В своих рассуждениях будем исходить из экономической (управленческой) точки зрения и под стоимостью компаний понимать стоимость всего инвестированного капитала. Отличие в расчетах стоимости всего инвестированного капитала либо только собственного капитала будет заключаться в использовании разных денежных потоков для всех инвесторов, либо только собственников; и разных ставок дисконтирования, отражающих риск всех инвесторов, либо риск только собственников компании.

Несмотря на кажущуюся простоту моделей дисконтированных денежных потоков, существуют несколько методологических особенностей, которыми практикующие оценщики, исходя из уже сформировавшейся практики оценочной деятельности, часто пренебрегают, в результате чего получают ошибочные результаты.

Денежные потоки компании могут быть выражены в следующем виде:

- CCF (Capital Cash Flows) — Денежный поток для всего капитала компании (в российской практике не распространен). Данный денежный поток считается для всего капитала и доступен акционерам и кредиторам компании

- ECF (Equity Cash Flows) денежный поток для собственного капитала компании. Данный денежный поток доступен для акционеров (собственников) компании.

- FCF (Free Cash Flows) - "очищенный" денежный поток. Как и CCF, является денежным потоком, доступным акционерам и кредиторам компании, но не включает в себя налоговые преимущества в части процентов по заемным источникам.

Рассмотрим особенности каждой из трех моделей дисконтированных денежных потоков в разрезе составляющих денежного потока.

Расчет величины денежного потока.

CCF = EBIT + Depreciation - Capital Expenditures - Working Capital Increase - Actual Taxes

где:

- EBIT (Earnings before Interest and Taxes) - прибыль компании до вычета процентов и налогов;

- Depreciation - амортизация основных средств и нематериальных активов (не—денежные расходы компании, возвращающиеся к ней в составе выручки);

- Capital Expenditures - капвложения компании в создание инвестиционных активов;

Working Capital Increase - увеличение собственного оборотного  
капитала компании (чаще оборотных средств, которая должна финансироваться за счет собственных и долгосрочных заемных средств);

-Actual Taxes - рассчитывается как Actual Taxes = (Tax Rate) \* (EBIT - Interest) и представляет собой фактически уплаченные компанией налоги (имеется ввиду налог на прибыль).

При расчете фактически уплаченных налогов учитывается величина "налогового щита" (той части расходов, которые выведены из-под налогообложения - проценты по заемным средствам).

Interest - сумма уплаченных процентов по заемным средствам.

Следует заметить, что в России принципиально иной порядок составления финансовой отчетности. Найти аналог показателю **EBIT** в бухгалтерской отчетности невозможно, так как, в соответствии с российскими стандартами, проценты за пользование долговыми обязательствами либо включаются непосредственно в себестоимость (текущая деятельность), либо относятся на стоимость активов (инвестиционная деятельность). Поэтому отдельно показатели EBIT и Interest из российской финансовой отчетности вычленить нельзя. Однако в налоговом учете все проценты в пределах определенных законодательством норм учитываются в составе себестоимости при определении налоговой базы по налогу на прибыль, следовательно, необходимые данные для расчета эффекта налогового щита из данных налогового учета получить можно.

Рассмотрим следующий вид денежного потока - ECF.

ECF = EBIT + Depreciation - Capital Expenditures - Working Capital

Increase - Interest - DebtPayments + Debt Issues \* Actual Taxes

Все элементы данного вида денежного потока практически идентичны по наполнению элементам, обозначенным ранее, за исключением: Debt Payments - погашение кредитов / займов, Debt Issues - величина новых кредитов / займов.

FCF (Free Cash Flow - свободный денежный поток) - близок к CCF, но в отличии от CCF не включает налоговые преимущества.

FCF = BIT + Depreciation - Capital Expenditures - Working Capital Increas. Hypothetical Taxes [Tax Rate \* EBIT],

где: Hypothetical Taxes, рассчитывается как Hypothetical Taxes = Tax  
Rate представляет собой налоги, которые бы компания должна была заплатить, если бы не использовала эффект "налогового щита".

Суть модели заключается в том, что рискованность того или иного финансового актива зависит от изменения доходности этого актива по сравнению с изменением среднерыночной доходности. Таким образом, для каждого из финансовых активов можно рассчитать свой коэффициент изменчивости доходности по сравнению с обще-рыночной. Применительно к фондовому рынку можно определить степень рискованности вложений в обращающиеся акции и, таким образом, определить рискованность собственного капитала компании (рискованность вложений). Степень изменчивости доходности того или иного актива по сравнению с изменением среднерыночной доходности измеряется с помощью специального коэффи­циента Beta. Ставка дисконтирования, позволяет избежать субъективности оценки риска вложения в компанию, присущей другим методам.

Expected Equity Return = Rf + Equty Beta\*Rpr[Rm-Rf],

где:

Rf - безрисковая % ставка.

