

2010

Оценка стоимости бизнеса и перспектив продажи ветеринарной клиники



Кручинецкий СМ
Питер-Консалт
11.05.2010

Оглавление

1. ИСХОДНЫЕ ДАННЫЕ	3
2. ОПИСАНИЕ РЫНКА	4
3. ОПИСАНИЕ КОМПАНИИ	6
4. ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ	13
4.1. Подходы и методы оценки бизнеса	13
4.1.1. Затратный (имущественный) подход.....	13
4.1.2. Доходный подход.....	14
4.1.3. Оценка стоимости бизнеса сравнительным подходом	25
4.1.4. Оценка стоимости бизнеса методом эмпирических правил .	28
5. СОГЛАСОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ.....	29
6. ВОЗМОЖНОСТИ И МЕТОДЫ ПРОДАЖИ КОМПАНИИ	31

1. ИСХОДНЫЕ ДАННЫЕ

Объект: 50% доли бизнеса ООО «XXX», (далее – «Компания»).

Дата: 20 мая 2010 г.

Уровень прав на объект: право собственности.

Заказчик работ:

Наиболее вероятное значение рыночной стоимости объекта на дату оценки в текущем состоянии - валовая стоимость, включающая все налоги:

..... рублей

Результатом работы является определение и обоснование стоимости, и перспектив его продажи.

В рамках исследования проводилась:

экспресс-анализ финансового состояния Компании;

экспресс-оценку активов Компании и самой Компании;

исследование рынка, на котором работает Компания;

определение факторов, влияющих на способы и возможности продажи Компании;

определение стратегии продажи Компании;

разработка плана коммуникационной кампании, направленной на поиск покупателя.

Работа проводилась по следующим направлениям:

Изучение документов, предоставленных собственниками Компании, которые воспринимались как достоверные.

Посещение помещений, занимаемых Компанией.

Определение рыночной стоимости активов Компании.

Анализ денежных потоков, а также их ожиданий.

Определение круга потенциальных покупателей и уровня цен продажи.

Отдельные части, приведенные в Экспертном заключении о стоимости и перспективах продажи Компании не могут трактоваться отдельно, а только в совокупности, принимая во внимание все содержащиеся там допущения и ограничения.

Вывод о стоимости Компании представляет собой взвешенное предположение об уровне цены, по которой оно может перейти из рук в руки по обоюдному согласию сторон.

Исполнитель обращает внимание, что цена, установленная в случае реальной сделки, может отличаться от стоимости, определенной в ходе оценки, вследствие следующих факторов: мотивы сторон; умение сторон вести переговоры, а также финансовые условия сделки.

2. ОПИСАНИЕ РЫНКА

По данным открытых источников, 47 % семей Москвы имеют домашних животных, и все большее количество владельцев домашних животных в Москве обращается за помощью в ветеринарные клиники и лаборатории в случае возникновения заболеваний у их питомцев. В московских домах живет около двух миллионов собак и кошек. При этом в нашей столице не больше 80 ветеринарных клиник. Для сравнения: в Варшаве с населением 1,5 млн. человек – 300 ветлечебниц.

По некоторым оценкам половина из домашних животных постоянно наблюдается у профессионалов, то есть посещает ветеринарную клинику в среднем 3 раза в год. Учитывая, что каждое посещение лечебницы обходится владельцам домашнего любимца порядка 600 руб., можно утверждать, что емкость этого рынка составляет не менее 2 млрд. руб. в год.

В долгосрочной перспективе рынок ветеринарных услуг динамично развивается. Неугасающая любовь к братьям меньшим, порой, абсолютно экзотическим, делает частные лечебницы и клиники для животных постоянно востребованными.

Однако, с началом кризиса люди начали экономить на здоровье своих домашних любимцев. По некоторым оценкам спрос на ветеринарные услуги в прошлом году снизился как минимум на треть. Но порядка 30% владельцев домашних любимцев платят за ветеринарное обслуживание из последних сил, несмотря на существенное снижение семейных доходов. Многие лечебницы попытались компенсировать отток клиентов, подняв цены на свои услуги в 1,5–2 раза. Подорожание они объясняют увеличением расходов на препараты. Некоторые ветеринарные клиники не меняли цены, так что сегодня существует разброс стоимости на услуги для животных.

С точки зрения предпринимательства, занятие ветеринарией менее выгодно, чем лечение людей. Главная проблема в том, что рентабельность ветеринарных услуг довольно низкая. Большинство граждан, даже обладающих средствами на лечение домашних любимцев, убеждены, что ветеринарные услуги должны стоить дешево.

Поэтому деньги, вложенные в организацию лечебницы для животных, возвращаются очень медленно.

При умелой постановке дела и сведении к минимуму всех затрат доход рядовой столичной клиники в первые годы работы может составить от \$700 до \$2500. Чтобы ветеринарная клиника приносила \$2500 чистыми в месяц, необходимо, чтобы ее ежедневно посещали не менее 30 посетителей и чтобы каждый оставлял в кассе в среднем \$20. Зато через четыре-пять лет можно рассчитывать на поток до 50-60 пациентов ежедневно. При таком условии доход клиники через пять лет может достичь 30 тыс. долл. США в месяц.

По данным ветеринаров, наиболее востребованными на сегодня услугами стали консультации специалистов, кастрация котов, стерилизация кошек, прививки, вакцинация, а также лечение пироплазмоза и пищевых отравлений.

Рынок имеет существенные барьеры вхождения в отрасль:

1. Помещения

Самая серьезная головная боль предпринимателя, решившего открыть ветеринарную клинику, – поиск подходящего помещения. В соответствии с предписаниями Санэпидемслужбы, здание лечебницы должно располагаться на расстоянии не менее 50 м от ближайших жилых домов.

Для клиники, которая оснащена всем необходимым оборудованием и в которой ведут прием несколько специалистов, понадобится не менее 80 кв. метров. Небольшой кабинет может уместиться и на 20 кв. метрах. Но снять такое маленькое помещение в нежилом здании еще сложнее, чем большое. Ведь оно должно иметь отдельный вход, и вдобавок надо получить согласие на открытие собачьей поликлиники у соседних фирм-арендаторов.

2. Разрешительная документация

Прежде всего, необходимо получить лицензию, дающую право лечить животных.

