

К вопросу о реальной стоимости бизнеса определенного затратным подходом

Ю.В. Козырь

Процедура оценки бизнеса затратным подходом заключается в выявлении неучтенных (функционирующих и/или нефункционирующих) активов и переоценке всех располагаемых компанией активов по рыночной стоимости. Причем, если оценивается доля бизнеса, принадлежащая акционерам, из стоимости активов вычитаются обязательства, переоцененные по рыночной стоимости (состав которых также дополнен неучтенными обязательствами или обременениями, в случае их обнаружения).

Описанная выше схема оценки бизнеса затратным подходом является устоявшейся и общепринятой. Результат этой оценки впоследствии принимается во внимание при формировании мнения об итоговой величине стоимости бизнеса вместе с результатами оценки полученными другими подходами. Казалось бы, все это вполне правильно и не вызывает никаких сомнений.

Тем не менее, автору статьи хотелось бы обратить внимание на ряд обстоятельств. Во-первых, затратный подход оперирует затратами на замещение всех существующих активов и обязательств. В процессе оценки в рамках затратного подхода не все и не всегда делают адекватную оценку неучтенных а балансе компании активов и обязательств. Часть таких активов не учитывается в балансе, так сказать, по определению – в силу особенностей Положения о бухгалтерском учете. Такие активы как репутация компании, ее перспективные разработки, права аренды и другие не учитываются в балансе, хотя понятно, что они обладают стоимостью. Наиболее общим видом подобных не отражаемых в балансе активов являются затраты на создание деловых связей и узнаваемости компании на рынке (так называемые затраты на промоушн или, говоря по-русски, на «раскрутку»). При сделках купли-продажи стороны учитывают наличие таких активов в форме надбавки в цене сделки к рыночной стоимости чистых активов компании. Эта надбавка обычно называется гудвиллом. Стоимость гудвилла зависит от его «наполнения»: если стороны (или привлеченный ими оценщик) помимо отраженных в балансе активов учли и оценили стоимость большинства неотраженных в балансе активов и отразили их в процессе оценки в качестве отдельных составляющих активов, величина гудвилла будет одной (не очень высокой); если же при оценке были учтены только балансовые строки, величина гудвилла будет иной (более высокой). С другой стороны, отдельно следует отметить тот факт, что при оценке в рамках затратного подхода учитываются только прямые затраты, в то время как при определении стоимости бизнеса следует учитывать также и вмененные затраты, которые подчас могут составлять значительную величину. Самым очевидным видом таких затрат является упущенная прибыль, возникающая при сравнении вариантов покупки функционирующего прибыльного бизнеса и создании аналогичного бизнеса с нуля. Рассмотрим в этой связи возможности модификации традиционного затратного подхода, применяемого для оценки бизнеса.

Начнем с затрат на создание деловых связей и узнаваемости компании на рынке (затраты на «раскрутку»). Одним из способов их оценки может стать интервьюирование специалистов по маркетингу и пиару. Ряд таких специалистов могут выразить свое мнение о том, сколько времени и денежных средств требуется для того, чтобы компания «с нуля» обросла определенным количеством связей с контрагентами по бизнесу (тем количеством, которое имеет оцениваемая компания) и эффективной узнаваемостью на рынке вообще, и среди целевой аудитории в частности, а также досконально изучила рынок своей продукции и потребителей. Если эти затраты сильно разнесены во времени и в регионе сильная инфляция, их [затраты на формирование связей и узнаваемости] следует индексировать. В то же время, поскольку отнюдь не все подобные вложения оказываются эффективными и, кроме того, подобные инвестиции подвержены сильному обесцениванию ввиду влияния эффектов зашумления и «короткой потребительской

памяти», эти вложения также следует амортизировать. Корректировки таких затрат – индексация и амортизация, – частично нивелируют друг друга, но все же, как правило (при отсутствии гиперинфляции), влияние амортизации существенно превышает воздействие инфляции. Итог суммарных скорректированных затрат на создание эффективной узнаваемости, связей и репутации, которыми обладает оцениваемая компания, следует трактовать как оценку частичной¹ стоимости гудвилла², определенного затратным подходом, и следовательно, ее необходимо прибавлять к стоимости других оцениваемых активов компании.

