

7.5. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ 100% ПАКЕТА АКЦИЙ ОАО «ОГК-2» С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ СРАВНИТЕЛЬНОГО ПОДХОДА

7.5.1. Оценка Предприятия методом компании-аналога

Метод компании-аналога предполагает поэтапную реализацию.

1 этап. Отбор предприятий-аналогов, сопоставимых с оцениваемым предприятием

Поиск аналогов проводился по следующим критериям:

- Отраслевое сходство.
- Относительная сопоставимость размеров компании-аналога и оцениваемого предприятия, объемов услуг, доходом, собственным капиталом и иным аналогичным показателям.
- Достоверно известны основные характеристики совершенных сделок: размер и цена проданного пакета акций по предприятиям-аналогам;
- Имеется необходимая бухгалтерская отчетность потенциального предприятия-аналога и данные о его производственно-хозяйственной деятельности.

Проанализировав данные открытых источников, Оценщик выбрал следующие предприятия, основным направлением деятельности которых является (заявленных по СКРИН) «Производство электроэнергии тепловыми электростанциями» (код ОКВЭД 40.10.11)⁷:

- ОАО "Башкирэнерго"
- ОАО "Кузбассэнерго"
- ОАО "Магаданэнерго"
- ОАО "Мосэнерго"
- ОАО "ОГК-1"
- ОАО "ОГК-3"
- ОАО "ОГК-4"
- ОАО "Энел ОГК-5"
- ОАО "ТГК-6"
- ОАО "ТГК-9"
- ОАО АК "Якутскэнерго"
- ОАО "ТГК-11"
- ОАО "ТГК-13"
- ОАО "ТГК-14"
- ОАО "ОГК-6"

Вся информация о сделках взята с официального сайта Системы Комплексного Раскрытия Информации (СКРИН) по компаниям-аналогам за период с 30.06.09 г. до даты оценки. Все скрин-шоты страниц с указанием рыночной информации представлены в Приложении к настоящему Отчету. Торговля проводилась как на бирже РТС, так и на бирже ММВБ. Следует учесть, что на бирже РТС информация приводится в долларовом эквиваленте, а на ММВБ в рублевом. Конвертация сделок РТС производилась по курсам доллара США, установленным ЦБ РФ (www.cbr.ru) на даты продажи пакетов акций⁸.

⁷ Код ОКВЭД ОАО «ОГК-2» (заявленный в бухгалтерской отчетности) 40.10.11.

⁸ Скрин-шоты страниц по всем курсам доллара США ЦБ РФ представлены в Приложении 2 к настоящему Отчету.

Информация о рыночных сделках по пакетам акций компаний-аналогов на Бирже РТС

Таблица 47

№ п/п	Эмитент	Источник информации о сделках	Ср. взвеш. цена акции РТС, долл. США		Кол-во сделок		Объем торгов, шт.		Дата сделки		Курс доллара ЦБ РФ на дату сделки, руб.		Цена акции на РТС, руб.	
			ОА	ПА	ОА	ПА	ОА	ПА	ОА	ПА	ОА	ПА	ОА	ПА
1	ОАО "Башкирэнерго"	http://www.skrin.ru/issuers/begy/trade_result	1,2234	1,0386	1	1	1690	1	31.12.09	30.12.09	30,2442	29,8491	37,00	31,00
2	ОАО "Кузбассэнерго"	http://www.skrin.ru/issuers/kzbe/trade_result	0,0076		2		78		18.12.09		30,4392		0,23	0,00
3	ОАО "Магаданэнерго"	http://www.skrin.ru/issuers/mage/trade_result	0,0480	0,0456	1	2	100	9379	17.12.09	21.12.09	30,1978	30,7187	1,45	1,40
4	ОАО "Мосэнерго"	http://www.skrin.ru/issuers/msng/trade_result	0,1100		1		500000		23.12.09		30,4439		3,35	0,00
5	ОАО "ОГК-1"	http://www.skrin.ru/issuers/ogka/trade_result	0,0247		1		1000000		18.12.09		30,4392		0,75	0,00
6	ОАО "ОГК-3"	http://www.skrin.ru/issuers/ogkc/trade_result	0,0497		1		25402		17.12.09		30,1978		1,50	0,00
7	ОАО "ОГК-4"	http://www.skrin.ru/issuers/ogkd/trade_result	0,0533		1		500000		31.12.09		30,2442		1,61	0,00
8	ОАО "Энел ОГК-5"	http://www.skrin.ru/issuers/ogke/trade_result	0,0742		1		89397		25.12.09		29,9292		2,22	0,00
9	ОАО "ТГК-6"	http://www.skrin.ru/issuers/tgkf/trade_result	0,0003		1		38000000		28.12.09		29,4266		0,01	0,00
10	ОАО "ТГК-9"	http://www.skrin.ru/issuers/tgki/trade_result	0,0001		1		8,1E+08		28.12.09		29,4266		0,00	0,00
11	ОАО АК "Якутскэнерго"	http://www.skrin.ru/issuers/yaen/trade_result	0,0172	0,0134	1	1	200	200	29.12.09	30.12.09	29,5952	29,8491	0,51	0,40
12	ОАО "ТГК-11"	http://www.skrin.ru/issuers/tgkk/trade_result	0,0006		1		100		23.12.09		30,4439		0,02	0,00
13	ОАО "ТГК-13"	http://www.skrin.ru/issuers/tgkn/trade_result	0,003		1		83		25.12.09		29,9292		0,09	0,00
14	ОАО "ТГК-14"	http://www.skrin.ru/issuers/tgkn/trade_result	0,0001		1		57		25.12.09		29,9292		0,00	0,00
15	ОАО "ОГК-6"	http://www.skrin.ru/issuers/ogkf/trade_result	0,0251		11		25300000		31.12.09		30,2442		0,76	0,00