Далее, придется удовлетворить требования всех контролирующих организаций: СЭС, и противопожарной службы, МВД, районных государственных ветеринарных инстанций.

3. Оборудование

Если укомплектовывать лечебное учреждение по «последнему слову техники», потребуются десятки, а то и сотни тысяч долларов.

4. Персонал

Несмотря на то, что ежегодно только вузы и колледжи Москвы выпускают 500 дипломированных ветеринаров, но пройдет не один год практики, пока они станут хорошими врачами.

Для работы в лечебнице нужны ветеринары, специализирующиеся в разных областях. В небольших клиниках обычно работают от трех до десяти сотрудников. В крупных – в два-три раза больше.

Заключение

Несмотря на текущие проблемы, связанные с последствиями мирового экономического кризиса, рынок ветеринарных услуг Москвы и Московской области является для действующих игроков перспективным и привлекательным, хотя и низкорентабельным.

3. ОПИСАНИЕ КОМПАНИИ

Фирменное название – Ветеринарная клиника ООО "XXX"

Местонахождение -

Срок существования юридического лица – с **** года

Основной вид бизнеса – Ветеринарные услуги (**-**%), продажа ветеринарных препаратов (**-**%)

Местоположение:

Ветеринарная клиника расположена в шаговой доступности от жилого массива на границе Москвы и Московской области. Расположение можно считать удачным. Площадь занимаемого помещения составляет – ** м*. Заключен договор субаренды с юридическим лицом на срок ** месяцев с пролонгацией по ставке ***** рублей в месяц, включая коммунальные платежи. Ограничивающим фактором может послужить краткосрочный договор субаренды и площадь помещения.

Продукция и услуги:

Компания оказывает следующие виды ветеринарных услуг:

- **Хирургия** – операции любой степени сложности по общей абдоминальной и торакальной хирургии, травматологии, нейрохирургии, онкологии, урологии, проктологии, герниологии и др.
- **Терапия** – общая ветеринария: консультации по уходу, кормлению и содержанию домашних и сельскохозяйственных животных, а также птиц и экзотических животных; профилактика, диагностика и лечение соматических и инфекционных заболеваний.
- **Узкая специализация врачей:** кардиолог, невропатолог, окулист, дерматолог, орнитолог, физиотерапевт, рефлексотерапевт, специалист по грызунам и рептилиям,
- **Методы диагностики:** УЗИ, ЭКГ, общий и биохимический анализ крови и мочи, люминесцентное исследование (лампа Вуда), микрофотографирование соскобов
- **Ветеринарная аптека**
- **Парикмахерская для животных**

Активы:

Перечень оборудования и имущества Компании представлен в таблице:

	Наименование	Год покупки	Стоимость покупки	Текущий рынок	Оценочная стоимость
Основные средства					

	Открытие, ремонт и оборудование	****	*****	*	*
	Ремонт и модернизация	****	*****	*	*
Имущество					
	УЗИ Mindray DP-****	****	*****	*****	*****
	Кардиограф Монитор ЭКЗТ-**-РД	****	*****	*****	*****
	Микроскоп Ломо МИКМЕД *	****	*****	*****	****
	Термостерилизатор	****	*****	*****	*****
	Центрифуга Электрон ЦЛМН-Р-**-**	****	*****	*****	*****
	Шкаф медицинский (в УЗИ)	****	****	****	****
	Банкетки	****	****	****	****
	Опер . Стулья	****	****	****	***
	Бактерицидные лампы	****_**	****	****	****
*	Скалер для зубов WOODPECKER UDS-L	****	*****	*****	****
*	Весы MASSA-K	****	****	****	****
*	Лампа вуда ОЛДД-**	****	****	****	****
*	Холодильник Айсберг МКШ-**	****	****	****	****
*	Программа Андиаг	****	****	****	****
*	Информационный стенд в помещении	****	*****	*	*
Мебель, оргтехника, бытовая техника					
	Пылесос KARCHER A ****	****	****	****	****
	Кондиционер Whirpool * sense	****	****	****	****

	Касса КАСБИ - **К	****_**	*****	*****	****
	Мониторы Samsung Sync Master *** р	****	*****	*****	****
	Системные блоки	****	*****	*****	****
	Телефон Panasonic KX-TG****RV	****	****	****	****
Остатки					
	Товарные остатки в аптеке	****	*****		*****
	Денежные остатки		*****		*****
Нематериальные активы					
	Фирменный стиль	****	-	-	****
	Сайт www.klinika-artemon.ru	****	-	-	****

Медицинское оборудование относится к четвертой группе. Срок полезного использования от ** до ** месяцев. По наиболее значимому оборудованию применена усредненная формула:

$$S=R^{**}, *$$

где R-текущая рыночная цена оборудования.

По прочему оборудованию применена усредненная формула:

$$S=R \cdot K$$

где R-текущая рыночная цена оборудования, коэффициент K определяет
Консультант.

Используемые источники: Яндекс.Маркет, www.price.ru

Из таблицы следует, что компания имеет активов в виде оборудования, имущества, остатков и НМА оценочной стоимостью на сумму *** ** рублей. Консультант использовал цифру *** ** для расчетов необоротных активов.

Не оформлен домен на юридическое лицо. Консультант полагает, что к моменту выставления Компании на продажу Заказчик переоформит документы на доменное имя сайта.

Пассивы:

Кредиторская задолженность отсутствует.

Консультант использовал цифру * рублей при расчетах пассивов Компании.

Персонал:

Штат Компании укомплектован высококвалифицированными специалистами. Согласно штатному расписанию, в Компании работает ** чел. В Компании имеются все необходимые специалисты, обеспечивающие бесперебойную работу. Данные об уровне оплаты труда работников представлены в таблице.