Теперь перейдем к рассмотрению другого вопроса, связанного с оценкой бизнеса затратным подходом. Сам по себе затратный подход оперирует понятием стоимости и принципом замещения: если какой-либо объект можно каким-то образом создать дешевле, чем предлагаемая за него цена продавца-собственника объекта, то так и надо поступать – создавать самостоятельно. Если же затраты на самостоятельное создание объекта превышают цену продавца целевого объекта, либо создать этот объект самостоятельно по каким-либо причинам не представляется возможным, объект, при его надобности, целесообразно купить на рынке. При такой схеме упускается из рассмотрения, как минимум, один нюанс, а именно – издержки упущенных возможностей. Применение затратного подхода учитывает фактор времени при переоценке активов и обязательств посредством соответствующих корректировок активов и обязательств. Однако потенциальный покупатель, решив, руководствуясь принципом замещения, самостоятельно «построить» бизнес, затратит на это не только прямые издержки обусловленные покупкой активов по рыночной стоимости, но и вмененные издержки – за время самостоятельного «строительства» бизнеса инвестор потеряет прибыль, которую он мог бы получать, если купил бы этот бизнес уже функционирующим.

Кроме этого, необходимо также принимать во внимание специфические риски, присущие молодым компаниям при выходе на рынок: приобретая готовый бизнес, покупатель-инвестор избавляется от рисков начального этапа.

С учетом вышеизложенного скорректированная стоимость функционирующего бизнеса, полученная на основе затратного подхода, составит:

$$V = MVA + G_c + LBE + RP, \quad (1)$$

где

V – стоимость функционирующего бизнеса,

MVA – стоимость скорректированных по рыночной стоимости материальных и идентифицированных нематериальных активов/чистых активов бизнеса, определенных в рамках затратного подхода,

G_c – скорректированная величина (стоимость) затрат на формирование связей и узнаваемости на рынке,

LBE – стоимостный эквивалент упущенной выгоды – то, что теряет инвестор, решивший самостоятельно создать бизнес с нуля (за время его становления), по сравнению с вариантом приобретения готового бизнеса, функционирующего с положительной рентабельностью,

RP – стоимостный эквивалент исчезновения специфических рисков этапа становления (превышения сметы расходов, повышенной вероятности полной или частичной потери осуществленных инвестиционных затрат).

¹ Частичной потому, что, как будет показано в данной статье, наполнение гудвилла, воспринимаемого как разницу между стоимостью бизнеса и суммарной стоимостью его разрозненных идентифицированных активов/чистых активов, шире, чем одни лишь затраты на становление бизнеса.

² Если кому-то не нравится такая трактовка термина *гудвилл*, которая, конечно, не совпадает с его трактовкой в МСО, можно использовать альтернативное название – *затраты на промоуин или «раскрутку»*.

Следует отметить, что определение стоимости бизнеса согласно (1) подразумевает эффективное функционирование с определенной положительной рентабельностью. Если же бизнес только что создан и не приносит своим владельцам прибыль, для потенциального покупателя такого бизнеса нет принципиальной разницы между покупкой такого бизнеса и созданием его с нуля. Поэтому в подобной ситуации компоненты LBE и RP в (1) будут близки к нулю.

Наибольший интерес в (1) представляют компонента упущенной выгоды (LBE) и стоимостный эквивалент специфических рисков этапа становления (RP). Рассмотрим их подробнее.

Планирование создания бизнеса с нуля до определенной стадии можно разбить на несколько этапов: этап регистрации компании и приобретения активов, этап отладки, найма и обучения персонала – до момента начала реализации готовой продукции, этап выхода на уровень безубыточности, и наконец этап выхода на плановую рентабельность ROC . Если для простоты рассмотрения разбить весь цикл создания бизнеса с нуля всего на два этапа – этап отсутствия прибыли (t_0, t_1) и этап роста прибыли с нуля до планового уровня рентабельности (t_1, t_2), то оценка стоимостного эквивалента упущенной выгоды может осуществляться по следующей формуле:

$$LBE = NPV_{PRB} - NPV_{PNB} = \left[-MVA + ROC \times BVA \times \sum_{i=1}^{t_2} \frac{(1+g)^i}{(1+r)^{i-0,5}} \right] - \left[k \times ROC_m \times MVA \times \sum_{i=t_1+1}^{t_2} \frac{1}{(1+r)^{i-0,5}} - \frac{E_1}{t_1 - t_0} \times \sum_{i=1}^{t_1} \frac{1}{(1+r_f)^{i-0,5}} - \frac{E_2}{t_2 - t_1} \times \sum_{i=t_1+1}^{t_2} \frac{1}{(1+r_f)^{i-0,5}} - G_c \right], \quad (2)$$