Информация о рыночных сделках по пакетам акций компаний-аналогов на ММВБ

Таблица 48

№, п/п	Эмитент	Источник информации о сделках	Ср. взвеш. цена акции ММВБ, руб.		Кол-во сделок		Объем торгов, шт.		Дата сделки	
			ОА	ПА	ОА	ПА	ОА	ПА	ОА	ПА
1	ОАО "Башкирэнерго"	http://www.skrin.ru/issuers/begy/trade_result	33,12		1		25			31.12.09
2	ОАО "Кузбассэнерго"	http://www.skrin.ru/issuers/kzbe/trade_result	0,265		15		253500			31.12.09
3	ОАО "Магаданэнерго"	http://www.skrin.ru/issuers/mage/trade_result								
4	ОАО "Мосэнерго"	http://www.skrin.ru/issuers/msng/trade_result	3,3020		110		1981700			31.12.09
5	ОАО "ОГК-1"	http://www.skrin.ru/issuers/ogka/trade_result	0,734		109		2109800			31.12.09
6	ОАО "ОГК-3"	http://www.skrin.ru/issuers/ogkc/trade_result	1,461		47		1159900			31.12.09
7	ОАО "ОГК-4"	http://www.skrin.ru/issuers/ogkd/trade_result	1,618		60		737700			31.12.09
8	ОАО "Энел ОГК-5"	http://www.skrin.ru/issuers/ogke/trade_result	2,141		60		345700			31.12.09
9	ОАО "ТГК-6"	http://www.skrin.ru/issuers/tgkf/trade_result	0,0098		34		4520500			31.12.09
10	ОАО "ТГК-9"	http://www.skrin.ru/issuers/tgki/trade_result	0,003		31		53663000			31.12.09
11	ОАО АК "Якутскэнерго"	http://www.skrin.ru/issuers/yaen/trade_result	0,499	0,405	77	11	750000	1703300		31.12.09 31.12.09
12	ОАО "ТГК-11"	http://www.skrin.ru/issuers/tgkk/trade_result	0,018		13		9550000			31.12.09
13	ОАО "ТГК-13"	http://www.skrin.ru/issuers/tgkn/trade_result	0,0868		106		19153100			31.12.09
14	ОАО "ТГК-14"	http://www.skrin.ru/issuers/tgkn/trade_result	0,0035		59		1,91E+08			31.12.09
15	ОАО "ОГК-6"	http://www.skrin.ru/issuers/ogkf/trade_result	0,748		105		2633100			31.12.09

За рыночную цену акций компаний-аналогов принималась средневзвешенная цена акций на дату оценки (31.12.09 г.) или ближайшую предыдущую к ней дату с дальнейшей корректировкой. Средневзвешенная стоимость акций рассчитывалась на основе методик, установленных на соответствующих биржах.

Как видно из таблиц, не все сделки проводились на дату оценки, поэтому необходимо провести корректировку на дату продажи.

При корректировке цен сделок на дату оценки Оценщиком было принято предположение о том, что стоимость акций компаний-аналогов изменяется в соответствии с рыночными условиями. Коэффициентами для поправки цен сделок на дату расчета были выбраны отраслевые индексы - «Индекс РТС Электроэнергетика» и «Индекс ММВБ энергетика», как в наибольшей степени отражающие динамику цен акций отраслевого направления. Коэффициент пересчета на дату сделки рассчитывался относительно индексов на дату оценки (31.12.09 г.).

Для расчета поправки на дату оценки по сделкам на бирже РТС использовалась «Методика расчета Отраслевых индексов РТС»⁹. Рублевое значение Индекса (I_m) определяется как произведение валютного значения индекса (I_n) на коэффициент, рассчитанный как отношение текущего значения курса рубля к доллару США (K_n) к начальному значению (K_1):

$$I_m = I_n * \frac{K_n}{K_1}, \quad (\text{Формула 5})$$

Начальное значение определяется Советом директоров Биржи при принятии решения о начале расчета соответствующего отраслевого индекса, на 11.01.2005 г., что составляет по данным ЦБ РФ – 27,7487 руб./долл.США.

Индекс РТС Электроэнергетика в долларовом эквиваленте на 31.12.09 г. составил 204,30. Индекс в рублевом эквиваленте составил $204,30 * 30,2442 / 27,7487 = 222,67$. Данное значение принимается за базовое. Индексы на дату сделок пересчитываются в рублевый эквивалент по аналогичной схеме¹⁰. Поправка на дату сделки рассчитывается относительно базового значения 222,67.

Исходя из того, что расчет индексов ММВБ производится на основе рублевого эквивалента, поправка на дату сделки рассчитывается относительно значения Индекса ММВБ энергетика на 31.12.09 г. – 1370,01 без каких-либо валютных корректировок.

Скрин-шоты значений отраслевых индексов на торговых площадках на даты сделок приведены в Приложении 2 к настоящему Отчету.

Другие параметры вероятной корректировки на дату продажи (изменение экономической ситуации, состояние на фондовом рынке и др.) Оценщик не рассматривал, так как, по его мнению, все рассматриваемые предприятия принадлежат одной отрасли и находились в сходных условиях хозяйствования. Из этих же соображений не производилась итоговая корректировка на недостаток (избыток) собственного оборотного капитала, поскольку рассматриваемые предприятия находятся в сходных условиях хозяйствования.

⁹ Скрин-шот Методики представлен в Приложении 2 к настоящему Отчету.

¹⁰ Скрин-шоты страниц по всем курсам доллара США ЦБ РФ представлены в Приложении к настоящему Отчету

Корректировка цен акций на дату продажи (ММВБ)

Таблица 49

№, п/п	Эмитент	Ср. взвеш. цена акции ММВБ, руб.		Дата сделки		Индекс МІСЕХ РWR на дату сделки		Коэффициент пересчета по Индексу МІСЕХ РWR на дату оценки		Цена акции на ММВБ, приведенная к дате оценки, руб.	
		ОА	ПА	ОА	ПА	ОА	ПА	ОА	ПА	ОА	ПА
1	ОАО "Башкирэнерго"	33,12		31.12.09		1370,01		1,000		33,120	
2	ОАО "Кузбассэнерго"	0,265		31.12.09		1370,01		1,000		0,265	
3	ОАО "Магаданэнерго"										
4	ОАО "Мосэнерго"	3,3020		31.12.09		1370,01		1,000		3,302	
5	ОАО "ОГК-1"	0,734		31.12.09		1370,01		1,000		0,734	
6	ОАО "ОГК-3"	1,461		31.12.09		1370,01		1,000		1,461	
7	ОАО "ОГК-4"	1,618		31.12.09		1370,01		1,000		1,618	
8	ОАО "Энел ОГК-5"	2,141		31.12.09		1370,01		1,000		2,141	
9	ОАО "ТГК-6"	0,0098		31.12.09		1370,01		1,000		0,010	
10	ОАО "ТГК-9"	0,003		31.12.09		1370,01		1,000		0,003	
11	ОАО АК "Якутскэнерго"	0,499	0,405	31.12.09	31.12.09	1370,01	1370,01	1,000	1,000	0,499	0,405
12	ОАО "ТГК-11"	0,018		31.12.09		1370,01		1,000		0,018	
13	ОАО "ТГК-13"	0,0868		31.12.09		1370,01		1,000		0,087	
14	ОАО "ТГК-14"	0,0035		31.12.09		1370,01		1,000		0,004	
15	ОАО "ОГК-6"	0,748		31.12.09		1370,01		1,000		0,748	

Корректировка цен акций на дату продажи (РТС)