п/п	Должность	Кол-во единиц	Оклад постоян.	Оклад (премия) перемен.	Итого
	Директор	*	*	**%	
	Зам.дир	*	*	**%	
	Бухгалтер	*	*****		*****
	Ветврач	*	*****	****	*****
	Ассистент	*	*****		*****
	Уборщик	*	****		****
	ИТОГО				*****

Финансовое состояние:

Финансовое состояние Компании устойчивое. По данным финансовой отчётности, выручка Компании составила:

**** Г - * *** ** руб.

**** Г. — * *** ** руб.

**** Г. — * *** ** руб.

**** Г. — * *** ** руб.

**** Г. - * *** ** руб.

(январь – март)

Подробные финансовые показатели приведены в таблице №*:

Таблица №*

**** ГОД

Доходы													
Выручка от реализации													
Возврат долга клиентов													
Итого доходов													
Расходы													
Заработная плата													
Аренда и ком . Услуги													
Реклама													
Хоз. и канц. товары													
Банк , КKM, *C													
Аптека и препараты													
Долги клиентов													
Стройка													
Основные средства													
Прочие расходы													
Итого расходов													
Прибыль (убыток) до													
Налоги (все вместе)													
Прибыль (убыток)													

**** ГОД

			Ф	
Доходы				
Выручка от реализации продукции и			*	
Возврат долга клиентов			*	
Итого доходов			*	
Расходы				
Заработная плата			*	
Аренда и ком . Услуги			*	
Реклама			*	
Хоз. и канц. товары			*	
Банк , КKM, *C			*	
Аптека и препараты			*	
Долги клиентов			*	
Стройка			*	
Основные средства				
Прочие расходы			*	
Итого расходов			*	
Прибыль (убыток) до уплаты налогов			*	
Налоги (все вместе)			*	
Прибыль (убыток) после уплаты			*	

Сбыт и маркетинг:

Основными средствами для привлечения частных клиентов являются:

Наружная реклама;

Объявления в СМИ.

Сайт в Интернете не продвигался, под ключевые запросы не оптимизирован. То есть продвижение в Интернет является существенным резервом маркетинговой деятельности.

4. ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

4.1. Подходы и методы оценки бизнеса

4.1.1. Затратный (имущественный) подход.

Определение рыночной стоимости Компания в рамках имущественного подхода осуществлялось по методике чистых активов, которая базируется на результатах финансово-хозяйственной деятельности рассматриваемого предприятия, отраженных в статьях бухгалтерского баланса как разницы между стоимостью его совокупных активов и пассивов.

Преимущество данной методики состоит в том, что, во-первых, на сегодняшний день она является официально утвержденным стандартом оценки акций, во-вторых, ее использование достаточно просто и не требует детального анализа финансово-экономической деятельности предприятия. В связи с чем, как правило, использованию этой методики отдается предпочтение в официальных инстанциях.

В соответствии с порядком расчета по данной методике под стоимостью чистых активов акционерного общества понимается величина, определяемая путем вычитания из суммы активов акционерного общества, принимаемых к расчету, суммы его пассивов, принимаемых к расчету.

В состав активов, принимаемых к расчету, включаются:

Внеоборотные активы, отражаемые в первом разделе баланса (нематериальные активы, основные средства, незавершенное строительство, доходные вложения в материальные ценности, долгосрочные финансовые вложения, прочие внеоборотные активы, за исключением фактических затрат по выкупу собственных акций у акционеров).

Оборотные активы, отражаемые во втором разделе бухгалтерского баланса (запасы, налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям, дебиторская задолженность, краткосрочные финансовые вложения, денежные средства, прочие оборотные активы, за исключением задолженности участников (учредителей) по взносам в уставный капитал).

В состав пассивов, принимаемых к расчету, включаются:

Статья третьего раздела баланса - целевые финансирование и поступления;

Долгосрочные обязательства по займам и кредитам и прочие долгосрочные обязательства (четвертый раздел бухгалтерского баланса);

Статьи пятого раздела баланса - краткосрочные обязательства по займам и кредитам; кредиторская задолженность; задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов; резервы предстоящих расходов; прочие краткосрочные обязательства.

В таблице №* представлен расчет рыночной стоимости активов и пассивов предприятия.

Таблица №*.

Статьи баланса	Сумма (тыс. руб.)
Основные средства, всего, Из них:	*** ** рублей
Оборудование (с учётом износа по оценке Консультанта)	*** ** рублей
Прочее имущество (с учетом износа по оценке Консультанта)	***** рублей
НМА (по оценке Консультанта)	***** рублей
Оборотные средства	*** ** рублей
Итого активы	*** ** рублей
Кредиторская задолженность	* рублей
Итого пассивы	* рублей
Итого чистые активы	*** ** рублей

Стоимость компании, полученная с использованием метода чистых активов, составляет * ** рублей.**

Необходимо отметить, что расчеты проводились на основании информации, предоставленной Заказчиком. Аудиторской или иной проверки, а также проверки счетов не проводилось.

4.1.2. Доходный подход.

Оценка с применением методов доходного подхода осуществляется на основе доходов предприятия, тех экономических выгод, которые получает собственник от владения предприятием (бизнесом).

Оценка основана на принципе, что потенциальный покупатель не заплатит за долю в предприятии (бизнесе) больше, чем она может принести доходов в будущем.

Оценка будущих доходов производится с учётом фактора изменения стоимости денег во времени - доход, полученный в настоящий момент времени, имеет для инвестора большую ценность, чем такой же доход, который будет получен в будущем.

Общая стоимость рассчитывается как сумма потоков доходов от деятельности бизнеса в прогнозный период, приведенная к текущему уровню цен, плюс стоимости бизнеса в постпрогнозный период.

Для оценки готового бизнеса применяется поток доходов для собственного капитала.

Выбор методики оценки в рамках доходного подхода

В рамках доходного подхода применяют в основном две методики оценки:

метод прямой капитализации;

метод дисконтирования предполагаемых потоков доходов.

Метод прямой капитализации

Доходный подход рассматривает бизнес (предприятие) как долгосрочный актив, приносящий владельцу определенный доход. Метод прямой капитализации отождествляет бизнес с финансовым активом определенного рода – бессрочной рентой (аннуитетом). Особенности этого актива являются:

неограниченный срок жизни;

стабильность потока денежных средств (равные годовые суммы или годовые суммы, возрастающие с постоянным темпом).

Если бизнес в большей или меньшей степени отвечает этим условиям, применяются формулы для расчета текущей стоимости аннуитета (по модели Гордона).