где

LBE – стоимостный эквивалент упущенной выгоды,

NPV_{PRB} – чистая приведенная стоимость варианта покупки готового бизнеса, функционирующего с балансовой рентабельностью капитала ROC ,

NPV_{PNB} – чистая приведенная стоимость варианта создания с нуля аналогичного нового бизнеса,

BVA – балансовая стоимость активов/чистых активов готового бизнеса,

g – ожидаемый темп роста прибыли готового бизнеса,

E_1 – общие затраты, необходимые на этапе (t_0, t_1), при создании бизнеса с нуля,

E_2 – общие затраты на этапе (t_1, t_2) при самостоятельном создании бизнеса, причем, $E_1 + E_2 = MVA + G_c$ (здесь – без учета инфляции),

ROC – плановый уровень балансовой рентабельности капитала готового бизнеса или объектов-аналогов),

k – процент (доля) выхода на плановую рентабельность, $0 < k < 1$,

$kROC_m$ – средняя от планового уровня рентабельность на этапе (t_1, t_2), рассчитанная на рыночной основе: $ROC_m = ROC \times BVA/MVA$,

r – ставка дисконтирования ожидаемых денежных потоков,

r_f – безрисковая ставка процента,

t_1 – ожидаемый момент начала получения компанией прибыли,

t_2 – ожидаемый момент выхода компании на плановый уровень рентабельности ROC .

В ситуациях, когда имеются основания ожидать выхода компании на плановый уровень рентабельности сразу по завершению ее создания (например, в первом году (сразу же) после запуска в эксплуатацию нового завода³), оценка стоимостного эквивалента упущенной выгоды может осуществляться по следующей формуле:

³ То есть весь цикл создания бизнеса с нуля состоит лишь из одного этапа – этапа отсутствия прибыли (t_0, t_1).

$$LBE = NPV_{PRB} - NPV_{PNB} = \left[-MVA + ROC \times BVA \times \sum_{i=1}^{t_1} \frac{(1+g)^i}{(1+r)^{i-0,5}} \right] + \left[\frac{E}{t_1 - t_0} \times \sum_{i=1}^{t_1} \frac{1}{(1+r_f)^{i-0,5}} + G_c \right], \quad (3)$$

где все обозначения соответствуют ранее принятым, а E – общие затраты в приобретение и «отладку» активов, равные MVA .

Отметим, что оценка компоненты G_c в соответствии с (7) осуществляется отдельно для подстановки в (1) лишь в случаях, когда она не используется в рамках расчета LBE в выражениях (2)-(3).

Наличие компоненты RP в (1) с позиции затратного подхода означает возможность дополнительных непредвиденных расходов, характерных для этапа первоначального становления (в т.ч. дополнительные издержки LBE , могущие возникнуть из-за затягивания прохождения бизнесом определенных промежуточных подэтапов на этапе становления). По мнению автора, оценка параметра RP может осуществляться двумя способами. Во-первых, можно ориентироваться на стоимостный эквивалент премии за риск вложений в малые компании, учитывая тот факт, что вновь создаваемые компании, как правило, являются небольшими компаниями. Во-вторых, можно оценить различие в статистике банкротств компаний находящихся на стадии становления и компаний со среднестатистическим для рынка сроком от момента образования до текущего момента. Получив значение разницы вероятностей банкротства, ее следует трансформировать в относительную рисковую надбавку (дополнительную рисковую надбавку, отражающую только специфические риски вновь образуемой компании), после чего преобразовать ее в абсолютное (стоимостное) выражение.

