SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

SF Education

Оценка акций на основе активов

Спикер: Егор Вакарюк, CFA

Оценка акций на основе активов

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

- Рассмотрим оценку компаний на основе активов, которая хорошо подходит для компаний с высокой долей оборотных активов и краткосрочных обязательств, а также примеры применения оценки на основе активов к публичным и непубличным компаниями

- Преимущественно тему оценки на основе активов будем смотреть на основе **примеров оценки**

Оценка на основе активов

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

- **Оценка компании на основе активов (англ. 'asset-based valuation')** означает использование оценки рыночной или справедливой стоимости активов и обязательств компании. Таким образом, оценка на основе активов хорошо подходит для компаний, у которых нет высокой доли нематериальных или «внебалансовых» активов, и которые имеют высокую долю оборотных активов и краткосрочных обязательств

- Для аналитика разумно начинать оценку таких компаний с балансовых статей активов и обязательств. Однако, для большинства компаний, балансовая стоимость отличается от рыночной (справедливой) стоимости, а саму рыночную (справедливую) стоимость может быть сложно определить

Оценка на основе активов

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

- Модели оценки на основе активов часто используются вместе с моделями мультипликаторов для оценки частных (непубличных) компаний

- Публичные компании стремятся шире использовать в учете оценку по справедливой стоимости и раскрывать ее в отчетности, а оценку на основе активов чаще используют в дополнение к моделям приведенной стоимости и моделям мультипликаторов

- Итоговая оценка имеет вид:

Стоимость компании для акционеров (стоимость акций) = Рыночная (справедливая) стоимости активов – рыночная (справедливая) стоимость обязательств

Важные факторы при оценке

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

При оценке на основе активов аналитику необходимо принимать во внимание следующие важные факты:

- При использовании методов оценки на основе активов очень сложно анализировать компании с активами, для которых нет активного рынка, позволяющего легко определить рыночную (справедливую) стоимость, например, такими, как основные средства

- Справедливая стоимость активов и обязательств может сильно отличаться от их балансовой стоимости

Важные факторы при оценке (Продолжение)

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

- Некоторые активы, являющиеся «нематериальными», отражаются в отчетности по балансовой стоимости. Другие нематериальные активы, такие как эффект синергии или хорошая деловая репутация, могут не отражаться в отчетности.

- Поскольку оценка на основе активов может не учитывать некоторые нематериальные активы, она может привести к «минимальной» стоимости, если оценивается значительное количество нематериальных активов.
  Когда у оцениваемой компании много нематериальных активов, аналитик должен отдавать предпочтение моделям приведенной стоимости.

- В условиях гиперинфляционной экономики стоимость активов сложнее оценивать

Важные факторы при оценке

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

- Далее мы рассмотрим оценку на основе активов для гипотетических непубличных компаний, а затем перейдем к примеру публичной компании. Аналитики должны разбираться в трудностях и преимуществах использования оценки на основе активов для компаний, которые подходят для такой оценки

- Владельцы небольших частных компаний обычно хорошо знакомы с подходом, который заключается оценке активов и вычитании из них соответствующих обязательств

Пример 1: оценка на основе активов семейной прачечной

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Семья владеет прачечной и недвижимостью (здание и земельный участок), на которой расположена прачечная. Недвижимость является обеспечением непогашенного кредита в размере 12 000 000 рублей.

Как можно оценить этот бизнес с использованием оценки на основе активов?

Пример 1 - решение

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

- Аналитик должен получить как минимум два рыночные оценки недвижимости (здание и земля) и оценить стоимость погашения кредита в размере 12 000 000 рублей. Эта информация дает оценку стоимости для всего, кроме текущей операционной деятельности прачечной

- То есть, у аналитика есть рыночная стоимость здания, земли и кредита, но он также должен оценить бизнес прачечной. Для этого он может оценить другие активы прачечной: оборудование и запасы

Пример 1 - решение

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

- Оборудование можно оценить по амортизированной стоимости, с учетом инфляции или учетом стоимости замещения активов

- Стоимость замещения в этом случае означает сумму, которую придется потратить на покупку эквивалентного подержанного оборудования. Эта сумма является рыночной стоимостью используемого оборудования

- Аналитик признает, что любые нематериальные активы прачечной (выгодное местонахождение, успешный маркетинг и т.д.) будут исключены из оценки, что приведет к неточной оценке на основе активов

Пример 2: оценка ресторана на основе активов

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Оцениваемым бизнесом является ресторан, предлагающий завтраки и обеды. Владелец хочет продать бизнес и уйти в отставку.

Помещение ресторана арендуется и не принадлежит владельцу. Этот ресторан чрезвычайно популярен из-за особой кухни и секретных рецептов.

Как аналитик может оценить этот бизнес?