Для бессрочной не возрастающей ренты:

$$PV = C_1 / R$$

Для бессрочной стабильно возрастающей ренты:

$$PV = C_1 / (R - g)$$

где:

PV – текущая (приведенная) стоимость бизнеса;

C_1 – денежный поток, генерируемый бизнесом в первый плановый период;

R – ставка капитализации;

g – темп роста денежного потока.

Таким образом, денежный поток прогнозируется на один период, а далее принимается гипотеза о его стабильности или росте с постоянным темпом. Ставка рыночной капитализации – это норма доходности, ожидаемая инвестором и адекватна ставке дисконта.

Для малых средних предприятий эффективный срок жизни в среднем составляет от * лет (для арендованных площадей) до * лет (для помещений на правах собственности) Более длительный срок в сложившихся рыночных условиях с достаточной точностью прогнозирования рассматривать нецелесообразно. Срок жизни для оцениваемой Компании принят равный *годам.

При расчёте стоимости Компании методом капитализации принимается гипотеза о стабильности денежного потока. Ставка рыночной капитализации адекватна ставке дисконта и принимается равной **, % (ставка построена кумулятивным методом, см. ниже – расчёт ставки дисконтирования).

Прогноз денежного потока

Для прогнозирования денежного потока Консультант использовал данные Заказчика. Чистая прибыль по годам, составила:

**** г. - *** ** рублей,

**** г. – *** ** рублей,

**** г. - ** ** рублей

Консультантом был сделан прогноз чистой прибыли на **** г. на основании усредненных данных прошлых периодов. Итого прогноз чистой прибыли на текущий год: *** ** рублей.

Для определения средневзвешенного дохода по данным последних *-х лет была применена формула суммы числа лет. Данным за **** г. присвоен вес = *, за **** г. = *, за **** г. = *. Сумма доходов, умноженных на весовой коэффициент, делится на сумму числа лет (*+*+*) =*. Средневзвешенный годовой доход равен: (*** ** х* + *** ** х* + *** ** х*)/* = *** ** рублей.

Затем средневзвешенный доход делится на ставку капитализации.

*** ** /*, *** = * ** ** рублей.

Стоимость Компании, рассчитанная методом прямой капитализации, составляет около * ** ** рублей.

Метод дисконтирования предполагаемых денежных потоков доходов.

Данный метод доходного подхода применяют для оценки компаний находящихся в стадии интенсивного развития бизнеса, для оценки компаний, в отношении которых нет основания предполагать неограниченный срок жизни.

Срок жизни бизнеса может быть ограничен договорами аренды, падением спроса на выпускаемую продукцию и т.д.

В рамках доходного подхода применен метод дисконтирования денежных потоков т.к. у Консультанта нет основания предполагать неограниченного срока жизни оцениваемого бизнеса.

Определение длительности прогнозного периода

Согласно методу дисконтирования денежных потоков стоимость предприятия основывается на будущих, прогнозируемых потоках доходов.

Для готовых бизнесов длительность прогнозного периода соответствует оставшемуся эффективному сроку жизни бизнеса и отражает возможность прогнозирования сроков получения доходов от деятельности бизнеса с разумной степенью вероятности их получения, без дополнительных, существенных финансовых вложений в оцениваемый бизнес.

Оставшийся эффективный прогнозируемый срок жизни может быть ограничен сроком экономической жизни продукта, сроком экономической жизни товара, моральным и физическим износом оборудования и технологий производства, сроками аренды производственных и офисных площадей, перспективами рынка, на котором работает оцениваемый бизнес.

Ретроспективный анализ и расчет прогноза потоков доходов собственника

При прогнозе потоков доходов собственника соблюдается правило, что прогноз доходов должен быть логически совместим с ретроспективными показателями деятельности бизнеса и рынка в целом.

Для целей оценки бизнеса в использовании применяются следующие прогнозные модели:

прогнозные значения потоков прибыли принимаются равными прибыли собственника за последний год работы, если бизнес находится в стадии стабильного получения доходов;

прогнозные значения потоков прибыли принимаются равными прибыли собственника за более длительный ретроспективный период деятельности, если бизнес находится в стадии стабильного получения доходов;

прогнозные значения потоков прибыли принимаются нарастающим потоком в соответствии с темпами роста доходов в ретроспективный период до значений,

соответствующих возможностям оцениваемого бизнеса, если бизнес находится в стадии роста доходов;

прогнозные значения потоков прибыли принимаются уменьшающимся потоком в соответствии с темпами падения доходов в ретроспективный период, если бизнес находится в стадии стагнации.

Для построения прогноза чистой прибыли Компании на * лет после смены владельца Консультант использовал данные, полученные от Заказчика:

Методика определения ставки дисконта для расчета стоимости в прогнозный период и ее обоснование

Учет рисков бизнеса в доходном подходе к оценке его стоимости.

Риски бизнеса можно рассматривать как меру нестабильности ожидаемых от бизнеса доходов. Все риски бизнеса делятся на две группы: систематические и несистематические риски.

Систематические риски – это внешние риски бизнеса, на которые влияет среда прямого воздействия и внешняя среда косвенного воздействия.

Внешняя среда прямого воздействия – это те элементы инфраструктуры бизнеса, которые непосредственно влияют на прибыльность предприятия. К ним относятся:

- клиенты – потребители товаров и услуг, производимых бизнесом;
- партнеры и конкуренты;
- банковские и кредитные учреждения;
- государственные и ведомственные органы и т.д.;

Внешняя среда косвенного воздействия включает в себя следующие компоненты:

факторы окружающей (природной) среды, неблагоприятные, стихийные явления, погодные условия;

политические факторы;

правовые факторы, включающие в себя свод законов и нормативных актов;

экономические факторы тесно связанные политическими и правовыми факторами;

технологические факторы (связанные с научно техническим прогрессом, изменениями в технологии производства);

социальные факторы, зависящие от установок, жизненных ценностей и традиций государства.

Несистематические риски – это внутренние риски бизнеса, определяемые элементами, обеспечивающими процесс производства, и характер управления бизнесом:

организационное единство предприятия;

система управления и правовое обеспечение деятельности организации;
трудовые ресурсы;
финансовые ресурсы;
производственная и ремонтная база.

Все вышеперечисленные факторы влияют на степень риска получения доходов в сторону увеличения или уменьшения. Негативные перемены могут происходить в любой из взаимосвязанных систем бизнеса, и перемены влекут за собой изменение в других системах.