Одним из возможных вариантов оценки стоимостного эквивалента рисков начального этапа, по мнению автора статьи, может быть следующий способ:

$$RP = \frac{CF_1 \times \Delta pr}{(r - g)(r - g + \Delta pr)}, \quad (4)$$

где:

- CF_1 – сальдо денежных потоков, ожидаемых в ближайшем году;
- g – ставка дисконтирования денежных потоков с учетом рисков, принятая для сектора, в котором функционирует оцениваемый бизнес;
- g – ожидаемый постоянный темп роста денежных потоков в бессрочной перспективе;
- Δpr – разница между премиями за риски инвестирования во вновь создаваемый бизнес и уже созданный и стабильно функционирующий;
-

$$\Delta pr = \frac{(p_n - p_m)(1 + r_f)}{1 - p_n + p_m},$$

где:

- r_f – безрисковая ставка;
- p_n – вероятность банкротства нового бизнеса;
- p_m – вероятность банкротства стабильно функционирующего бизнеса (созданного «давно»).

Выражение (4) дает максимально возможную оценку стоимостного эквивалента рисков становления компании – такую, которая была бы в случае, если такие повышенные риски «преследовали» бы компанию бесконечно долго. Однако даже из названия данного типа рисков («риск начального этапа») ясно, что время, в течение которого следует рассматривать эти риски, по определению является ограниченным. Поэтому для получения реалистичной оценки стоимостного эквивалента рисков начального этапа вместо выражения (4) следует применять иной подход:

$$RP = \frac{CF_1}{(1+r)^{0,5}} + \frac{CF_2}{(1+r)^{1,5}} + \dots + \frac{CF_k}{(1+r)^{k-0,5}} - \frac{CF_1}{(1+r+\Delta pr_b)^{0,5}} - \dots - \frac{CF_k}{(1+r+\Delta pr_e)^{k-0,5}}, \quad (6)$$

где Δpr_n – максимальное значение Δpr в самом начале создания бизнеса, Δpr_k – минимальное значение Δpr в конце (последнем подпериоде) этапа становления бизнеса (по завершению этого этапа данная компонента будет равна нулю).

Оценка компоненты G_c – скорректированных затрат на формирование связей и узнаваемости на рынке, - может быть получена как дисконтированная сумма соответствующих затрат за период становления («взросления») бизнеса:

$$G_s = \sum_{i=t_0}^t \frac{Z_i}{(1+r_f)^i}, \quad (7)$$

где

Z_i – затраты на «раскрутку» компании в i -м году периода ее становления,

t_0 – первый год периода становления компании,

t – последний год периода становления компании,

r_f – безрисковая ставка.

Еще раз отметим, что оценка компоненты G_c в соответствии с (7) осуществляется отдельно для подстановки в (1) лишь в случаях, когда она не используется для расчета LBE в выражениях (2)-(3).

Представленный выше *модифицированный затратный подход* (назовем его так) схож со структурой моделей EBO и EVA : и здесь и там есть две компоненты – компонента

⁴ Это выражение позволяет получить верхнюю оценку разницы премии за риски, которая имеет место в самом начале создания бизнеса. По мере становления бизнеса указанная разница снижается и к моменту окончания становления бизнеса сходит на нет.

капитала/инвестированного капитала и компонента доходов⁵. Однако в отличие от *EBO* и *EVA* модифицированный затратный подход ограничивает суммирование доходов интервалом (t_0, t_2) , что при условии положительной рентабельности капитала приводит к получению более низкого значения стоимости бизнеса по сравнению с результатами оценки полученными в рамках модели *EBO/ EVA*, но более высокого по сравнению со стоимостью, получаемой при использовании традиционного затратного подхода. То есть применение *модифицированного затратного подхода* снижает разрыв между результатами оценки затратным и доходным подходами, и, следовательно, повышает адекватность итоговой оценки стоимости бизнеса.

