

Программа учебной дисциплины «Оценка активов и бизнеса»

Утверждена

Академическим руководителем ООП

А.А. Бляхман

«30» января 2018 г.

Автор	Толстогузов О.В.
Число кредитов	6
Контактная работа (час.)	24
Самостоятельная работа (час.)	204
Курс	4 курс
Формат изучения дисциплины	Без использования онлайн курса

I. ЦЕЛЬ, РЕЗУЛЬТАТЫ ОСВОЕНИЯ ДИСЦИПЛИНЫ И ПРЕРЕКВИЗИТЫ

Целями освоения дисциплины «Оценка активов и бизнеса» являются: формирование у студентов понимания методологии оценки стоимости различных видов активов и типов компаний, в том числе для развивающихся рынков; способности интерпретировать финансовые показатели компании для оценки ее стоимости, применять оценочные технологии (дивидендные модели, FCFE, FCFF, сравнительный и затратный подходы) на практике; рассчитывать размер скидок и премий при оценке бизнеса; выявлять источники наращивания стоимости компании.

В результате освоения дисциплины студент должен:

1. Знать:
 - ✓ нормативную базу и систему организации оценочной деятельности в Российской Федерации;
 - ✓ специфику применения основных методов проведения оценки стоимости компаний (доходный, сравнительный, затратный подходы), в том числе на развивающихся рынках капитала;
 - ✓ методы оценки недвижимости, машин и оборудования, нематериальных активов;
 - ✓ специфику применения скидок/ премий в оценке.
2. Уметь:
 - ✓ собирать данные для проведения оценки компании, систематизировать и интерпретировать их;
 - ✓ выявлять ключевые факторы, формирующие стоимость компаний;
 - ✓ проводить оценку стоимости компании различными методами;
 - ✓ сопоставлять полученные результаты и обобщать их в отчете об оценке;
 - ✓ на основе изучения современной периодики оценивать преимущества и недостатки в подходах авторов к оценке стоимости на развитых/развивающихся рынках капитала, проводить аналогии (при возможности).
3. Иметь навыки (приобрести опыт):

- ✓ сопоставления объектов и проведения практической оценки стоимости компании, активов, бизнеса;
- ✓ по развитию методологии оценки компаний, функционирующих в различных отраслях;
- ✓ по презентации результатов оценки стоимости компаний на основе реальных данных и кейсовых заданий.

Для освоения учебной дисциплины, студенты должны владеть следующими знаниями и компетенциями:

- иметь навыки составления и анализа финансовой отчетности;
- знать концепции дисконтированных денежных потоков, временной стоимости денег, особенности оценки затрат на капитал (модели CAPM, WACC);
- иметь базовые навыки работы в MS Excel

II. СОДЕРЖАНИЕ УЧЕБНОЙ ДИСЦИПЛИНЫ

Тема 1. Организация оценочной деятельности в Российской Федерации.

Необходимость оценочной деятельности в рыночной экономике. История развития оценочной деятельности. Возрождение стоимостной оценки в России.

Регулирование оценочной деятельности в РФ. Государственное регулирование оценочной деятельности. Нормативные документы, регулирующие оценочную деятельность, Закон об оценочной деятельности в РФ. Виды стоимости и объекты оценочной деятельности. Обязательность проведения оценки.

Договорные отношения в оценочной деятельности. Договор об оценке. Основные разделы договора. Права и ответственность оценщика и заказчика. Обязательные требования, предъявляемые к договору об оценке. Независимость оценщика. Требования к содержанию отчета об оценке. Страхование ответственности оценщика.

Саморегулирование оценочной деятельности. Контроль за осуществлением оценочной деятельности.