Учет рисков инвестирования в бизнес при определении стоимости бизнеса доходным подходом производится подбором адекватной рискам ставки капитализации или дисконта, применяемой для определения текущей стоимости ожидаемых от бизнеса денежных потоков.

Консультант применил для определения ставки дисконтирования метод кумулятивного построения. Суть этого метода состоит в том, что к стандартной безрисковой ставке, прибавляются показатели, характеризующие риски, присущие отрасли и компании.

Расчет ставки дисконтирования.

Ставка дисконтирования представляет собой коэффициент, применяемый для перевода будущих платежей или поступлений в текущую стоимость. То есть, ставка дисконта используется для определения суммы, которую заплатил бы инвестор сегодня за инвестиционный актив, с целью получения в будущем доходов.

В данном Заключении для расчета ставки дисконтирования Консультантом была выбрана модель кумулятивного построения, так как в качестве базы для расчета стоимости капитала Компании был выбран денежный поток для собственного капитала.

В соответствии с моделью кумулятивного построения ставка дисконта определяется по формуле ¹⁾):

$$R = R_f + R^* + R^* + R^* + R^* + R^* + R^* + R^*, \text{ где:}$$

R_f – безрисковая ставка дохода;

R^* – ключевая фигура в руководстве; качество руководства;

R^* – размер компании;

R^* - финансовая структура;

¹⁾ Булычева Г.В., Демшин В.В. «Практические аспекты применения доходного подхода к оценке российских предприятий», Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, Москва, 1999г., стр. 41.

R* – диверсификация производственная и территориальная;

R* – диверсификация клиентуры;

R* - доходы: рентабельность и прогнозируемость;

R* - прочие особенные риски.

Таким образом, за основу настоящего расчета берется ставка дохода безрисковой ценной бумаги, к которой добавляется премия за риск инвестирования в рассматриваемую ценную бумагу. Полученная сумма корректируется с учетом факторов, являющихся особенными для данного предприятия

Безрисковая ставка

В качестве возможной безрисковой ставке были рассмотрены следующие инструменты:

Ставка рефинансирования Центрального банка Российской Федерации

Депозиты Сбербанка РФ

За безрисковую ставку принимается средневзвешенная доходность по данным инструментам. Безрисковая ставка составляет *,* %.

Надбавка за риск инвестирования в данную компанию.

Западная теория оценки определила перечень основных факторов, которые должны быть проанализированы в ходе расчета надбавки (премии) за риск инвестирования в данную компанию²⁾ :

Размер компании;

Финансовая структура;

Диверсификации производственная (товарная) и территориальная;

Диверсификация клиентуры;

Доходы: рентабельность и прогнозируемость;

Ключевая фигура в руководстве; качество руководства;

Прочие особенные риски.

Величина премий (надбавок) за риск инвестирования в отдельную компанию колеблется в пределах *-*%).³⁾

²⁾ Булычева Г.В., Демшин В.В. «Практические аспекты применения доходного подхода к оценке российских предприятий», Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, Москва, 1999г., стр. 41.

Премия (надбавка) за размер компании.

Наиболее очевидное преимущество, которое имеет крупная компания, заключается в относительно более легком доступе к финансовым рынкам при необходимости привлечения дополнительных ресурсов, а также большая стабильность бизнеса по сравнению с малыми конкурентами.

Надбавка за риск с учетом специфики компании необходима в том случае, если ожидается, что инвестирование денежных средств в конкретную компанию предполагают более высокий уровень риска по сравнению с инвестициями в компанию с минимальным уровнем риска.

Малый и средний бизнес имеют значительно более ограниченный потенциал в привлечении финансовых ресурсов, нежели крупный бизнес: небольшая фирма растворяется среди себе подобных, а крупная всегда выделяется и привлекает внимание; инвесторы скорее доверят свои деньги большой, хорошо известной в стране компании, нежели маленькой.

Таким образом, вкладывая средства в небольшую компанию, инвестор должен учесть тот разрыв в процентных ставках, который возникнет в случае попытки его фирмы привлечь дополнительные средства, по сравнению с крупным промышленным предприятием. Дополнительные проценты, которые в идеале и должны быть учтены в ставке дисконтирования, представляют собой дополнительный риск.

Таким образом, большая компания будет иметь меньший риск и, следовательно, меньшую премию (надбавку) за размер компании.

Компания, представленная на оценку, малая по размеру (по величине чистых активов), поэтому премия (надбавка) за размер компании была определена Консультантом, на высоком уровне – *,* %.

Премия (надбавка) за финансовую структуру компании.

Финансовая структура любой компании состоит из собственных и заемных средств в определенном соотношении. Чем в меньшей степени деятельность компании зависит от заемных средств, тем лучше финансовая структура такой компании, меньше риск (например, риск банкротства) и, следовательно, меньше премия (надбавка) за финансовую структуру компании.

У Компании не существует зависимости от заемного капитала, что свидетельствует о нормальной финансовой устойчивости оцениваемого предприятия;

Таким образом премия (надбавка) за финансовую структуру была определена Исполнителем на низком уровне – *%.

³⁾ *Материалы семинаров компании «Deloit & Touche»; Булычева Г.В., Демшин В.В. «Практические аспекты применения доходного подхода к оценке российских предприятий», Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, Москва, 1999г., стр. 41.*

Премия (надбавка) за производственную (товарную) и территориальную диверсификации.

Производственная диверсификация – производство товаров и оказание услуг компанией, относящихся к различным отраслям и подотраслям. То есть риск на производственную диверсификацию зависит от того, насколько деятельность предприятия (по всем ее видам) подвержена колебаниям рыночных условий. Чем сильнее развита диверсификация производства, тем предприятие легче адаптируется к меняющейся обстановке.

Зачастую помимо производственной выделяют еще и товарную диверсификацию, то есть производство компанией широкой номенклатуры товаров и услуг, относящихся к одной товарной группе.

Преимущества от производственной диверсификации еще более усиливаются при удачной территориальной диверсификации, то есть, когда компания производит свою продукцию на различных с географической точки зрения рынках.

