

## 9.2. ОЦЕНКА КОМПАНИЙ МЕТОДОМ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ: ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ И ПРАКТИКА

Еленева Ю.Я., д.э.н., профессор, зав. кафедрой  
«Финансовый менеджмент»;  
Непринцев И.А., аспирант

Московский государственный  
технологический университет «Станкин»

В статье рассмотрены подходы современных зарубежных ученых и практикующих экспертов к повышению точности результатов оценки, проводимой с использованием сравнительного подхода. В разрезе основных этапов процесса оценки выявлены наиболее значимые ошибки, которые снижают точность оценки с использованием мультипликаторов по сравнению с другими известными методами оценки.

В статье описываются наиболее распространенные методы повышения точности оценки, которые иллюстрируются примерами. Показано, что правильное формирование выборки фирм-аналогов, использование поправочного коэффициента к мультипликаторам, а также комбинированный метод, объединяющий два предыдущих, могут существенно повысить точность оценки.

Одним из главных вопросов современных корпоративных финансов является определение справедливой стоимости фирмы. Точная оценка требуется владельцам при сделках слияний и поглощений, менеджерам – при определении дальнейшей стратегии управления фирмой, а также инвесторам для определения выгодности тех или иных инвестиций.

Существует два наиболее распространенных метода фундаментальной оценки стоимости фирмы: **DCF** (дисконтирование денежных потоков) и оценка на основе сравнительного подхода с использованием мультипликаторов.

Считается, что в то время как метод **DCF** требует большего количества субъективных предположений эксперта и является более трудоемкой, оценка мультипликаторами проводится быстрее, с меньшей долей экспертной составляющей и позволяет определить, какие факторы влияют на стоимость. Не только большинство аналитиков, но и сами эмитенты используют мультипликаторы при оценке компаний, в том числе с отрицательными прибылями или небольшими объемами продаж [5].

Любая оценка стоимости, каким бы методом она не производилась, несет в себе определенную степень неточности. Большинство ошибок при оценке фирм методом сравнений возникают на этапе выбора фирм-аналогов, а так же при анализе значений мультипликаторов после того, как аналоги выбраны (рис. 1). На этапе выбора аналогов неточности появляются по причине невнимания к основным факторам роста фирмы, а также вследствие выбора мультипликаторов, не полностью отражающих стоимость сравниваемых компаний. В дальнейшем ошибки возникают по причине внутренних различий между фирмами. При этом негативные последствия данных ошибок могут быть снижены за счет корректировки мультипликаторов на поправочный коэффициент.

К выбору неточных аналогов для оцениваемой компании приводит невнимание к определяющим факторам стоимости – отдаче на вложенный капитал **ROIC**, темпам роста компании и средневзвешенной стоимости ее

капитала **WACC**. Зачастую основным критерием при выборе фирм аналогов является их принадлежность к данной конкретной отрасли. С целью исключения субъективных суждений эксперта о принадлежности фирмы к той или иной отрасли используются различные классификаторы. Например, для американских фирм – **CIS** (Стандартные отраслевые коды) и **GICS** (Международный отраслевой стандарт классификации).



Рис. 1. Основные этапы и проблемы оценки фирм методом сравнений

Однако относящиеся к одной отрасли фирмы даже со схожими значениями мультипликаторов могут не являться аналогами, если они обладают различными перспективами развития. Так, при оценке будущей стоимости одинаковое для фирм значение **P/E** может быть обусловлено различным соотношением ожиданий темпов роста и отдачей на капитал. В то время как **P/E** одной из фирм может отражать ее текущую отдачу на вложенный капитал, у фирмы-аналога с равным значением **P/E** данный показатель будет отражать более высокий ожидаемый темп роста при меньшей отдаче на капитал. Например, в модели McKinsey [3] при равенстве **P/E** двух компаний одна компания может обеспечивать меньшую отдачу на инвестиции при большем росте прибыли, в то время как вторая обеспечивает большую отдачу на капитал, однако с меньшим темпом роста прибыли. Иначе говоря, одной фирме с ожидаемым ростом в 13% и отдаче на инвестиции в 14% придется проинвестировать 93 цента на доллар прибыли для поддержания темпов роста, в то время как другой фирме с ожидаемыми темпами роста, равными 5%, и отдачей на инвестиции в 35% потребуется вложить лишь 14 центов на доллар прибыли при возможности распределения оставшихся средств на чистую прибыль (рис. 2).

