

УДК 338.001.36

ББК 65.290.5

Ч-64

Редактор Вячеслав Ионов

Чиркова Е.

Ч-64 Как оценить бизнес по аналогии: Пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов / Елена Чиркова. — 4-е изд., испр. и доп. — М. : Альпина Пабlishер, 2017. — 284 с.

ISBN 978-5-9614-6584-6

Книга известного специалиста по финансам Елены Чирковой посвящена одному из наименее проработанных аспектов корпоративных финансов — применимости и корректному использованию сравнительного метода в оценке. Автор не только помогает финансовому аналитику постичь теоретические принципы сравнительной оценки и нюансы использования тех или иных сравнительных коэффициентов, но и раскрывает специфику работы с компаниями, функционирующими на формирующихся рынках и в первую очередь в России.

Книга написана на обширном практическом материале и содержит примеры из личного опыта автора. Является первым специальным учебным пособием, полностью посвященным сравнительной оценке, и не имеет аналогов как в России, так и в мире.

Книга предназначена для финансовых аналитиков, специалистов по инвестиционной оценке, преподавателей и студентов.

УДК 338.001.36

ББК 65.290.5

Все права защищены. Никакая часть этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами, включая размещение в сети интернет и в корпоративных сетях, а также запись в память ЭВМ для частного или публичного использования, без письменного разрешения владельца авторских прав. По вопросу организации доступа к электронной библиотеке издательства обращайтесь по адресу tylib@alpina.ru.

© Чиркова Е.В., 2005

© Чиркова Е.В., 2017, с изменениями

© ООО «Альпина Пабlishер», 2017

ISBN 978-5-9614-6584-6

Содержание

Вступительное слово	7
1. Введение в теорию мультипликаторов	11
1.1. Используемая терминология.	13
1.2. Понятие «мультипликатор».	14
1.3. Применение метода оценки на основе мультипликаторов	18
1.4. Ограничения метода оценки по мультипликаторам.	22
1.5. Место сравнительной оценки в классификации оценочных методов	27
1.6. Недостатки работы с базами данных, содержащими информацию по мультипликаторам	31
1.7. Краткие выводы	34
2. Что такое мультипликаторы, как они возникли и как применяются	35
2.1. «Сто тысяч почему» — о мультипликаторах.	35
2.2. Логика мультипликаторов на примере показателя P/E	37
2.3. Краткие выводы	43
3. Числитель мультипликатора	45
3.1. Цена одной акции или 100% акций?	45
3.2. С опционами или без?	47
3.3. Рыночная капитализация или стоимость бизнеса?	52
3.4. Котировки или цены крупных сделок? Премия за контроль	58
3.5. Цены сделок по закрытым или публичным компаниям? Скидка за неликвидность	64
3.6. Цены активов	73
3.7. Краткие выводы	75
4. Знаменатель мультипликатора	77
4.1. Какие показатели могут служить знаменателями мультипликатора	77

4.2.	Вопросы соответствия числителя мультипликатора его знаменателю	83
4.3.	Краткие выводы	84
5.	«Доходные» финансовые мультипликаторы	85
5.1.	Показатели отчета о прибылях и убытках, используемые для расчета мультипликаторов	85
5.2.	Мультипликатор «цена/выручка».	87
5.3.	Отношение цены акций к прибыли до уплаты налогов, процентов и амортизации и к операционной марже	91
5.4.	Мультипликатор «цена/чистая прибыль»	95
5.5.	Показатели, базирующиеся на денежном потоке	99
5.6.	Мультипликатор «цена/дивиденды».	103
5.7.	Краткие выводы	107
6.	Финансовые показатели, базирующиеся на стоимости активов	110
6.1.	Виды показателей, базирующихся на стоимости активов	110
6.2.	Связь балансовых мультипликаторов с мультипликаторами доходности	118
6.3.	Достоинства, недостатки и применимость балансовых показателей	120
6.4.	Краткие выводы	125
7.	Натуральные показатели	127
7.1.	Применимость натуральных показателей	127
7.2.	Основные виды натуральных показателей.	130
7.3.	Краткие выводы	135
8.	«Мультипликаторы будущего»	136
8.1.	Мультипликаторы, базирующиеся на текущих ценах акций и будущих финансовых показателях.	136
8.2.	Мультипликаторы с использованием темпов роста.	140
8.3.	Мультипликаторы, базирующиеся на будущих ценах акций.	143
8.4.	Краткие выводы	152
9.	Некоторые особые случаи использования мультипликаторов	154
9.1.	Использование мультипликаторов при привлечении кредитного финансирования.	154

9.2. Использование мультипликаторов при расчете остаточной стоимости бизнеса	161
9.3. Использование мультипликаторов для выражения стоимости бизнеса в виде формулы	170
9.4. Краткие выводы	172
10. Абсолютное и относительное: использование мультипликаторов для оценки переоцененности и недооцененности фондового рынка в целом	174
10.1. Диагностирование переоцененности рынка с помощью показателей P/E, P/DIV, Q Тобина и «капитализация/ВВП»	174
10.2. Q Тобина	176
10.3. Совокупная рыночная капитализация/ВВП	177
10.4. Дивидендная доходность	181
10.5. Цена/прибыль	184
10.6. Case study: оценка переоцененности фондового рынка накануне Великой депрессии в США с помощью мультипликаторов.	189
10.7. Краткие выводы	191
11. Подбор аналогов	193
11.1. Ключевые факторы, влияющие на выбор аналогов	193
11.2. Страновой фактор	194
11.3. Отраслевой фактор	201
11.4. Фактор времени	204
11.5. Размер компании	212
11.6. Краткие выводы	217
12. Методы расчета мультипликаторов и их применимость.	219
12.1. Палитра методов расчета мультипликаторов	219
12.2. Методы расчета среднего значения мультипликатора.	220
12.3. Регрессионное уравнение.	222
12.4. Отраслевая применимость методов	228
12.5. Краткие выводы	230
13. Расчеты и интерпретации	232
13.1. Причины разрыва в оценке: разница в доходности или ожидаемых темпах роста бизнеса	234

13.2. Учимся на чужих ошибках	239
13.3. «Вода, вода, кругом вода...»	242
13.4. Использование мультипликаторов в эвристических правилах, применяемых при оценке акций.	255
14. Вместо заключения	260
Приложения	263
1. Список используемых аббревиатур	263
2. Примерные варианты контрольных работ по теме «мультипликаторы»	265
3. Ответы на контрольные вопросы.	269
4. Формулы «целевых» или «справедливых» мультипликаторов и связи между ними	274
5. Источники данных для сравнительной оценки	275
Список литературы	279