Рассмотрим пример с использованием *модифицированного затратного подхода*. Пусть известно, что к продаже предлагается функционирующий бизнес, балансовая стоимость активов которого составляет 25 млн. у.е., в то время как рыночная стоимость идентифицированных активов – 40 млн. у.е. Балансовая рентабельность капитала этого бизнеса составляет 30%. Ожидается, что этот бизнес в следующем году принесет 7,875 млн. у.е. чистого дохода и в дальнейшем будет расти ежегодно на 5%. Также известно, что строительство аналогичного бизнеса с нуля занимает в общей сложности три года, из них один год занимает строительство зданий и технологический монтаж оборудования (всего на сумму 25 млн.у.е.) и два года – отладка технологических процессов и захват необходимой доли рынка для обеспечения планового уровня загрузки производственных мощностей – всего того, что необходимо для выхода на 30%-й уровень рентабельности капитала. Известно также, что дополнительные расходы, необходимые для соответствующего уровня представленности и узнаваемости продукции на рынке составляют примерно 5 млн.у.е. Соответственно, затраты второго этапа, со второго по третий годы включительно, как ожидается, могут составить 15 млн. у.е. в «твердые» активы и еще 5 млн.у.е. в промоушн. Ставка процента, требуемая инвесторами по аналогичным проектам, составляет 15%, в то время как безрисковая ставка процента равна 5%. Кроме того, предположим, известно, что деловой риск вновь образованных бизнесов/компаний на протяжении первых трех лет существования вдвое выше аналогичного риска более зрелых бизнесов/компаний⁶. Оценим стоимость такого бизнеса в соответствии с представленной выше моделью. При оценке будем предполагать, что выход на плановый уровень рентабельности на втором этапе будет осуществляться по линейному закону. В связи с этим будем считать, что средняя рентабельность на этапе (t_1, t_2) будет составлять половину ($k = 0,5$) от планового уровня, т.е. 15%.

В случае решения строительства бизнеса с нуля (то есть применения принципа замещения в рамках затратного подхода) помимо оплаты активов отраженных в балансе (рыночная стоимость которых равна 40 млн.у.е.) инвестору придется дополнительно потратиться на «раскрутку» бизнеса (5 млн.у.е.) и упустить ту прибыль, которую он получал бы при покупке предлагающегося готового бизнеса. Кроме того, не следует скидывать со счетов различного рода специфические риски, характерные для этапа становления бизнеса.

Для оценки стоимостного эквивалента упущенной выгоды трансформируем сначала известную из условий балансовую рентабельность капитала в рыночную: $ROC_m = 0,3 \times 25/40 = 0,1875$. С учетом этого оценка стоимостного эквивалента упущенной выгоды в соответствии с (2) и условиями задачи составит (млн. у.е.):

⁵ В этом отношении данные методы являются по сути гибридными, представляя собой смесь затратного и доходного подходов. Соответственно, при использовании одного или нескольких из этих методов в рамках конкретных оценок не следует смешивать их результаты внутри только одного из подходов (например, доходного) – результат одного (или нескольких) этих методов должен (должны) приниматься во внимание лишь при заключительном выведении суждения об итоговой величине стоимости объекта оценки полученной на основе всех методов.

⁶ Под риском здесь понимается вероятность наступления неблагоприятных исходов (событий), обуславливающих полную потерю инвестиций (при неполной потере вырастает вероятность исходов, так что в целом ожидаемый ущерб от разновеликих потерь остается практически неизменным).

$$LBE = \left[-40 + 0,3 \times 25 \times \sum_{i=1}^3 \frac{(1+0,05)^i}{(1+0,15)^{i-0,5}} \right] - \left[0,5 \times 0,1875 \times 40 \times \sum_{i=2}^3 \frac{1}{(1+0,15)^{i-0,5}} - \frac{25}{1-0} \times \sum_{i=1}^1 \frac{1}{(1+0,05)^{i-0,5}} - \frac{15+5}{3-1} \times \sum_{i=2}^3 \frac{1}{(1+0,05)^{i-0,5}} \right] = 17,02$$

Отметим, что поскольку в выше приведенном выражении мы учли затраты на промоушн непосредственно в оценке LBE , при итоговом расчете согласно (1) нам не понадобится отдельно прибавлять компоненту G_c .

Деловой риск можно оценить приближенно (без отдельного учета риска неликвидности) как риск банкротства с учетом отраженной в процентных ставках оценки рынком рискованности бизнеса:

$$pr_d = \frac{p_d k (1 + r_f)}{1 - p_d k}, \quad (8)$$

где

pr_d - премия за риск банкротства (дефолта),

p_d - вероятность банкротства,

k - степень дефолта (% потерь при наступлении дефолта),

r_f - безрисковая ставка.