Пример 2 - решение

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

- Оценка стоимости бизнеса осложняется существенными нематериальными активами. Также необходимо рассмотреть несколько источников выручки и доходов. Но даже эти подходы упускают тот факт, что владелец может не продать свои секретные рецепты и, кроме того, не собирается продолжать деятельность

- Некоторые (или все) нематериальные активы могут исчезнуть, когда бизнес будет продан. Оценку на основе активов для этого ресторана необходимо начать с оценки стоимости ресторанного оборудования и запасов, и затем вычесть из нее стоимость обязательств

- Тем не менее, этот подход обеспечивает лишь хорошую минимальную основу для оценки

Оценка на основе активов публичных компаний

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

- У публичных компаний, активы, как правило, настолько обширны, что их детальный анализ невозможен, и трансформация балансовой стоимости в рыночную стоимость является нетривиальной задачей

- Оценка на основе активов больше всего подходит, когда рыночную стоимость корпоративных активов можно легко определить, а нематериальные активы, которые, как правило, трудно оценить, составляют относительно небольшую долю активов

Оценка на основе активов публичных компаний

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

- Оценка на основе активов также применима к финансовым компаниям, компаниям, добывающим природные ресурсы и компаниям, находящимся в стадии ликвидации. Однако даже для других типов компаний оценка материальных активов обеспечивает лишь минимальную основу для оценки.

Пример 3: оценка авиакомпании на основе активов

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Рассмотрим оценку стоимости авиакомпании, которая имеет несколько авиамаршрутов, высокие трудозатраты и прочие операционные расходы, и ежегодно несет убыток в несколько миллионов долларов

При использовании большинства подходов к оценке, компания будет иметь отрицательную стоимость

Почему подход оценки на основе активов подходит для конкурирующей компании, которая рассматривает возможность приобретения этой авиакомпании?

Пример 3 - решение

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

- Маршруты авиакомпании, права посадки самолетов, аренда оборудования аэропортов, наземного оборудования и самолетов могут иметь существенную ценность для конкурента

- Для данной компании подход оценки на основе активов означает оценку активов компании по отдельности и в отрыве от убыточного бизнеса, в котором они в настоящее время используются

Получение итогового результата оценки

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

- Аналитики, признающие неопределенности, связанные с уместностью модели и ее исходными данными, часто используют более одной модели или модели разных типов для оценки, чтобы повысить свою уверенность в оценке действительной стоимости

- Выбор моделей будет зависеть от доступности исходной информации для моделей. Пример 4 иллюстрирует использование трех методов оценки

Пример 4: использования трех основных моделей оценки собственного капитала

Данные компании о дивидендах на акцию (DPS), прибыли на акцию (EPS), цене акций и коэффициенте цена/прибыль (P/E) за последние пять лет представлены в *Иллюстрации 1*.

Кроме того, там показаны оценки (обозначены буквой «E» после суммы) дивиденд на акцию (DPS) и прибыль на акцию (EPS) на следующие пять лет. Дата оценки приходится на конец 5-го года. Компания имеет 1,000 акций в обращении.

Иллюстрация 1: данные компании

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Год	DPS	EPS	Цена акций	TTM P/E
10	3.10E	5.20E	-	-
9	2.91E	4.85E	-	-
8	2.79E	4.65E	-	-
7	2.65E	4.37E	-	-
6	2.55E	4.30E	-	-
5	2.43	4.00	50.80	12.7
4	2.32	3.90	51.48	13.2
3	2.19	3.65	59.86	16.4
2	2.14	3.60	54.72	15.2
1	2.00	3.30	46.20	14.0

Иллюстрация 2: Баланс компании на конец 5-го года

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Денежные средства	5,000
Дебиторская задолженность	15,000
Запасы	30,000
Чистые основные средства	50,000
Итого, активов	**100,000**
Кредиторская задолженность	3,000
Коммерческие ценные бумаги к погашению	17,000
Срочные кредиты	25,000
Обыкновенный акционерный капитал	55,000
Итого, обязательств и собственного капитала	**100,000**

Пример 4: задание

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

1. Используя **модель роста Гордона**, оцените действительную стоимость. Используйте ставку дисконтирования 10% и оценку темпа роста на основе роста дивидендов в течение следующих пяти лет
2. Используя модель мультипликаторов, оцените действительную стоимость. Предположите, что разумной оценкой P/E является средний коэффициент (TTM) P/E за период с 1-го по 4-й год
3. Используя оценку на основе активов, оцените стоимость на акцию на основе скорректированной балансовой стоимости. Предположите, что рыночная стоимость дебиторской задолженности и запасов соответствует бухгалтерской отчетности; рыночная стоимость чистых основных средств составляет 110% от балансовой стоимости; и балансовая стоимость обязательств отражает их рыночную стоимость

Пример 4: решение задания 1

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Пример 4: решение задания 2

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Пример 4: решение задания 3

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

Выводы из урока

SF EDUCATION
все об аналитике, финансах и бизнесе

- Мы рассмотрели оценку акций компаний на основе активов, которая хорошо подходит для компаний с высокой долей оборотных активов и краткосрочных обязательств, а также примеры применения оценки на основе активов к публичным и непубличным компаниями

- Также разобрали большое количество примеров оценки на основе активов, и обсудили, как получить итоговую оценку компании

- **Чтобы вывести итоговую оценку компании, стоимости её акций, эксперты и аналитика часто используют все три модели оценки, а итоговый результат рассчитывается как взвешенные результаты данных методов**

Контакты



sf.education

https://t.me/sf_education

sf_education

https://seekingalpha.com/author/societe-financiers

https://vk.com/sfeducation

https://www.facebook.com/sfeducationru

https://www.youtube.com/c/SFEducationnew