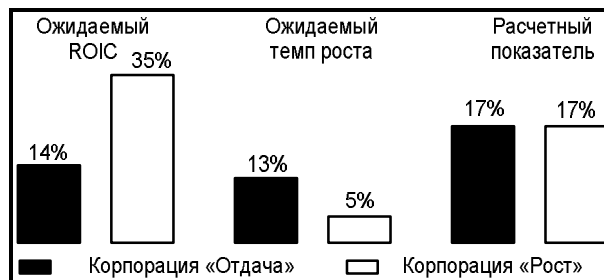


Рис. 2. Различия в операционных показателях фирм с одинаковым мультипликатором **P/E**

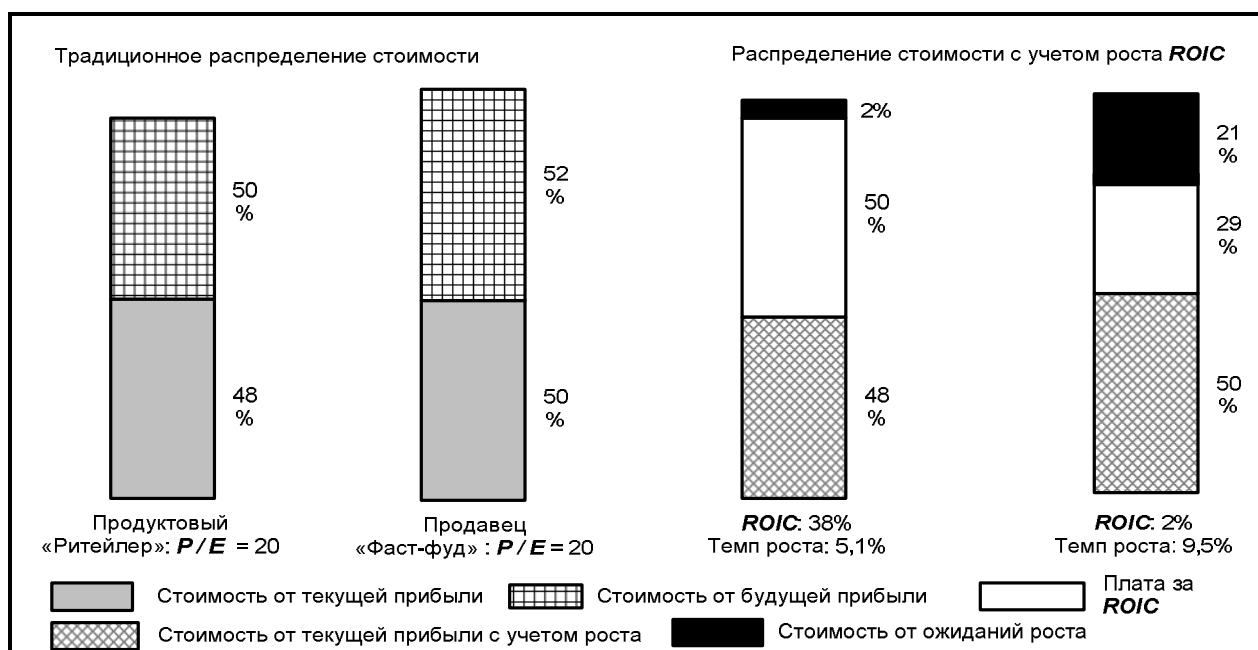


Рис. 3. Сравнение традиционной структуры стоимости и структуры с учетом роста отдачи на капитал

Вторая модель McKinsey позволяет провести декомпозицию стоимости, определяемой с помощью мультипликатора  $P/E$ , на три части (рис. 3).