Таблица 50

№, п/п	Эмитент	Цена акции на РТС, руб.		Индекс RTSeu на дату сделки в долларовом эквиваленте		Индекс RTSeu на дату сделки в рублевом эквиваленте, рассчитанный по методике РТС		Коэффициент пересчета по Индексу RTSeu на дату оценки		Цена акции на РТС, приведенная к дате оценки, руб.	
		ОА	ПА	ОА	ПА	ОА	ПА	ОА	ПА	ОА	ПА
1	ОАО "Башкирэнерго"	37,00	31,00	204,30	203,34	222,67	218,73	1,000	1,018	37,001	31,560
2	ОАО "Кузбассэнерго"	0,23	0,00	205,26		225,16		0,989		0,229	
3	ОАО "Магаданэнерго"	1,45	1,40	203,12	208,60	221,05	230,93	1,007	0,964	1,460	1,351
4	ОАО "Мосэнерго"	3,35	0,00	207,52		227,68		0,978		3,275	
5	ОАО "ОГК-1"	0,75	0,00	205,26		225,16		0,989		0,744	
6	ОАО "ОГК-3"	1,50	0,00	203,12		221,05		1,007		1,512	
7	ОАО "ОГК-4"	1,61	0,00	204,30		222,67		1,000		1,612	
8	ОАО "Энел ОГК-5"	2,22	0,00	207,61		223,92		0,994		2,208	
9	ОАО "ТГК-6"	0,01	0,00	208,51		221,12		1,007		0,010	
10	ОАО "ТГК-9"	0,00	0,00	208,51		221,12		1,007		0,003	
11	ОАО АК "Якутскэнерго"	0,51	0,40	205,93	203,34	219,63	218,73	1,014	1,018	0,516	0,407
12	ОАО "ТГК-11"	0,02	0,00	207,52		227,68		0,978		0,018	
13	ОАО "ТГК-13"	0,09	0,00	207,61		223,92		0,994		0,089	
14	ОАО "ТГК-14"	0,00	0,00	207,61		223,92		0,994		0,003	
15	ОАО "ОГК-6"	0,76	0,00	204,30		222,67		1,000		0,759	

Определение цен акций на дату сделки по двум торговым площадкам производится на основе средневзвешенного значения по объему торгов в штуках акций на дату сделки.

Выведение средневзвешенных цен акций по двум торговым площадкам

Таблица 51

№, п/п	Эмитент	Объем торгов РТС, шт.		Объем торгов ММВБ, шт.		Цена акции на РТС, приведенная к дате оценки, руб.		Цена акции на ММВБ, приведенная к дате оценки, руб.		Средневзвешенная цена акции по объему торгов на площадках, руб.	
		ОА	ПА	ОА	ПА	ОА	ПА	ОА	ПА	ОА	ПА
1	ОАО "Башкирэнерго"	1690	1	25		37,001	31,560	33,120		36,944	31,560
2	ОАО "Кузбассэнерго"	78		253500		0,229		0,265		0,265	
3	ОАО "Магаданэнерго"	100	9379			1,460	1,351			1,460	1,351
4	ОАО "Мосэнерго"	500000		1981700		3,275		3,302		3,297	
5	ОАО "ОГК-1"	1000000		2109800		0,744		0,734		0,737	
6	ОАО "ОГК-3"	25402		1159900		1,512		1,461		1,462	
7	ОАО "ОГК-4"	500000		737700		1,612		1,618		1,616	
8	ОАО "Энел ОГК-5"	89397		345700		2,208		2,141		2,155	
9	ОАО "ТГК-6"	38000000		4520500		0,010		0,010		0,010	
10	ОАО "ТГК-9"	810000000		53663000		0,003		0,003		0,003	
11	ОАО АК "Якутскэнерго"	200	200	750000	1703300	0,516	0,407	0,499	0,405	0,499	0,405
12	ОАО "ТГК-11"	100		9550000		0,018		0,018		0,018	
13	ОАО "ТГК-13"	83		19153100		0,089		0,087		0,087	
14	ОАО "ТГК-14"	57		1,91E+08		0,003		0,004		0,003	
15	ОАО "ОГК-6"	25300000		2633100		0,759		0,748		0,758	

До того, как на основе имеющихся данных о сделках с пакетами акций компаний-аналогов проводится расчет мультипликаторов, определяется стоимость 100% пакета акций (капитализация¹¹) аналогов на основе имеющейся информации об условиях сделок.

Поскольку предметом сделки во всех случаях выступал миноритарный пакет (цена пакета учитывала поправку на степень контроля), выявленная на рынке стоимость акции должна быть скорректирована с учетом поправок на контроль, что в результате дает величину стоимости акций без учета премий. Коэффициент, исключая поправку на степень контроля из цены акций, рассчитывается по формуле:

$$K_{\text{контр.}} = 1 / (1 + P_{\text{контр.}}), \quad (\text{Формула б})$$

где:

$K_{\text{контр.}}$ – коэффициент исключения поправки на степень контроля из цены пакета;

$P_{\text{контр.}}$ – поправка на контроль, содержащаяся в цене пакета.

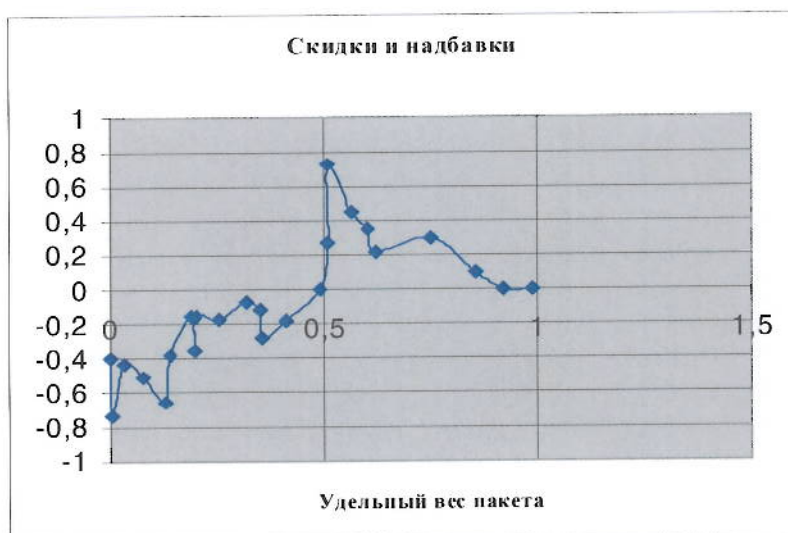
Для учета скидок к стоимости пакетов акций использовались данные из монографии к.э.н. Яскевича Е.Е. «Анализ факторов, обуславливающих введение скидок и надбавок для оцениваемых пакетов акций (долей)». В данной монографии приведены результаты исследования по продаже российских пакетов акций в РФФИ (сборники «Реформа») в 2002...2003 гг., по которым у автора имелась полная прямая информация, по продажам пакетов акций, по которым у автора имелась

¹¹ Капитализация – совокупная стоимость 100% пакета акций, определяемая как произведение рыночной стоимости 1 акции на рынке и количества выпущенных предприятием акций.