Тема 2. Цели и принципы оценки стоимости компании

Компания как объект оценки. Цели оценки стоимости компании (бизнеса). Основные концепции оценки стоимости компании (бизнеса): причины и характер различий. Основные понятия оценки стоимости компании и их соотношение: справедливая, фундаментальная (внутренняя), инвестиционная, балансовая, ликвидационная стоимости. Принцип действующей компании и его роль в построении алгоритма оценки стоимости компании. Принцип множественности методов оценки и его роль в построении алгоритма оценки стоимости компании. Факторы, учитываемые при построении алгоритма оценки стоимости компании (бизнеса): этап жизненного цикла, природа технологии, размер, природа инвестора, природа бизнеса. Основные шаги процесса оценки стоимости компании (бизнеса). Понятие и предпосылки классического подхода построения алгоритма оценки стоимости компании. Причины и формы коррекций к результату оценки. Скидки за недостаточную ликвидность, их формы и способы анализа. Понятие контрольного участия и его критерии. Способы анализа премии за контроль. Проблема выбора итогового показателя стоимости компании и технологии ее решения. Способы взвешивания результатов оценки стоимости. Структура отчета об оценке бизнеса.

Тема 3. Подготовка информации, необходимой для оценки стоимости компании

Информационная база оценки, ее состав и структура. Требования, предъявляемые к оценочной информации. Основные этапы процедуры сбора и обработки информации. Способы

систематизации и обобщения информации. Использование в оценке бизнеса публичной информации и результатов интервьюирования.

Внешняя информация. Источники информации об экономике в целом, отрасли, регионе, компании. Справочники и аналитические обзоры. Основные интернет веб-сайты, используемые в оценке бизнеса.

Внутренняя информация. Источники внутренней информации. Финансовая отчетность как информационный источник для оценки стоимости компании. Нормализация бухгалтерской отчетности. Корректировки активов и пассивов. Корректировки в отчете о прибылях и убытках. Инфляционная корректировка отчетности. Финансовый анализ, необходимый для оценки бизнеса.

Автоматизированные информационные технологии в оценке стоимости компании. Сравнительная характеристика основных программ автоматизации финансового анализа.

Тема 4. Методологические проблемы применения доходного подхода в оценке стоимости компании: модели дисконтирования потоков денежных средств

Ведущие факторы стоимости капитала компании (value drivers) и их использование в построении модели потоков денежных средств. Анализ темпов роста: исторический, регрессионный и фундаментальный. Анализ горизонта планирования: горизонт стратегического планирования (competitive advantage period, CAP) и горизонт финансового планирования. Факторы стабилизации потока денежных средств и период стабилизации. Классические методы определения величины завершающего (остаточного) потока денежных средств. Частные случаи определения величины завершающего потока денежных средств: цикличные компании, убыточные компании. Стоимость нефункционирующих активов: методы анализа и роль в определении итоговой величины стоимости собственного (акционерного) капитала. Определение величины стоимости собственного (акционерного) капитала в расчете на акцию и анализ условных требований к активам компании.

Методологические проблемы построения моделей доходного подхода. Базовые модели метода дисконтируемого потока денежных средств и принципы их выбора: модель потока для всех инвесторов (FCFF), модель потока для акционеров (FCFE). Модель «поток для капитала» (capital cash flow, CCF). Модель скорректированной приведенной стоимости (adjusted present value, APV). Специфика анализа потоков денежных средств и ставок дисконтирования в модели APV. Преимущества и ограничения модели APV в оценке стоимости компании. Построение финансовой модели дисконтируемого потока денежных средств для компании в условиях различий балансовых и рыночных стоимостей заемного капитала. Построение финансовой модели дисконтируемого потока денежных средств для компании в условиях меняющейся структуры капитала. Построение финансовой модели дисконтируемого потока денежных средств для компании со сложной структурой капитала.

Особенности анализа прогнозного потока денежных средств на растущих рынках капитала. Анализ затрат на капитал на растущих рынках капитала. Систематический риск компании и особенности анализа затрат на собственный (акционерный) капитал на растущих рынках капитала. Использование глобальной CAPM, национальной CAPM, скорректированной CAPM в оценке стоимости компании на растущих рынках капитала. Особенности гибридных моделей анализа требуемой доходности инвестиций в собственный капитал компании на основе CAPM: модели волатильности, модель спреда. Правила анализа средневзвешенных затрат на капитал на растущих рынках капитала.

Способы анализа несистематического риска компании и внесения коррекций на несистематический риск при применении доходного подхода. Учет фактора инфляции в построении финансовых моделей методом дисконтируемого потока денежных средств.