- Первая – стоимость, формируемая объемом полученной прибыли и инвестированных средств, но не учитывающая будущего роста фирмы.
- Вторая – стоимость, которую компания обеспечивает за счет роста капитала.
- Третья – стоимость, которая создается фирмой, если темп роста ее прибыли превышает темп роста экономики (валовой внутренний продукт, ВВП) в резидентном государстве.

Данная модель представляет фирмы с равным  $P/E$  и схожей текущей стоимостью, но различными отдами на капитал и темпами роста прибыли. В то время как одна фирма обеспечивает 38% отдачи на капитал, который растет на 2%, другая обеспечивает 12% отдачи на капитал, который, однако, растет на 21%.

Следовательно, увеличение  $P/E$  будет происходить только когда ожидаемые темпы роста фирмы будут подкрепляться ожидаемым увеличением дохода на вложенный капитал. Таким образом, являясь аналогами по отрасли и по показателю  $P/E$ , они не будут являться аналогами по операционным показателям в целом, и стоимость фирм будет различна в зависимости от целей инвесторов, ориентированных на получение высоких прибылей от растущей фирмы или меньших прибылей от развитой компании.

Точность оценки может быть повышена тремя основными методами.

### Первый метод

Первый метод снижения погрешности оценки, возникающей по причине невнимания к вышеописанным фактам, а так же из-за выбора несоответствующих фирм-аналогов, осуществляется путем корректировки выборки. В исследованиях на данную тему предлагается группы фирм отбирать по различному сочетанию мультипликаторов и операционных показателей, а затем результаты их оценки сравнивать с реальной рыночной стоимостью. На основе анализа отклонений

полученной оценочной стоимости от реальной можно сделать вывод о корректности и целесообразности использования того или иного сочетания мультипликаторов и необходимости учета темпов роста.

В результате ряда исследований, проведенных различными учеными, было определено, что ошибка оценки значительно снижается, когда выбор по отрасли дополняется показателями отдачи активов, темпов роста и финансового состояния.

При сравнении таких показателей как  $EV/EBITDA$ ,  $P/E$ ,  $P/BV$ ,  $P/S$  и  $EV/S$ , наименьшую ошибку обеспечивает показатель  $EV/EBITDA$  [3]. При этом результат не зависит от участия исследуемых фирм в IPO, финансовых проблем оцениваемых компаний и уровня левериджа. Ошибка становится наименьшей, если отбор аналогов по  $EV/EBITDA$  осуществлялся по их средне-медианному значению.

Кроме того, при использовании показателя  $EV/EBITDA$  требуется корректировка на неоперационные статьи – избыточные денежные средства, операционный лизинг, наличие опционной программы [6]. Корректировка заключается в следующем: избыточные денежные средства, которые не учитываются в  $EBITDA$ , должны быть исключены и из  $EV$ . Долг и активы должны быть увеличены на затраты по лизингу, так как операционный лизинг неравномерно снижает как  $EV$ , так и  $EBITDA$ . Опционы сотрудникам и персоналу необходимо вычесть из  $EBITDA$ , так как  $EBITDA$  фирм, которые не выплачивают опционную программу, неадекватно завышена. Только после данных корректировок могут быть получены достаточно точные результаты.

Следует также отметить, что показатели, основанные на  $EBITDA$ , дают меньшую ошибку по сравнению с показателями, основанными на  $EBIT$ , при учете балансовой стоимости и темпов роста фирм. Это связано с тем, что прибыль не всегда адекватно показывает результативность и эффективность малых компаний, а у крупных компаний существует большое количество проектов, стоимость которых в среднем слабо изменяется.