косвенная информация (наличие отчета об оценке), полученная через связевые каналы, по продажам пакетов акций, по которым у автора имелась косвенная информация (наличие общих данных), полученная по сети Интернет¹².

Нижеприведенный график, представленный в монографии, показывает общие тенденции изменений надбавок и скидок для проданных пакетов некотирующихся акций ОАО.

Рис. 18. Зависимость скидок и надбавок от удельного веса пакета акций



На основании полученных данных автором Монографии были определены ориентировочные диапазоны надбавок и скидок для различных удельных весов пакетов акций (диапазоны величин скидок и надбавок определены графическим путем между линиями максимальных и минимальных скидок и надбавок, полученными при соединении максимальных и минимальных значений скидок и надбавок для различных удельных весов пакетов акций на графике).

Диапазоны скидок и надбавок

Таблица 52

Удельный вес пакета	Скидка (-) Надбавка (+)	Минимальная	Средняя	Максимальная
0+	Скидка	- 0,39	- 0,56	- 0,74
0,05	Скидка	- 0,33	- 0,50	- 0,68
0,10	Скидка	- 0,27	- 0,47	- 0,67
0,15	Скидка	- 0,21	- 0,38	- 0,56
0,20	Скидка	- 0,16	- 0,26	- 0,36
0,25	Скидка	- 0,12	- 0,22	- 0,33
0,30	Скидка	- 0,09	- 0,20	- 0,30
0,35	Скидка	- 0,06	- 0,16	- 0,27
0,40	Скидка	- 0,04	- 0,12	- 0,21
0,45	Скидка	- 0,02	- 0,06	- 0,10
0,50-	Скидка	0	0	0
0,50+	Надбавка	0,26	0,32	0,72
0,55	Надбавка	0,24	0,36	0,48
0,60	Надбавка	0,22	0,29	0,36
0,65	Надбавка	0,19	0,26	0,33

¹² Скрин-шот страницы Монографии приведен в Приложении 2 к настоящему Отчету.

Удельный вес пакета	Скидка (-) Надбавка (+)	Минимальная	Средняя	Максимальная
0,70	Надбавка	0,16	0,24	0,31
0,75	Надбавка	0,12	0,20	0,29
0,80	Надбавка	0,08	0,14	0,19
0,85	Надбавка	0,04	0,06	0,09
0,90	Надбавка	0,01	0,02	0,03
0,95	Надбавка	0	0	0
1,00-	Надбавка	0	0	0

К ценам акций, выявленным на рынке, применялась поправка из таблицы, соответствующая размеру пакета по минимальному диапазону поправок -0,39. Данное допущение обусловлено тем, что акции компаний-аналогов являются высоколиквидными и активно торгуются на рынке. Следовательно, такая характеристика, как «неликвидность» не присуща данным акциям. Основное действие на поправку оказывает миноритарный характер пакета, что позволяет принимать к расчетам минимальный диапазон скидки.

Расчет величины собственного капитала (капитализации) компаний производится на основе информации о выпущенных акциях всех типов. Данные взяты из Системы Профессионального Анализа Рынков и Компаний (СПАРК) spark.interfax.ru. Все скрин-шоты страниц СПАРК по выпущенным акциям компаний-аналогов представлены в Приложении 2 к настоящему Отчету. Капитализация рассчитывалась путем суммирования произведений рыночной стоимости акций на количество выпущенных акций каждого типа.

Итоги расчета стоимости собственного капитала (капитализации) предприятий-аналогов представлены в таблице ниже.

Расчет стоимости собственного капитала компаний (капитализации) на основе сделок с акциями

Таблица 53

№, п/п	Эмитент	Средневзвешенная цена акции по объему торгов на площадках, руб.		Количество выпущенных акций		Номинал акций, руб.		Размер пакета в сделке, % от УК		Размер скидки на размер и ликвидность пакета, включенная в цену сделки	Коэффициент пересчета, исключающий скидку на размер и ликвидность пакета	Скорректированная цена продажи акций на дату оценки, тыс. руб.		Капитализация, тыс. руб.
		ОА	ПА	ОА	ПА	ОА	ПА	ОА	ПА			ОА	ПА	
1	ОАО "Башкирэнерго"	36,944	31,560	1 042 667 488	50 060 997	1	1	0,000%	0,000%	-39%	1,64	63 148 359	2 590 035	65 738 394
2	ОАО "Кузбассэнерго"	0,265		70 675 984 774		0,01		0,000%		-39%	1,64	30 702 211	0	30 702 211
3	ОАО "Магаданэнерго"	1,460	1,351	463 838 268	145 673 254	1	1	0,000%	0,002%	-39%	1,64	1 110 288	322 560	1 432 849
4	ОАО "Мосэнерго"	3,297		39 749 359 700		1		0,001%		-39%	1,64	214 816 528	0	214 816 528
5	ОАО "ОГК-1"	0,737		44 643 192 918		0,574780		0,002%		-39%	1,64	53 942 666	0	53 942 666
6	ОАО "ОГК-3"	1,462		47 487 999 252		1		0,000%		-39%	1,64	113 822 519	0	113 822 519
7	ОАО "ОГК-4"	1,616		63 048 706 146		0,40		0,001%		-39%	1,64	166 984 246	0	166 984 246
8	ОАО "Энел ОГК-5"	2,155		35 371 898 370		1		0,000%		-39%	1,64	124 951 888	0	124 951 888
9	ОАО "ТГК-6"	0,010		1 862 882 135 385		0,01		0,002%		-39%	1,64	30 679 914	0	30 679 914
10	ОАО "ТГК-9"	0,003		7 837 294 563 236		0,003		0,010%		-39%	1,64	38 102 501	0	38 102 501
11	ОАО АК "Якутскэнерго"	0,499	0,405	7 963 562 986	1 332 635 125	1	1	0,000%	0,000%	-39%	1,64	6 514 515	884 783	7 399 298
12	ОАО "ТГК-11"	0,018		512 827 729 472		0,01		0,000%		-39%	1,64	15 132 620	0	15 132 620
13	ОАО "ТГК-13"	0,087		159 149 055 713		0,01		0,000%		-39%	1,64	22 646 131	0	22 646 131
14	ОАО "ТГК-14"	0,003		1 357 945 609 114		0,001		0,000%		-39%	1,64	7 791 491	0	7 791 491
15	ОАО "ОГК-6"	0,758		32 287 001 231		0,48		0,078%		-39%	1,64	40 124 820	0	40 124 820

2 этап. Определение периода времени, за который следует рассматривать результаты деятельности компании, подлежащей оценке, и аналогов

Во многих случаях периодом анализа служит последний финансовый год или последние 12 месяцев. Решающим для выбора периода сравнения является критерии информационной доступности, сопоставимости и достоверности используемых данных.

В ходе применения сравнительного подхода в рамках настоящей оценки Оценщик опирался на предоставленные менеджментом оцениваемой компании данные по итогам 2009 г.