Тема 5. Доходный подход в оценке стоимости компании (бизнеса): методы капитализации прибыли

Прибыль компании как объект капитализации. Метод капитализации нормальной бухгалтерской прибыли, его отличия от метода дисконтируемого потока денежных средств. Способы определения средней нормализованной прибыли. Способы определения ставки капитализации. Границы применения метода капитализации нормальной бухгалтерской прибыли. Метод мультипликатора прибыли (multiple of discretionary earnings), его особенности и границы применения в доходном подходе.

Капитализации избыточной прибыли как особый метод доходного подхода. Анализ нормальной ставки доходности на основе кумулятивного построения ставки доходности, его отличия от метода кумулятивного построения ставки доходности собственного капитала. Понятие избыточной прибыли и ее анализ. Способы определения ставки капитализации избыточной прибыли. Модели капитализации избыточной прибыли. Границы применения метода избыточной прибыли для оценки компании (бизнеса). Модель мультипликатора прибыли.

Модели оценки стоимости на основе экономической прибыли (residual income) и их отличия от капитализации бухгалтерской прибыли. Модель «экономической добавленной стоимости». Модель дисконтирования экономической прибыли Эдварда – Белла – Ольсона (ЕВО). Оценка стоимости компании на основе модели ЕВО. Преимущества и недостатки модели.

Тема 6. Методологические проблемы оценки стоимости компании на основе рыночных сравнений

Базовый алгоритм метода рыночных сравнений. Требования к информации о компании для применения метода рыночных сравнений. Критерии выделения компании-аналога. Основные рыночные мультипликаторы: PER, P/CE, P/S, P/FCF, P/BV. Мультипликаторы, рассчитываемые по производственным характеристикам компании (отраслевые мультипликаторы). Факторы, влияющие на мультипликаторы. Анализ взаимосвязи рыночных мультипликаторов с темпами роста компании. Относительные мультипликаторы и специфика их использования в оценке стоимости компании. Принципы выбора рыночных мультипликаторов. Особенности применения балансовых мультипликаторов в оценке методом рыночных сравнений. Особые ситуации в применении метода рыночных сравнений. Ограничения метода рыночных сравнений.

Принципы применения метода рыночных сравнений на растущих рынках капитала. Анализ странового риска в рамках метода рыночных сравнений. Методы коррекции рыночных мультипликаторов на страновые риски для анализа компаний на растущих рынках капитала. Коррекция на несистематические риски в методе рыночных сравнений.

Тема 7. Затратный подход и его роль в современной практике оценки стоимости компании

Алгоритм и особенности метода чистых активов. Основные этапы. Подготовка финансовой отчетности компании для оценки затратным подходом. Принципы коррекции активов и обязательств в методе чистых активов. Анализ справедливой стоимости и возмещаемой стоимости активов.

Интеллектуальный капитал как важнейший фактор оценки стоимости компании в условиях новой экономики. Компоненты интеллектуального капитала. Методы оценки нематериальных активов: освобождение от роялти, выигрыш в себестоимости, стоимость создания, стоимость приобретения. Оценка стоимости брендов: метод накопления затрат, метод

мультипликатора, метод дисконтирования остаточного потока денежных средств (метод Hulihan Valuation Advisors), метод рейтинга (метод Interbrand, метод Financial World), метод дисконтирования ценовых премий. Оценка репутации: метод накопления затрат, метод остатка цены сделки, метод сделок, метод избыточной прибыли. Выведение итоговой величины стоимости компании методом чистых активов.

Метод ликвидационной стоимости. Построение алгоритма метода ликвидационной стоимости в зависимости от вида ликвидации: в условиях плановой и в условиях ускоренной ликвидации. Коррекция активной части баланса. Определение затрат, связанных с ликвидацией компании. Расчет ставки дисконтирования. Корректировка величины обязательств компании. Расчет ликвидационной стоимости.

Тема 8. Оценка объектов материальных активов

Информационное обеспечение оценки недвижимости. Анализ наилучшего и наиболее эффективного использования. Определение рыночной стоимости объекта недвижимости по затратному подходу. Определение стоимости земельного участка. Определение полной восстановительной стоимости объекта недвижимости (затрат на воспроизводство или замещение объекта как нового). Определение величины накопленного износа. Доходный подход при оценке недвижимости. Сравнительный подход. Выбор объектов сравнения. Сравнительный анализ объектов и корректировка цен продаж.