Rpr=Rm-Rf - рыночная премия, равная разнице между среднерыночной и безрисковой ставкой.

Equity Beta - коэффициент Beta, рассчитанный по данным фондового рынка, представляющий собой отношение ковариации доходности актива со среднерыночной доходностью к дисперсии среднерыночной доходности.

Expected Asset Return = Rf + Asset Beta\*Rm Отличие данной ставки дисконтирования от вышеприведенной заключается в наличии коэффициента Asset Beta.

Рассматриваемый в настоящей работе проект можно представить в (таблице 2):

**Таблица 2**

**Расчет ставки дисконтирования и стоимости на примере ООО «Аллегро-Классика»**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | FCF | CCF | ECF |
| Коэффициент Beta | 1 | 0,6000 | 1 |
| Примечание | Equity Beta | Asset Beta | Equity Beta |
| Ставка дисконтирования | 16.2400% | 1 7.2000% | 22,0000% |
| Денежный ноток | 190000 | 201232 | 154433 |
| Стоимость i> компании | 1169951 | 1169951 | 701970 |
|  | FCF | CCF | ECF |
| Коэффициент Ве1а | 1 | 0,6000 | 1 |
| Примечание | Equity Beta | Asset Beta | Equity Beta |
| Ставка дисконтирования | 16,24% | 17,20% | 22,00% |
| Денежный ноток | 190000 | 201232 | 154433 |
| Капитализированная | 1169951 | 1169951 | 701970,4 |
| величина |  |  |  |
| Стоимость долга |  |  | 467980,3=(46798/0.1) |
| Стоимость компании |  |  |  |
| (инвестированного | 1169951 | 1169951 | 1169951 |
| капитала) |  |  |  |

**Выводы:**

1. При использовании моделей денежных потоков важно помнить о корректности расчета и о правильности использования величин, участвую­щих в расчете денежного потока и ставки дисконтирования. В случае несоблюдения исходных предпосылок моделей получаемый результат не будет абсолютно корректен.

2. Существование подобной "многовариантности" денежных потоков обусловлено использованием CF модели не только как инструмента в части определения стоимости компании, но и как инструмента, позволяющего управлять стоимостью компании путем отслеживания изменений и принятия на их основе рациональных управленческих решений(таблица 3).

**Особенности расчета стоимости CF моделями**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Модель | FCF | CCF | ECF |
| Денежный поток | Денежный поток для всех инвесторов компании без учета положительного эффекта "налогового щита" | Денежный поток для всех инвесторов компании с учетом экономии на налогах  по процентам, уменьшающим налоговую базу | Денежный поток для акционеров собственников |
| Ставка дисконти­рования | Средневзвешенная стоимость капитала с учетом налоговых преимуществ по заемным источникам (WACC) | Доходность активов компании (Expected Asset Return) | Доходность собственного капитала компании (Expected Equity Return) |
| Получаемый результат | Стоимость инвестированного капитала | Стоимость инвестированного капитала | Стоимость собственного капитала |

3. В российской практике корректное использование данной модели несколько затруднено в силу ограниченных объемов фондового рынка и отсутствия данных по рыночным котировкам акций и облигаций оцениваемой компании. В силу этой особенности возникают "технические" некорректности, вызванные использованием данных по компаниям-аналогам.

4. В теории, когда фондовый рынок абсолютно эффективен, и  
соблюдается информационная гипотеза, согласно которой вся информация о  
перспективах компании доступна инвесторам и уже нашла свое отражение в  
цене акции компании, величина рыночной стоимости компании и рыночной  
капитализации совпадают. Все указанные модели при расчете ставки  
дисконтирования имеют именно такую предпосылку. Другими словами, все  
три способа расчета стоимости компании (ECF, FCF, CCF) ведут к абсолютно  
одинаковым результатам только в том случае, если рыночная стоимость и  
капитализация компании совпадают (так как каждая модель основана именно  
на этом). На практике рынок не всегда объективен и эффективен. Очень  
часто (особенно в российских реалиях) получить данные, основанные на  
оценках фондового рынка, не представляется возможным. Приходится  
принимать определенные допущения, брать средние показатели.

5. Выбор конкретной модели в качестве базовой при расчете стоимости  
зависит от:

1) цели оценки - какой результат должен быть получен (стоимость собственного капитала или инвестированного);

2) исходной информации - так как каждая из трех моделей делает свой акцент на необходимой информации, и поэтому оценщик должен выбирать модель оценки исходя из доступности и достоверности открытой информации;

3) адекватности предпосылок каждой из моделей экономическим реалиям конкретной компании, и ее внешнего экономического окружения.

Доходный подход при оценке бизнеса представляет, пожалуй, первостепенный интерес для потенциальных покупателей и инвесторов, предполагающих дальнейшую эксплуатацию действующей компании. Вместе с тем, именно в рамках данного подхода встречается наибольшее число спорных моментов, в частности при прогнозировании элементов денежного потока.