Далее производится получение и подготовка по компаниям-аналогам бухгалтерской и финансовой отчетности за представленный период времени, аналогичный оцениваемой компании, составление перечня финансовых показателей деятельности организаций, а также мультипликаторов пригодных для данного оценочного исследования, учитывая особенности компании, подлежащей оценке.

Сравнение по показателям и расчет мультипликаторов производится на основе данных компаний-аналогов за 9 месяцев 2009 г. с пересчетом данных по объемам доходов и прибыли по принципу равномерности деятельности в течение года. В своих расчетах Оценщик сделал допущение, что балансовые показатели на дату последней отчетности до даты оценки не имеют значительных изменений и не нуждаются во временной корректировке.

Информация о финансовых и иных показателях была взята с официальных сайтов компаний-аналогов из квартальных и годовых отчетов. Все скрин-шоты интернет-страниц, послуживших источником информации для компаний-аналогов, приведены в Приложении 2 к настоящему Отчету.

Показатели сведены в таблицу, представленную ниже.

Финансовые показатели по компаниям-аналогам и объекту оценки

Таблица 54

№, п/п	Эмитент	Долг (краткосрочный и долгосрочный)	Оборотные активы	В/ликв. активы (денежные средства + краткосрочные финансовые вложения)	Кредиторская задолженность	Прочие краткосрочные обязательства	Совокупные активы	Балансовая стоимость инвестированного капитала, тыс. руб.	Собственный капитал по балансу, тыс. руб.	Валовая выручка	Прибыль до налогов	Амортизация и проценты	Прибыль до налогов и амортизации (ЕВИТА)	Чистая прибыль	Установленная мощность, МВт	Установленная мощность, Гкал/ч
1	ОАО "Башкирэнерго"	913 107	8 353 490	505 861	1 971 182	983 602	43 039 078	40 084 294	39 171 181	56 109 949	3 411 024	2 654 716	6 065 740	2 256 199	5 146,368	
2	ОАО "Кузбассэнерго"	500 000	5 706 989	295 921	1 570 785	768 664	28 048 373	25 708 924	25 033 888	24 215 929	-906 877	1 929 340	1 022 463	-665 598	4 375,200	8 744,500
3	ОАО "Магаданэнерго"	867 800	2 273 485	9 946	457 097	12 962	7 038 141	6 568 082	5 453 676	4 210 105	121 860	342 756	464 616	77 892	438,500	749,000
4	ОАО "Мосэнерго"	17 315 440	49 509 768	15 334 853	11 669 519	7 393	160 071 355	148 394 443	128 671 720	103 458 724	9 297 455	10 395 615	19 693 069	6 838 413	11 117,300	34 297,400
5	ОАО "ОГК-1"	9 355 672	9 029 875	1 026 712	2 689 523	404 619	42 964 304	39 870 162	29 776 727	40 128 961	3 480 573	1 621 071	5 101 645	2 676 456	9 531,000	
6	ОАО "ОГК-3"	483	67 745 999	53 200 616	2 187 917	169 865	103 966 122	101 608 340	101 436 072	36 154 768	5 123 353	1 283 569	6 406 922	4 972 124	8 357,000	
7	ОАО "ОГК-4"	0	48 611 369	20 792 054	4 217 970	8 381	83 202 027	78 975 676	79 222 417	40 199 739	10 029 544	1 187 329	11 216 873	7 661 311	8 630,000	2 179,300
8	ОАО "Энел ОГК-5"	20 893 458	17 241 273	4 959 149	3 009 021	4 477	74 219 910	71 206 412	48 994 203	40 602 492	3 845 831	3 535 118	7 380 949	2 899 899	8 672,000	2 412,000
9	ОАО "ТГК-6"	2 868 652	15 707 840	10 795 194	1 896 308	337 291	33 650 861	31 417 262	28 213 344	19 742 153	1 996 805	1 387 276	3 384 081	1 525 249	3 112,500	10 688,800
10	ОАО "ТГК-9"	13 830 320	31 776 512	17 962 133	3 452 402	698 901	57 468 760	53 317 457	38 469 757	37 323 249	4 030 091	3 113 788	7 143 879	3 638 731	3 280,000	17 000,000
11	ОАО АК "Якутскэнерго"	7 482 620	9 563 918	296 041	3 735 454	102 278	28 963 703	25 125 971	16 971 683	14 841 783	-1 188 864	1 823 728	634 864	-1 141 655	2 134,400	2 615,500
12	ОАО "ТГК-11"	3 458 779	3 200 763	7 609	1 316 226	69 645	18 685 284	17 299 413	12 983 218	15 216 639	-1 135 796	1 326 668	190 872	846 039	2 026,000	8 240,700
13	ОАО "ТГК-13"	2 263 103	4 093 238	457 121	2 332 430	223 655	20 730 588	18 174 503	15 885 465	14 524 197	-1 686 683	1 227 845	-458 837	-1 456 237	2 530,000	7 068,500
14	ОАО "ТГК-14"	888 405	5 811 420	2 852 686	1 149 572	4 521	10 100 675	8 946 582	8 015 179	6 234 500	-444 181	279 625	-164 556	-400 333	646,000	
15	ОАО "ОГК-6"	3 022 033	16 184 143	680 208	4 459 298	13 335	47 084 973	42 612 340	38 932 088	40 248 559	4 883 005	1 521 312	6 404 317	4 581 280	9 052,000	2 704,000

Компании с отрицательным результатом деятельности (выделены красным шрифтом) были исключены из списка аналогов.

3 этап. Сравнительный анализ выбранных показателей предприятий

Основной проблемой при использовании метода компании-аналога является нахождение компаний, сопоставимых с оцениваемым предприятием по размерам, доходности, рискам и пр. Параметры аналогов могут различаться не на доли процентов, а в разы. Задача оценщика в таких случаях определяется в нахождении и обосновании корректировок для сопоставления компаний.

Для введения различного рода корректировок в показатели компаний-аналогов Оценщик опирался на методику, предложенную компанией Deloitte&Touche «Методология и руководство по проведению оценки бизнеса и/или активов ОАО РАО «ЕЭС России» и ДЗО ОАО «ЕЭС России». В ней приводится алгоритм расчета корректировки полученных мультипликаторов, рассчитанных на базе инвестированного капитала, путем введения поправок в расчет средневзвешенной стоимости капитала оцениваемой компании на размер компании¹³.

В ходе изучения крупнейшими западными аналитическими агентствами была подтверждена зависимость доходности собственного капитала от размера компании¹⁴.

На основе предложенной Методологии Deloitte&Touche корректировка на размер компании проводится следующими этапами:

1. на базе рыночной стоимости инвестированного капитала определяется, в какой из портфелей попадает оцениваемая компания и компания-аналог.