Классификация машин и оборудования. Методы затратного подхода (метод расчета по цене однородного объекта, метод расчета себестоимости и стоимости по укрупненным нормативам затрат, метод поэлементного (поагрегатного) расчета (или ресурсно-технологическая модель), нормативно-параметрическая модель, метод актуализации калькуляции (анализа и индексации затрат)). Методы сравнительного подхода (метод прямого сравнения продаж, метод статистического моделирования цены). Методы доходного подхода (метод дисконтирования будущих потоков доходов, метод капитализации, метод равно эффективного аналога). Понятия и особенности определения различных видов износа при оценке машин и оборудования (физического, функционального износа и экономического устаревания).

Тема 9. Оценка объектов интеллектуальной собственности

Понятие интеллектуальной собственности, классификация ОИС. Нематериальные активы организации. Методы доходного подхода (преимущество в прибыли, преимущество в расходах). Методы затратного подхода (затраты на воспроизводство, затраты на замещение).

Тема 10. Отдельные случаи оценки компаний.

Оценка фирм с отрицательной прибылью. Оценка начинающих фирм. Комментарии к оценке стоимости частных компаний. Оценка собственного капитала проблемных фирм (фирмы с высоким финансовым рычагом). Оценка диверсифицированных компаний. Оценка компаний циклических отраслей. Оценка скидок и премий.

Тема 11. Управление стоимостью компаний.

Действия менеджмента компании, создающие стоимость и не влияющие на нее. Способы увеличения стоимости. Создание стоимости через слияния и поглощения, и дивестиции. Цепь увеличения стоимости. Добавленная экономическая стоимость (EVA). Денежные потоки на инвестиции (CFROI).

III. ОЦЕНИВАНИЕ

Преподаватель оценивает работу на практических занятиях: активность в дискуссиях и при рассмотрении кейсов, правильность решения задач на семинаре. Накопленная оценка по 10-ти балльной шкале за работу на практических занятиях определяется перед промежуточным или итоговым контролем - $O_{аудиторная}$.

Результирующая оценка за дисциплину рассчитывается следующим образом:

$$O_{результ} = 0,7 * O_{аудиторная} + 0,3 * O_{зачет}$$

Способ округления накопленной оценки итогового контроля в форме экзамена арифметический.

IV. ПРИМЕРЫ ОЦЕНОЧНЫХ СРЕДСТВ

Примеры вопросов:

1. Почему существует несколько основных понятий стоимости и в чем заключаются различия?
2. Как влияет жизненный цикл компании на создание оценщиком алгоритма оценки ее стоимости?
3. Как учесть несистематические риски компании в построении алгоритма ее оценки?
4. В каких случаях необходима специальная процедура коррекций к результату оценки?
5. Каковы причины существования нескольких моделей дисконтируемого потока денежных средств?
6. Каковы особенности модели «скорректированной приведенной стоимости»?
7. Как определяется ставка капитализации в методе капитализации прибыли?
8. Какими способами можно корректировать мультипликаторы на страновые риски для оценки компании на растущем рынке капитала?
9. Каковы особенности определения чистой стоимости активов компании?
10. Опишите алгоритм определения наиболее эффективного использования объекта недвижимости.
11. Согласно каким характеристикам отбираются объекты-аналоги при применении сравнительного подхода к оценке?
12. Как определяется стоимость оцениваемого объекта при использовании нескольких подходов к его оценке?
13. Приведите примеры невозможности использования доходного / затратного / сравнительного подхода к оценке.
14. Каковы особенности использования мультипликатора EV/EBITDA.
15. Методы затратного подхода при оценке машин и оборудования.
16. Методы сравнительного подхода при оценке машин и оборудования.
17. Методы доходного подхода при оценке машин и оборудования.
18. Особенности определения различных видов износа при оценке машин и оборудования..
19. Методы доходного подхода в оценке объектов интеллектуальной собственности..
20. Методы затратного подхода в оценке объектов интеллектуальной собственности..