Таким образом, чем большую производственную, товарную и территориальную диверсификации имеет компания, тем меньшим рискам (например, риску банкротства) она подвержена и, следовательно, тем меньше будет уровень премии (надбавки) за риск производственной и территориальной диверсификации.

На основании проведенного анализа деятельности Компании, Консультантом был сделан вывод о том, что:

Компания имеет низкую территориальную диверсификацию продукции и низкую диверсификацию услуг, что дает Консультанту основание для определения премии (надбавки) за производственную (товарную) диверсификацию продукции и территориальную диверсификацию продукции на высоком уровне – * %.

Премия (надбавка) за диверсификацию клиентуры.

Как показал анализ, проведенный Консультантом, риск диверсификации клиентуры Компании находится на среднем уровне, поскольку Компания длительное время присутствует на рынке, что даёт основание Консультанту для определения премии (надбавки) за риск диверсификации клиентуры на среднем уровне –*, * %.

Премия (надбавка) за рентабельность и прогнозируемость доходов.

Премия за риск на недостаточную рентабельность рассчитывается исходя из интересов инвестора, построенных на основе принципа ожиданий. Инвестор не будет вкладывать деньги в проект, если в другом проекте норма прибыли будет выше при прочих равных условиях. В этом случае, поскольку интерес инвестора отражается в прибыли, которая приходится на вложенный им (собственный) капитал, рентабельность собственного капитала следует сравнивать с рыночными показателями рентабельности собственного капитала. Это может быть среднерыночная или среднеотраслевая рентабельность собственного капитала.

Исходя из финансового анализа, проведенного Консультанта, норма прибыли Компании, находится на низком уровне. Премия (надбавка) за недостаточную

рентабельность и прогнозируемость доходов Предприятия была определена Исполнителем на высоком уровне – *%.

Премия (надбавка) за ключевую фигуру в руководстве; качество управления.

Качество управления – это тот фактор, который способен либо завести фирму в полный тупик, либо привести к расцвету. Качество управления отражается на всех сторонах существования фирмы. В определенном смысле компания есть то, что сделало с ним управление, то есть текущее состояние Компании и перспективы его развития во многом предопределены качеством управления. Зачастую очень сложно, если не сказать невозможно, определить все те отдельные моменты (показатели), на которые управление оказало особо сильное влияние. Управление оказывает влияние на размер чистых активов (следовательно, как было указано выше, на размер компании), на диверсификацию производства и на клиентуру, на финансовое состояние компании и прогнозируемость доходов и др. Таким образом, качество управления отражается всеми перечисленными показателями. Поэтому будет вполне логичным определять премию за риск качества управления как среднюю величину от всех ранее рассчитанных премий, кроме премии за размер компании, так как для того чтобы достигнуть успеха, фирма необязательно должна быть очень большой. Многие небольшие компании, заняв рыночные ниши, процветают и не ставят своей целью достижение значительного роста, что неизбежно повлечет столкновение с другими фирмами и приведет к большим расходам и неизвестным результатам Поэтому нельзя категорично утверждать, что если компания маленькая, то качество управления низкое.⁴⁾

Таким образом, исходя из того, что:

Премия (надбавка) за размер компании – *,*%

Премия (надбавка) за финансовую структуру составила *,* %

Премия (надбавка) за товарную и территориальную диверсификацию составила – *%

Премия (надбавка) за диверсификацию клиентуры составила *,* %

Премия (надбавка) за рентабельность и прогнозируемость доходов составила *,*%

Премия (надбавка) за качество управления (ключевая фигура в руководстве) составила *,*%

премия (надбавка) за качество управления (ключевая фигура в руководстве) составила *,*% $((*,*% + *,*% + *,*% + *,*% + *,*%)/* = *,*%)$.

Премия (надбавка) за прочие особенные риски.

Исходя из финансового анализа, текущего состояния предприятия и имеющейся информации, Консультант установил дополнительные риски, дающими премию (надбавку) в размере *,*%.

⁴⁾ Булычева Г.В., Демшин В.В. «Практические аспекты применения доходного подхода к оценке российских предприятий», Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, Москва, 1999г., стр. 81.

Риски	%
Безрисковая ставка	*, * %
Размер компании	*, * %
Финансовая структура	*, * %
Диверсификация производственная и территориальная	*, * %
Диверсификация клиентуры	*, * %
Доходы: рентабельность и предсказуемость	*, * %
Ключевая фигура в руководстве; качество руководства	*, * %
Прочие особенные риски	*, * %
Итого, ставка дисконтирования, %.	** , * %

Таким образом, совокупный фактор риска, определенный на основе анализа финансово-хозяйственной деятельности Компании, составляет **, * %.

Расчет стоимости в денежного потока

Годы			*			
Денежный поток	** ***	** ***	** ***	** ***	** ***	** ***
Ставка дисконтирования	, **	, **	, **	, **	, **	, **
Дисконтированный денежный поток	*****	*****	*****	*****	*****	*****
Итого стоимость денежного потока	* *** **					

Дисконтированная стоимость денежного потока составила * *** ** рублей

Предполагается, что по окончании срока жизни бизнеса (в конце *-го года) будет произведена продажа его активов (так называемая реверсия). Для получения стоимости бизнеса сумма, полученная от продажи активов, дисконтируется и прибавляется к стоимости денежного потока.

Расчёт стоимости реверсии оборудования и имущества

Для определения стоимости продажи оборудования в конце *-го года жизни бизнеса Консультант определил степень износа *% в год, что по ставке сложного процента составит **%. Стоимость оборудования на конец *-го года жизни бизнеса: $*** \cdot (**)^n$ = *** руб. Скидка на быструю продажу **%, итого стоимость оборудования *** руб.

Дисконтированная стоимость оборудования (стоимость реверсии) составит: $*** \cdot \frac{1}{(1+r)^n}$, *** = ** руб.

Для определения стоимости бизнеса методом дисконтированных денежных потоков необходимо сложить дисконтированную стоимость денежного потока и стоимость реверсии недвижимости, оборудования, транспортных средства и имущества: $*** + ** = * \cdot 10^6$ руб.

Стоимость Компании, определённая методом дисконтирования денежных потоков, равна * * * * * рублей.