В ряде других исследований [2], сравнивавших мультипликаторы *EV/S*, *P/E* и *EV/EBIT*, было доказано преимущество показателя *EV/S* при корректировке *EV* на денежные статьи. При оценке по балансовой стоимости погрешность оценки снижается, когда выборка производится по показателю отдачи активов в дополнение к отраслевому выбору. При замене выборки по показателям сектора и размера на показатель отрасли наименьшую ошибку сохраняют мультипликаторы *P/E* и *EV/EBITDA*.

Еще одним интересным результатом исследований [2] стало утверждение, что мультипликаторы, основанные на прибыли, по сравнению с мультипликаторами, основанными на денежных потоках (ДП), дают более точный результат. При использовании таких мультипликаторов важно, чтобы компании были сопоставимы с точки зрения использования ими одинаковых методов признания затрат. Компании не могут быть признаны сопоставимыми, если одна из них использует кассовый метод, а другая – метод начислений, когда к учету принимаются доходы и затраты по факту свершения событий, а не получения или расходования денег.

При выборе фирм-аналогов следует также учитывать, что внимания к темпам роста прибыли и отдачи на вложенный капитал фирмы требуют в основном все мультипликаторы, основанные на показателе прибыли: *P/E*, *EV/EBITDA* и *PEG* (price / earnings to growth). Мультипликатор *PEG* отражает отношение *P/E* и темп роста прибыли и позволяет оценить, что создает стоимость фирмы – высокий *P/E* или же ожидания значительного роста прибыли фирмы. Однако для исключения ошибки из оценки ожиданий при использовании мультипликатора *PEG* требуется сравнение темпов роста оцениваемой компании с фирмами-аналогами. Мультипликатор *EV/EBITDA*, являясь более устойчивым к искажениям, также зависит от ожиданий отдачи на вложенный капитал и темпов роста компании. Данный показатель требует сравнения темпов роста стоимости долга при изменениях в структуре капитала (N. Chadda, R. S. McNish, W. Rehm, 2004, McKinsey & Company).

Наибольшее отклонение при выборках по отрасли или одновременно по отрасли, прибыльности и размеру фирмы, показывают мультипликаторы *P/BV* и *P/S*. В случае включения в выборку фирм из разных государств, помимо темпов роста при выборе фирм-аналогов требуется учитывать такие факторы как методика бухгалтерского учета. Особенно в данной корректировке нуждается показатель *P/BV*.

При использовании показателя *P/S* для того, чтобы избежать неточностей, фирмы из выборки в большинстве случаев должны иметь схожие показатели эффективности или маржи. Для того чтобы мультипликатор *P/S* отражал различия в стоимости, а не в операционной внутренней эффективности фирм, маржи выбранных компаний должны быть близки по значению. Также *P/S* позволяет сравнивать фирмы с отрицательной чистой прибылью, что обуславливает определенные преимущества этого мультипликатора.

### Второй метод

Второй метод повышения точности оценки заключается в корректировке мультипликаторов на поправочный коэффициент. Помимо того, что учет темпов роста прибыли и отдачи на капитал фирмы влияет на точность выбора фирм-аналогов, различия в прогнозах изменения леввериджа, объема прибыли и отдачи на капитал

ведут к отклонению расчетной стоимости от реальной уже после правильного выбора аналогов, так как между фирмами-аналогами сохраняются внутренние различия, требующие корректировки при оценке. В рамках метода корректировки различий между фирмами для снижения неточностей оценки проводится корректировка значений мультипликаторов на поправочный коэффициент, который рассчитывается исходя из ошибки при прогнозах ожиданий. Ошибки, возникающие при использовании мультипликаторов, рассматриваются как результат неточности предсказания темпов роста отдачи на инвестиции, выручки, затрат на исследования и уровня леввериджа. Данный метод повышения точности оценки фирмы с использованием мультипликаторов основан на предположении, что различия между фирмами постоянны во времени и ведут к отклонению оценочной стоимости от реальной [4].

