных потоков оцениваемого бизнеса существенно отличаются от текущих, когда можно обоснованно определить будущие денежные потоки, прогнозируемые будущие денежные потоки являются положительными величинами для большинства прогнозных лет, и, ожидается, что денежный поток в последний год прогнозного периода будет значительной положительной величиной.

Другими словами, этот метод более применим к приносящим доход предприятиям, имеющим определенную историю хозяйственной деятельности, с нестабильными потоками доходов и расходов.

Метод ДДП в меньшей степени применим к оценке бизнесов, терпящих систематические убытки (хотя и отрицательная величина стоимости бизнеса может быть аргументом для принятия того или иного решения). Следует также соблюдать определенную осторожность в применении этого метода при оценке новых предприятий, т.к. отсутствие ретроспективы прибылей затрудняет объективное прогнозирование будущих денежных потоков.

Метод ДДП – весьма сложный и трудоемкий процесс, однако во всем мире он признан как наиболее теоретически обоснованный метод оценки действующего бизнеса. В странах с развитой рыночной экономикой при оценке крупных и средних предприятий, этот метод применяется в 80 – 90% случаев. Главное достоинство метода заключается в том, что он единственный из известных методов оценки, который основан на перспективах развития рынка в целом и оцениваемого бизнеса в частности, а это в наибольшей степени отвечает интересам инвесторов.