4.1.3. Оценка стоимости бизнеса сравнительным подходом

Описание методики оценки

Сравнительный подход к оценке бизнеса предполагает, что его ценность определяется тем, за какую сумму он может быть продан при наличии достаточно сформированного рынка. Другими словами, наиболее вероятной величиной стоимости оцениваемого бизнеса может быть реальная цена продажи аналогичной фирмы, зафиксированная рынком.

Теоретической основой сравнительного подхода являются следующие базовые положения:

а) Используются в качестве ориентира реально сформированные рынком цены на аналогичные бизнесы. При наличии рынка продаж готовых бизнесов цена купли продажи наиболее интегрально учитывает многочисленные факторы, влияющие на величину стоимости капитала: соотношение спроса и предложения на данный вид бизнеса, уровень риска, перспективы развития отрасли, конкретные особенности бизнеса.

б) Сравнительный подход базируется на принципе альтернативных инвестиций. Инвестор, вкладывает деньги в бизнес, покупая прежде всего доход. Производственные, технологические и другие особенности конкретного бизнеса интересуют инвестора только с учетом перспектив получения денег. Стремление получить максимальный доход, на инвестиции, при адекватном риске и свободном размещении капитала, обеспечивает выравнивание рыночных цен.

в) Цена бизнеса отражает его производственные и финансовые возможности, положение на рынке, перспективы развития. Следовательно, в аналогичных предприятиях должно совпадать соотношение между ценой продажи и важнейшими финансовыми параметрами. Отличительной чертой этих

финансовых параметров является их определяющая роль в формировании дохода, получаемого инвестором.

Основным преимуществом сравнительного подхода является то, что оценщик ориентируется на фактические цены купли – продажи аналогичных бизнесов, метод реально отражает спрос и предложение на данный объект оценки, поскольку цена фактически совершенной сделки максимально учитывает ситуацию на рынке продаж готовых бизнесов.

Для определения стоимости бизнеса сравнительным подходом необходима достоверная рыночная информация о сделках купли - продажи готовых бизнесов, и достоверная финансовая информации о проданных бизнесах. На рынке данная информация является закрытой.

Оценка методом сравниваемых продаж имеет свои ограничения применения. Сравнительный подход к оценке не учитывает перспектив развития оцениваемого бизнеса, по этому данным подходом целесообразно оценивать бизнесы вышедшие на стабильную прибыль, и в отношении которых можно предполагать, что в реально прогнозируемой перспективе их деятельность не будет прекращена.

Предлагаемые варианты на рынке

На момент оценки на рынке предлагаются к продаже следующие наиболее близкие объекты:

***. Ветеринарная клиника в Мюнхене, Германия**

О компании	
Наименование компании:	Ветеринарная клиника в Мюнхене, Германия
Описание проекта:	Требуются инвестиции для создания ветеринарной клиники. Я сам работаю ветеринаром и хорошо представляю как это всё работает.
Формы инвестиций:	Долевое участие
Использование инвестиций:	Зарплаты специалистов, закупка оборудования, реклама
Срок окупаемости:	* года
Рентабельность	**:%

производства, %:	
Годовой оборот, \$:	* ** * ** *
Персонал	
Численность персонала:	*
Фонд оплаты труда, \$:	*** ** *
Дополнительная информация	
Бизнес прогноз отрасли и проекта:	спрос огромный, по многим причинам. Прежде всего из-за того что наблюдается большой дефицит квалифицированных кадров в этой области.

***. Ветеринарная клиника в Минске**

Стоимость бизнеса от, \$:*****.**

О компании	
Наименование бизнеса:	Ветеринарная клиника
Комментарий для таблицы:	Продаётся Ветеринарная клиника в Минске. Поставки компонентов для строительной индустрии.
Город:	Минск
Условия продажи	
Продаваемая доля, %:	***
Финансовые показатели	
Срок окупаемости, лет:	*
Персонал	

Общая численность:	*
Дополнительная информация	
Причины продажи:	Переезд на другое место жительства
Прочая информация:	Прибыль в мес. ****\$

Ветеринарная Клиника в Перми

Цена	\$** ***	Материалы	\$* *****
Выручка	\$** ***	Недвижимость	н/п
Прибыль	\$** ***	Возраст (годы)	*
Основные средства	н/п	Персонал	*

* включено в стоимость

** не включено в стоимость

Ветеринарная клиника на парковом, работает с **** г. Помещение в аренде до *-ти лет в жилом доме с отдельным выходом. Оборудование, инструменты. все виды ветеринарных услуг, обширная клиентская база. Требуется незначительных вложений. Возможен торг.

Консультантом принято решение не использовать сравнительный подход в связи с отсутствием данных по сделкам с сопоставимыми объектами.

4.1.4. Оценка стоимости бизнеса методом эмпирических правил

Описание методики оценки

Эмпирические правила позволяют взглянуть изнутри на проблемы стоимости предприятия, компании или доли в ней, а также на вопросы обеспечения и надежности бизнеса. Тем не менее, данные о стоимости, полученные с использованием эмпирических правил, должны играть решающую роль при принятии решения только если они подкреплены другими методами оценки.

Большинство из эмпирических правил представляет собой процентное выражение величины валового дохода (объема реализации, суммы оплаченных счетов за год, годовой величины валового дохода, годового размера полученных гонораров,

годовой выручки, причем все они равноценны в смысле применения эмпирических правил). Скорректированный годовой объем дохода в случае применения эмпирического правила соответствует общему денежному потоку, включая заработную плату владельца и чистую прибыль самого бизнеса. Другими словами, это величина пересмотренного, нормированного дохода, который часто называют дискреционным доходом продавца или наличными средствами компании.

В работе «Эмпирические правила оценки бизнеса» **Кэтрин Ф. Эшуолд** (глава и основательница компании Columbia Financial Advisors, Inc. — фирмы, работающей в области оценки бизнеса и финансовых консультаций), рекомендует следующие эмпирические правила для оценки ветеринарной клиники и аптеки:

*Ветеринарная практика, мелкие животные. **-% годового дохода.*

Консультантов принята средняя величина коэффициента **%. Таким образом, стоимость ветеринарной практики составила

$$(* \text{ *** } + * \text{ **** })/\text{****}\% = * \text{ *** }$$

5. СОГЛАСОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ

В данной работе были получены следующие результаты (рублей):

Метод скорректированных чистых активов (затратный имущественный) подход	*** **
Метод дисконтированных доходов (доходный подход)	* *** **
Метод прямой капитализации (доходный подход)	* *** **
Метод эмпирических правил	* *** **

Заключительным элементом процесса оценки является сравнение оценок, полученных на основе указанных методов, и сведения полученных стоимостных оценок к единой стоимости объекта. Процесс согласования учитывает слабые и сильные стороны каждого метода, определяет: насколько они адекватно отражают объективное состояние рынка.