В рамках настоящей оценки Оценщик основывался на информацию официального сайта А. Дамодарана, где приведены аналитические данные по доходности компаний в зависимости от размера их капитализации. Скрин-шот страницы сайта представлен в Приложении 2 к настоящему Отчету.

Различие в доходности относительно размера компании

Таблица 55

Size class, \$	Number of firms	Total Beta
<10 mil	1965	5,71
10-20 mil	469	5,08
20-40 mil	506	4,46
40-100 mil	680	4,50
100-250 mil	764	4,66
250 - 500 mil	576	4,04
500-1000 mil	552	3,88
1000-2500 mil	608	3,14
2500-10000 mil	575	2,81
>10000 mil	341	2,22
All firms	7036	3,89

2. определяется величина скорректированной рыночной премии за риск акционерного капитала для каждого портфеля.

В рамках данного этапа Оценщиком были рассчитаны ориентировочные значения ставок доходности капитала аналогов и объекта оценки. Методология Deloitte&Touche предлагает рассчитывать ставки для инвестированного капитала, Оценщиком в рамках данной оценки было определено также значение (соотношение) ставок и для собственного капитала по аналогичной

¹³ В Методологии рассматривается введение также поправки на страновой риск, ибо рассматриваемые в ней аналоги являются представителями различных стран. В рамках настоящей оценки аналоги представлены только российскими компаниями, следовательно, различий инвестирования в компании разных стран не имеет, поправка не вводится. То же касается поправки на различие в налоговом режиме.

¹⁴ Ibbotson's Stocks, Bonds, Bills and Inflation Valuation Edition, Roger Grobowski, ASA, and David King, CFA и другие.

методике. Все составляющие ставок доходности брались по рынку США с последующей корректировкой на страновой риск через дополнительную поправку к ставке доходности компаний американского сектора. Формула расчета ставки доходности подробно изложена в разделе оценки компании доходным подходом в настоящем Отчете.

В качестве безрисковой ставки принималось значение доходности долгосрочных государственных бумаг США (20-year Treasury Constant Maturity (daily)) на дату оценки, составляющая 4,58¹⁵.

В качестве рыночной премии инвестирования в собственный капитал используется значение риска вложения в американские компании, приведенное на сайте А. Дамодарана, – 4,36%. Скрин-шот страницы сайта приведен в Приложении 2 к настоящему Отчету.

Величина коэффициента бета определена, исходя из попадания капитализации компаний в тот или иной портфель (Таблица приведена выше). Пересчет леведжированной беты в значение без учета финансового рычага производится на основе среднерыночной структуры капитала и относительно налогового режима, сформировавшегося на дату оценки. Ставка налога на прибыль составила 20%.

Для расчета средневзвешенной доходности инвестированного капитала использовались данные о структуре капитала, приведенные на сайте А.Дамодарана для Электроэнергетической отрасли. На сайте представлены данные, агрегированные по регионам расположения компаний. Оценщиком было принято допущение об усреднении данных по 3-м регионам для проведения расчетов. Скрин-шот страницы сайта А.Дамодарана с отражением среднеотраслевой структуры капитала представлен в Приложении 2 к настоящему Отчету.

Отраслевая структура капитала

Таблица 56

Отрасль	Собственный капитал, %	Заемный капитал, %
Electric Util. (Central)	49,29%	50,71%
Electric Utility (East)	56,90%	43,10%
Electric Utility (West)	52,63%	47,37%
Среднее значение	52,94%	47,06%

Страновой риск определяется на основе анализа кредитных рейтингов долговых инструментов Российской Федерации и США и определяется как разница между доходностью облигаций Казначейства США (20-Year Treasury Constant Maturity Rate) равной 4,58% и доходностью долговых инструментов РФ (Еврооблигации) с аналогичным сроком погашения (20 лет), эффективная доходность к погашению которых, определенная на дату оценки, составляет 7,63%¹⁶. В результате премия за страновой риск на момент оценки составляет 3,05%.

Для расчета ставки доходности на заемный капитал использовалась ставка долгосрочного кредитования нефинансовых организаций ЦБ РФ в долларах США, которая составила на дату оценки 8,7%. Скрин-шот страницы Бюллетеня Банковской Статистики №3 (202) приведена в Приложении 1 к настоящему Отчету.

3. расчет ставки капитализации для каждого портфеля путем вычитания из рассчитанных ставок доходности прогнозного долгосрочного темпа роста.

¹⁵ <http://www.economagic.com/em-cgi/data.exe/fedbog/day-tcm20y>. Скрин-шот страницы с данными представлен в Приложении 2 к настоящему Отчету.

¹⁶ Эффективная доходность облигаций Россия, 2030 на 31.12.09 г. (www.cbonds.ru). Скрин-шот страницы сайта представлен в Приложении 2 к настоящему Отчету.

Оценщик предполагает, что долгосрочные темпы роста аналогичны для всех предприятий отрасли, и составляют 5%¹⁷.

4. конвертирование полученных ставок капитализации в мультипликаторы путем деления 1 на ставку капитализации.

5. определение разницы между полученными мультипликаторами оцениваемой компании и компаний-аналогов в процентном соотношении, которая представляет собой дисконт за размер.

Итоговая поправка рассчитывается как соотношение ставок капитализации компании-аналога и объекта оценки определяется по формуле¹⁸:

$$Adj = \frac{WACC_2 - g}{WACC_1 - g} - 1, \text{ (Формула 7)}$$

где:

Adj – итоговая поправка на размер компании, %

WACC₁ – скорректированная средневзвешенная стоимость капитала объекта оценки, %

WACC₂ – скорректированная средневзвешенная стоимость капитала компании-аналога, %

g – долгосрочные темпы роста, %

Оценщиком была модифицирована Методика Deloitte&Touche в части введения корректировки не к мультипликатору, а к стоимости капитала компаний-аналогов. Это обосновано тем, что мультипликатор представляет собой дробь, в которой делимым является капитал компании-аналога, а делителем показатель компании-аналога. По правилам математики, применяемая поправка к дроби относится непосредственно к делимому (в данном случае к капитализации компании).

Результаты расчета поправки на размер сведены в таблицу, представленную ниже.

¹⁷ Подробное обоснование долгосрочных темпов роста представлено в разделе Доходного подхода настоящего Отчета.