V. РЕСУРСЫ

Основная литература

1. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов [Электронный ресурс]/ А.Дамодаран; пер.с англ. Д.Лапинского, И.Розмаинского, А.Скоробогатова; науч. ред. Е.Сквирская, В.Ионов; ЭБС Znanium. - 5-е изд., перераб. и доп. - М.: Альпина Паблишер, 2016. - 1316 с. - ISBN 978-5-9614-5464-2. - Режим доступа: <http://znanium.com/bookread2.php?book=912796>.

Дополнительная литература

1. Кузин, Н. Я. Оценка стоимости нематериальных активов и интеллектуальной собственности [Электронный ресурс]: учебное пособие / Н.Я.Кузин, Т.В.Учинина, Ю.О.Толстых; ЭБС Znanium. - М.: НИЦ Инфра-М, 2013. - 160 с. - (Высшее образование: Бакалавриат). – Режим доступа: <http://znanium.com/bookread2.php?book=348638>.
2. Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г.Грязновой, М.А.Федотовой. - М.: Финансы и статистика, 2005.
3. Теплова, Т.В. Инвестиции: учебник для бакалавров / Т.В.Теплова. - М.: Юрайт, 2013. - 724 с.
4. Copeland, T. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies [Электронный ресурс] / Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin; БД Books24x7. – 3rd ed. - Canada: John Wiley&Sons, 2000. – 490 p. – Режим доступа: <http://library.books24x7.com/toc.aspx?bookid=2384>.
5. Damodaran, A. Investment Valuation: Tools and Trchniques for Determining the Value of Any Asset [Электронный ресурс] / Aswath Damodaran: DB Books 24x7. – 3rd ed. – Chicago: John Wiley & Sons, 2012. – 974 p. - Режим доступа: <https://library.books24x7.com/toc.aspx?bookid=46153>
6. Hitchner, J.R. Financial Valuation: Applications and Models [Электронный ресурс] / James R. Hitchner; БД ebrary.- 4 ed. – New Jersey: John Wiley&Sons, 2017. – 1252 p. – (Wiley Finance Series). – Режим доступа: <https://ebookcentral.proquest.com/lib/hselibrary-ebooks/reader.action?docID=4845203&ppg=1&query=hitchner%20financial%20valuation>
7. Koller, T. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies [Электронный ресурс] / Tim Koller, Marc Goedhart and David Wessels; БД Books24x7. – 5 ed. - Canada: John Wiley&Sons, 2010. – 811 p. – Режим доступа: <http://library.books24x7.com/toc.aspx?bookid=41755>
8. Rawley, T. The Valuation Handbook: Valuation Techniques from Today's Top Practitioners[Электронный ресурс] / Thomas Rawley, Benton E. Gup; БД Books24x7. - New Jersey: John Wiley&Sons, 2010. – 630 p. - Режим доступа: <http://library.books24x7.com/toc.aspx?bookid=33682>
9. Rosenbaum, J. Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions [Электронный ресурс]/ Joshua Rosenbaum, Joshua Pearl and Joseph R. Perella; БД Books24x7. – New Jersey: John Wiley&Sons, 2009. – 304 p. - Режим доступа: <http://library.books24x7.com/toc.aspx?bookid=29720>

5.3. Программное обеспечение

№ п/п	Наименование	Условия доступа
1	Microsoft Office 2007 Prof+	<i>Из внутренней сети университета (договор)</i>
4	СПС Консультант-Плюс;	<i>Из внутренней сети университета (договор)</i>

5.4. Профессиональные базы данных, информационные справочные системы, интернет-ресурсы (электронные образовательные ресурсы)

№ п/п	Наименование	Условия доступа
1	www.appraiser.ru	<i>Из внутренней сети университета</i>
2	www.damodaran.com	<i>Из внутренней сети университета</i>
3	www.labrate.ru	<i>Из внутренней сети университета</i>

5.5. Материально-техническое обеспечение дисциплины

Для проведения практических занятий и проверки качества выполнения индивидуальных домашних заданий используются компьютер, проектор, экран.