Процесс сведения оценок приводит к установлению окончательной стоимости объекта, чем и достигается цель оценки.

Для определения рыночной стоимости Компании были использованы следующие методы: метод скорректированных чистых активов (затратный (имущественный) подход), метод прямой капитализации и метод дисконтированных доходов (доходный подход) и метод эмпирических правил.

Сравнительный подход, как было указано и обосновано выше, не использовался.

Оценки, полученные вышеуказанными методами, различаются. Итоговая рыночная стоимость предприятия рассчитывается как средневзвешенная величина. Для согласования полученных результатов используются следующие критерии:

- (*) способность подхода отвечать интересам стратегического инвестора;
- (*) способность подхода учитывать изменения конъюнктуры;
- (*) способность подхода учитывать специфические особенности объекта, влияющие на его стоимость;
- (*) полнота, надежность и достоверность исходной информации, используемой при применении подхода.

Консультант придаёт больший вес данным, полученным при использовании затратного подхода. Коэффициенты распределились следующим образом:

Метод скорректированных чистых активов	*, *
Метод дисконтированных доходов	*, **
Метод прямой капитализации	*, **
Метод эмпирических правил	*, *

Расчет средневзвешенной рыночной стоимости Компании

	Сумма	Коэффициент	
Метод скорректированных чистых активов	*** **	*, * ,	*** **
Метод дисконтированных доходов	* *** **	*, * ,	*** **
Метод прямой капитализации	* *** **	*, * ,	*** **
Метод эмпирических правил	* *** **	*, * ,	*** **
Итого стоимость Компании	* *** **		

Вывод: Стоимость компании составляет * * ** рублей.**

Замечания к расчёту стоимости

Рассчитанная стоимость компании учитывает текущее состояние дел и не учитывает тех дополнительных выгод, которые может извлечь покупатель, используя свои навыки, связи и умение, или оптимизируя управление компанией.

Экспертное заключение содержит взвешенное профессиональное мнение Консультанта относительно стоимости бизнеса, по которому он может перейти из рук в руки по цене, указанной в приведённых расчётах

При проведении оценки предполагалось отсутствие каких-либо скрытых факторов, влияющих на стоимость оцениваемого имущества. Консультант не несёт ответственности за описание прав собственности на оцениваемое имущество, достоверность которого основано со слов заказчика.

Исходные данные, использованные Консультантом при подготовке Экспертного заключения, были получены от Заказчика, поэтому Консультант не может гарантировать их абсолютную точность.

6. ВОЗМОЖНОСТИ И МЕТОДЫ ПРОДАЖИ КОМПАНИИ

Ограничивающие факторы

Можно выделить следующие факторы, способные повлиять на конечную продажную цену бизнеса и срок продажи:

Скрытая информация по объекту, которая может открыться на заключительной стадии переговоров с Покупателем, влияющая на принятие им решения о покупке;

Фактор времени. При необходимости совершить сделку в короткий срок цена реализации может быть не оптимальной.

Представленный к оценке бизнес имеет узкоотраслевой характер. Будущий покупатель для успеха предприятия должен будет обеспечить профессиональный потенциал, носителями которого в настоящее время являются соучредители компании.

Стратегия продажи

Определение групп потенциальных покупателей

Консультантом выделены три крупные группы потенциальных покупателей:

Компании, работающие в данном сегменте рынка (прямые конкуренты) из Москвы и регионов России. Это могут быть как крупные и средние полиграфические компании, рекламные агентства, так и компании из смежных отраслей. Основной интерес для них может представлять имеющаяся производственная база, клиентская база и

коллектив, наработанные связи. Наиболее вероятно, что данная категория потенциальных покупателей сможет заплатить максимальную цену.

Частные инвесторы (компании, группы частных лиц), вкладывающих средства в новое направление бизнеса или диверсифицирующие свой капитал. Ориентируются в основном на величину предполагаемого дохода и срок возврата капитала.

Методы продажи компании, конфиденциальность

Активные продажи компании начнутся после согласования с Заказчиком цены и условий продажи. Консультантом будет составлен и согласован с Заказчиком инвестиционный меморандум, предназначенный для грамотной подачи предложения о покупке потенциальному покупателю. Для каждой группы покупателей будет разработана своя форма предоставления информации, учитывающая особенности каждой группы. При подготовке меморандума будут использованы материалы и расчёты, содержащиеся в Экспертном заключении. Потребуется предоставление Заказчиком дополнительной информации.

Возможно два метода продажи компании:

Продажа Компании с текущими займовыми обязательствами. В этом случае Консультант предлагает установить стартовую цену на уровне *** ** рублей.

Продажа Компании с одновременным погашением займа. В этом случае Консультант предлагает установить стартовую цену на уровне * *** ** рублей.

Основные мероприятия коммуникационной кампании по поиску покупателя:

Подготовка инвестиционного меморандума и краткого предложения (брифа);

Размещение объявления на сайте www.proday-biznes.ru

Рассылка подписчикам сайта www.proday-biznes.ru (ежемесячно);

Публикация объявлений на сайте Бизторг - постоянно.

Публикации в деловой прессе (по отдельному плану);

Прямые обращения к инвесторам по базе данных Консультанта и по специально подготовленному списку;

Упоминания в статьях, публикуемых Консультантом в СМИ;

Продвижение предложения о продаже объекта на выставках, конференциях, форумах и других мероприятиях с участием инвесторов.

При необходимости: почтовая и электронная рассылка по отраслевым базам данных.

Для соблюдения конфиденциальности инвестиционный меморандум и другая информация, содержащая сведения, не подлежащие разглашению, будут доводиться до потенциального покупателя только под письменное обязательство о её неразглашении.