¹⁸ http://www.rao-ees.ru/ru/news/news/pr_archiv/pr_2007/show.cgi?pr150207ko.htm

Расчет поправок на размер к собственному капиталу компаний-аналогов

Таблица 57

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Эмитент	Рыночная капитализация, тыс. руб.	Рыночная капитализация, млн. долл. США	Показатель Бета по величине капитализации	Бета без учета финансового рычага	Безрисковая ставка, %	Риск акционерного капитала, %	Страновой риск	Доля собственного капитала, %	Доля заемного капитала, %	Ставка налога, %	Ставка доходности на собственный капитал	Долгосрочные темпы роста	Ставка капитализации на собственный капитал	Мультипликатор	Поправка к собственному капиталу, %
				гр.4/(1+(1-гр.11)* (гр.10/гр.9))							гр.6+гр.5* гр.7+гр.8		гр.12- гр.12	1/гр.14	гр.15 (стр.ОГК-2)/гр.15(аналог) -1
Схема расчета															
ОАО "Башкирэнерго"	65 738 394	2 174	3,14	1,84	4,58%	4,36%	3,05%	52,94%	47,06%	20%	15,64%	5%	10,64%	9,4	8,8%
ОАО "Кузбассэнерго"	30 702 211	1 015	3,14	1,84	4,58%	4,36%	3,05%	52,94%	47,06%	20%	15,64%	5%	10,64%	9,4	8,8%
ОАО "Магаданэнерго"	1 432 849	47	4,50	2,63	4,58%	4,36%	3,05%	52,94%	47,06%	20%	19,10%	5%	14,10%	7,1	44,2%
ОАО "Мосэнерго"	214 816 528	7 103	2,81	1,64	4,58%	4,36%	3,05%	52,94%	47,06%	20%	14,78%	5%	9,78%	10,2	0,0%
ОАО "ОГК-1"	53 942 666	1 784	3,14	1,84	4,58%	4,36%	3,05%	52,94%	47,06%	20%	15,64%	5%	10,64%	9,4	8,8%
ОАО "ОГК-3"	113 822 519	3 763	2,81	1,64	4,58%	4,36%	3,05%	52,94%	47,06%	20%	14,78%	5%	9,78%	10,2	0,0%
ОАО "ОГК-4"	166 984 246	5 521	2,81	1,64	4,58%	4,36%	3,05%	52,94%	47,06%	20%	14,78%	5%	9,78%	10,2	0,0%
ОАО "Энел ОГК-5"	124 951 888	4 131	2,81	1,64	4,58%	4,36%	3,05%	52,94%	47,06%	20%	14,78%	5%	9,78%	10,2	0,0%
ОАО "ТГК-6"	30 679 914	1 014	3,14	1,84	4,58%	4,36%	3,05%	52,94%	47,06%	20%	15,64%	5%	10,64%	9,4	8,8%
ОАО "ТГК-9"	38 102 501	1 260	3,14	1,84	4,58%	4,36%	3,05%	52,94%	47,06%	20%	15,64%	5%	10,64%	9,4	8,8%
ОАО АК "Якутскэнерго"	7 399 298	245	4,66	2,72	4,58%	4,36%	3,05%	52,94%	47,06%	20%	19,50%	5%	14,50%	6,9	48,2%
ОАО "ТГК-11"	15 132 620	500,3	4,04	2,36	4,58%	4,36%	3,05%	52,94%	47,06%	20%	17,92%	5%	12,92%	7,7	32,1%
ОАО "ТГК-13"	22 646 131	749	3,88	2,27	4,58%	4,36%	3,05%	52,94%	47,06%	20%	17,52%	5%	12,52%	8,0	28,0%
ОАО "ТГК-14"	7 791 491	258	4,04	2,36	4,58%	4,36%	3,05%	52,94%	47,06%	20%	17,92%	5%	12,92%	7,7	32,1%
ОАО "ОГК-6"	40 124 820	1 327	3,14	1,84	4,58%	4,36%	3,05%	52,94%	47,06%	20%	15,64%	5%	10,64%	9,4	8,8%
ОАО "ОГК-2"		3545	2,81	1,64	4,58%	4,36%	3,05%	52,94%	47,06%	20%	14,78%	5%	9,78%	10,2	

Расчет поправок на размер к инвестированному капиталу компаний-аналогов

Таблица 58

Эмитент	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Ставка доходности на собственный капитал	Доля собственного капитала, %	Доля заемного капитала, %	Ставка долгосрочного кредитования нефинансовых организаций, %	Ставка налога, %	Средневзвешенная доходность инвестированного капитала, %	Долгосрочные темпы роста, %	Ставка капитализации на инвестированный капитал, %	Мультипликатор	Поправка к инвестированному капиталу, %	
					гр.2*гр.3+гр.5*(1-гр.6)*гр.4	гр.7-гр.8	1/гр.9	гр.10 (стр.ОГК-2)/гр.10(аналогов) -1		
Схема расчета										
ОАО "Баширэнерго"	15,64%	52,94%	47,06%	10,9%	8,7%	11,56%	5%	6,56%	15,3	7,4%
ОАО "Кузбассэнерго"	15,64%	52,94%	47,06%	10,9%	8,7%	11,56%	5%	6,56%	15,3	7,4%
ОАО "Магаданэнерго"	19,10%	52,94%	47,06%	10,9%	8,7%	13,39%	5%	8,39%	11,9	37,5%
ОАО "Мосэнерго"	14,78%	52,94%	47,06%	10,9%	8,7%	11,10%	5%	6,10%	16,4	0,0%
ОАО "ОГК-1"	15,64%	52,94%	47,06%	10,9%	8,7%	11,56%	5%	6,56%	15,3	7,4%
ОАО "ОГК-3"	14,78%	52,94%	47,06%	10,9%	8,7%	11,10%	5%	6,10%	16,4	0,0%
ОАО "ОГК-4"	14,78%	52,94%	47,06%	10,9%	8,7%	11,10%	5%	6,10%	16,4	0,0%
ОАО "Энел ОГК-5"	14,78%	52,94%	47,06%	10,9%	8,7%	11,10%	5%	6,10%	16,4	0,0%
ОАО "ТГК-6"	15,64%	52,94%	47,06%	10,9%	8,7%	11,56%	5%	6,56%	15,3	7,4%
ОАО "ТГК-9"	15,64%	52,94%	47,06%	10,9%	8,7%	11,56%	5%	6,56%	15,3	7,4%
ОАО АК "Якутскэнерго"	19,50%	52,94%	47,06%	10,9%	8,7%	13,60%	5%	8,60%	11,6	40,9%
ОАО "ТГК-11"	17,92%	52,94%	47,06%	10,9%	8,7%	12,76%	5%	7,76%	12,9	27,2%
ОАО "ТГК-13"	17,52%	52,94%	47,06%	10,9%	8,7%	12,55%	5%	7,55%	13,2	23,8%
ОАО "ТГК-14"	17,92%	52,94%	47,06%	10,9%	8,7%	12,76%	5%	7,76%	12,9	27,2%
ОАО "ОГК-6"	15,64%	52,94%	47,06%	10,9%	8,7%	11,56%	5%	6,56%	15,3	7,4%
ОАО "ОГК-2"	14,78%	52,94%	47,06%	10,9%	8,7%	11,10%	5%	6,10%	16,4	

б. расчет скорректированной стоимости акционерного капитала объекта оценки путем введения итоговой поправки.

Расчитанные значения поправок применяются к капитализации компаний-аналогов в зависимости от типа капитала. Результаты расчетов приведены в таблице ниже.