Из (8) при $k = 1$ (т.е. при варианте 100% потерь при наступлении дефолта) определим рыночную оценку вероятности дефолта для аналогичных функционирующих бизнесов (параметр p_m в (5)):

$$p_d = \frac{pr_d}{1 + r_f + pr_d} = \frac{pr_d}{1 + r} = \frac{0,15 - 0,05}{1,15} = 0,087 = 8,7\%. \quad (9)$$

По условию задачи деловой риск вновь образованных бизнесов вдвое выше аналогичного риска более зрелых бизнесов, т.е. (p_n) составляет 17,4%. С учетом этого, оценка максимального значения стоимостного эквивалента рисков начального этапа в соответствии с (5) составит:

$$\Delta pr_{\max} = \frac{(0,174 - 0,087)(1 + 0,05)}{1 - 0,174 + 0,087} = 0,10.$$

Предположим, что значение этой рискованной надбавки на протяжении трехлетнего этапа «строительства» бизнеса будет равномерно снижаться по линейной зависимости, так что через год ее значение снизится на одну треть (до 0,067), через два на две трети (до 0,033), через три станет равной нулю. Тогда в соответствии с (6) значение стоимостного эквивалента рисков начального этапа составит (млн. у.е.):

$$RP = \frac{7,875}{(1+0,15)^{0,5}} + \frac{7,875}{(1+0,15)^{1,5}} + \frac{7,875}{(1+0,15)^{2,5}} - \frac{7,875}{(1+0,15+0,1)^{0,5}} - \frac{7,875}{(1+0,15+0,067)^{1,5}} - \frac{7,875}{(1+0,15+0,033)^{2,5}} = 0,78.$$

Итоговая стоимость бизнеса в соответствии с (1) составит:

$$V = 40 + 17,02 + 0,78 = 57,8 \text{ млн. у.е.}$$

Сравним полученное значение с результатом применения модели капитализации денежных потоков. Для обеспечения ежегодного темпа роста 5% необходимо часть прибыли реинвестировать в развитие. Эта часть составит: планируемый темп роста/ожидаемая рентабельность инвестированного капитала на рыночной основе = $5\%/18,75\% = 26,67\%$. Соответственно, на эту величину должны снизиться свободные денежные потоки (числитель формулы Гордона). С учетом этого верхняя оценка стоимости вышеуказанного готового бизнеса, полученная на основе применения модели Гордона, составит⁷:

$$V_G = \frac{7,875 \times (1 - 0,2667) \times (1 + 0,15)^{0,5}}{0,15 - 0,05} = 61,92 \text{ млн. у.е.}$$

Как видно из полученных в примере оценок, результат *модифицированного затратного подхода* существенно ближе к результату доходного подхода, чем результат «классического» затратного подхода (40-45 млн.у.е.), поскольку он [модифицированный затратный подход] полнее отражает истинные затраты бизнеса, оцениваемые с учетом принципа замещения.

Урок данного примера заключается в том, что реальной нижней границей стоимости описанного выше бизнес-проекта (с позитивными перспективами развития) является не стоимость набора его активов (40-45 млн. у.е.), а значительно более значимая величина – 57,8 млн.у.е. В силу этого напрашивается вывод о том, что традиционный затратный подход, применяемый к оценке бизнеса, не совсем для этого подходит, поскольку за рамками его рассмотрения остается целый ряд динамических характеристик бизнеса.

Для одних предприятий наиболее важной из них является компонента упущенной выгоды (например, для фондоемких производств), для других – сразу все эти компоненты – упущенной выгоды, затрат на промоушн и премия за преодоление стартовых трудностей (типичный пример – выставочный или консалтинговый бизнес).

Остается добавить, что введенные в рамках настоящего подхода компоненты LBE , RP и G_c (см. модель (1)) можно рассматривать как составные части гудвилла компании.

⁷ Расчет осуществлен исходя из предположения равномерного поступления денежных потоков на протяжении всех будущих периодов.