Применение корректировок к капиталу компаний-аналогов

Таблица 59

№ п/п	Эмитент	Рыночная стоимость собственного капитала	Поправка на размер собственного капитала, %	Скорректированная рыночная стоимость собственного капитала	Долг (Краткосрочный и долгосрочный)	В/ликв. активы (Денежные средства + Краткосрочные финансовые вложения)	Инвестированный капитал = Капитализация + Долг – В/ликв. активы,	Поправка на размер инвестированного капитала, %	Скорректированный инвестированный капитал, тыс. руб.
1	ОАО "Башкирэнерго"	65 738 394	8,8%	71 503 543	913 107	505 861	66 145 640	7,4%	71 069 668
2	ОАО "Магаданэнерго"	1 432 849	44,2%	2 065 517	867 800	9 946	2 290 703	37,5%	3 149 266
3	ОАО "Мосэнерго"	214 816 528	0,0%	214 816 528	17 315 440	15 334 853	216 797 115	0,0%	216 797 115
4	ОАО "ОГК-1"	53 942 666	8,8%	58 673 349	9 355 672	1 026 712	62 271 626	7,4%	66 907 263
5	ОАО "ОГК-3"	113 822 519	0,0%	113 822 519	483	53 200 616	60 622 386	0,0%	60 622 386
6	ОАО "ОГК-4"	166 984 246	0,0%	166 984 246	0	20 792 054	146 192 192	0,0%	146 192 192
7	ОАО "Энел ОГК-5"	124 951 888	0,0%	124 951 888	20 893 458	4 959 149	140 886 197	0,0%	140 886 197
8	ОАО "ТГК-6"	30 679 914	8,8%	33 370 492	2 868 652	10 795 194	22 753 372	7,4%	24 447 183
9	ОАО "ТГК-9"	38 102 501	8,8%	41 444 028	13 830 320	17 962 133	33 970 688	7,4%	36 499 541
10	ОАО "ТГК-11"	15 132 620	32,1%	19 982 691	3 458 779	7 609	18 583 790	27,2%	23 639 661
11	ОАО "ОГК-6"	40 124 820	8,8%	43 643 700	3 022 033	680 208	42 466 645	7,4%	45 627 955

После введения корректировок производится сравнительный анализ параметров компаний-аналогов.

Наиболее простой и распространенный метод сравнительного анализа состоит в определении среднего по всем аналогам значения ценового мультипликатора для каждого параметра сравнения. Ценовой мультипликатор представляет собой относительный показатель (дробь), в числителе которого стоит величина, представляющая собой цену одной акции компании-аналога (или капитализацию компании-аналога), а в знаменателе – «измеритель» операционного результата (доходы, валовой денежный поток и т.д.) за подходящий период времени или финансового состояния на дату оценки. Достоинством метода определения среднего мультипликатора по всем аналогам является простота расчетов. Но этот метод имеет принципиальный недостаток – определение оценочных мультипликаторов путем простого усреднения величин приводит к искажению результата из-за равноправного учета данных по компаниям-аналогам, по которым отличающиеся значения мультипликаторов «выпадают» из статистического ряда.

В практике статистической обработки данных широко применяется линейный регрессионный анализ, который лишен указанного недостатка, так как использует метод наименьших квадратов, автоматически взвешивающий данные по квадратам отклонений от среднего уровня по критерию минимума суммы среднеквадратических отклонений. Если в ряду статистических данных присутствует аномальная величина с явным отклонением от других значений, то вес этой величины в итоговом результате уменьшается пропорционально квадрату отклонения, и таким образом, результат оценки более согласован с исходными статистическими данными, чем при применении метода, основанного на арифметическом среднем. Кроме того, линейный регрессионный анализ дает наглядное графическое представление результатов расчета, облегчая их анализ и интерпретацию.

В практике оценки используется множество мультипликаторов, наиболее распространенные среди них:

Мультипликатор «Цена/Выручка» (EV/S или MVE¹⁹/S)

Широкое распространение мультипликатора, основанного на выручке, в практике оценки бизнеса объясняется следующими причинами:

- Данный мультипликатор можно рассчитать практически для любой компании. Если прибыль или чистые активы могут оказаться отрицательными величинами, и мультипликатор в таком случае не будет иметь смысла, то выручка не может быть отрицательной, поэтому данный мультипликатор определен практически всегда, за исключением тех случаев, когда компания еще находится на начальной стадии развития и не имеет выручки.
- Колебания в динамике выручки гораздо меньше, чем прибыли, и она меньше подвержена влиянию случайных факторов конкретного года. Следовательно, мультипликатор P/S в меньшей степени зависит от сиюминутной ситуации. Исследования показали, что разница между величинами P/S разных компаний может отражать различия в долгосрочной доходности бизнесов, которая напрямую влияет на оценку компании.
- На показатель чистой прибыли существенно влияют применявшиеся компанией методы бухгалтерского учета. С этой точки зрения выручка — это практически единственный показатель, по которому можно сравнивать различные компании, в том числе и те, что пользуются разными бухгалтерскими стандартами.
- Выручка — публикуемый финансовый показатель, информация по которому широко доступна. В случае отсутствия достоверных данных о финансовом состоянии компании такой показатель, как продажи, легче всего поддается косвенной оценке через объемы реализации продукции в натуральном выражении.

Желательно применять именно этот мультипликатор при оценке в целях слияния и поглощения, а не мультипликатор Цена/Прибыль, поскольку «Прибыль» может быть искусственно завышена или занижена за рассматриваемый период.

Применение мультипликатора P/S обосновано, если в ретроспективе и на момент оценки объем выручки находился примерно на одном уровне. Поскольку выручка (валовой доход) — это измеритель операционного результата работы компании, который отражается в отчете о прибылях и убытках до выплаты процентных выплат по кредитам, то данный мультипликатор оказывается более чувствительным к структуре капитала, а именно к разнице в соотношении собственных и заемных средств, чем другие мультипликаторы, зависящие от операционного результата. Поэтому мультипликатор Цена/Выручка рассматривается как более пригодный для оценки совокупного инвестированного капитала компании, чем ее капитала, очищенного от заимствований.

Мультипликатор «Цена/Прибыль до уплаты налогов, процентов и амортизации» (EV/EBITDA)

Следующими в логическом ряду идет мультипликатор EV/EBITDA. Если мультипликатор P/Sales оценивает компанию по величине дохода от ее основной деятельности, то EV/EBITDA — по всему денежному потоку, остающемуся в распоряжении компании до того, как она выплатит проценты и налоги и, разумеется, начнет осуществлять капиталовложения. Показатель EBITDA, как видно из его определения, отличается от чистой прибыли (в большую сторону) на сумму уплачиваемых процентов, налогов и амортизации. EBITDA является очень важным показателем и был сконструирован не

¹⁹ Market Value of Equity