Корректировка финансовых результатов оцениваемой фирмы и ее аналогов проводится посредством построения уравнения регрессии. Это позволяет установить поправочные коэффициенты, на которые затем корректируются полученные мультипликаторы.

Проведенные исследования показывают, что ряд корректировок мультипликаторов на поправочные коэффициенты заметно увеличивает точность сравнительной оценки. Так, при выборе по среднемедианному значению мультипликаторы *P/BV* улучшаются по показателю ошибки с 33,6% до 19,2%. *P/FE* (forecasted earnings) показывает снижение ошибки с 21% до 18,5%. В целом корректировка мультипликаторов на расчетные коэффициенты снижает отклонение от реальной стоимости с 14,2% до 9,4% при выборе наиболее адекватных аналогов.

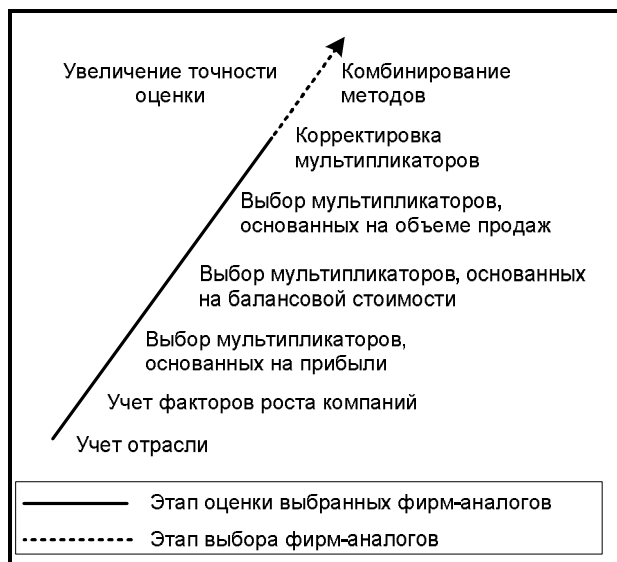
### Третий метод

Третий метод повышения качества оценки комбинирует вышеописанные два. Было определено, что предлагаемый подход к формированию выборки, а именно подбор наиболее схожих фирм-аналогов с включением дополнительных параметров выборки, а также корректировка мультипликаторов на различия между фирмами дают наиболее точный результат. При поправке на финансовые показатели все мультипликаторы изменяются на одинаковую величину и, соответственно, дают приблизительно одинаковую точность оценки. Выбор отрасли при этом не является решающим фактором для качественной оценки [5].

Исследования показали, что на точность сравнительной оценки относительно *DCF* влияет и временная составляющая прогноза. Так, например, дисперсия исторических показателей мультипликатора *P/E* по фирмам к среднеотраслевой была в два раза выше, нежели однолетний прогноз *P/E*. При сравнении отклонений оценки мультипликаторами по медиане исторические данные показывали отклонение в 23%, отклонение при прогнозе на год составило 18% и 16% при прогнозе на два года. При сравнении исторических и прогнозных показателей прибыли по 142 публичным компаниям ошибка относительно результатов *DCF* снизилась с 55% до 43,7% при однолетнем прогнозе и до 28,5% при двухлетнем прогнозе. Одновременно количество фирм, чьи фактические показатели на 15% соответствовали прогнозным, возросло с 15,4% до 18,9% и 36,4% соответственно. Таким образом, оценки, основанные на прогнозных мультипликаторах, бо-

лее близки к торговым ценам, чем оценки основанные на отчете о ДП [6].

В результате сравнительных оценок различных выборок приоритеты выстроились следующим образом. Наибольшую ошибку оценки дает выборка фирм с учетом отрасли, далее точность увеличивается при дополнении критериев выбора аналогов темпами роста и отдачей на капитал. Наилучшие результаты получены при оценке по мультипликаторам, основанным на прибыли, за ними следуют показатели, основанные на балансовой стоимости и продажах (рис. 4).



**Рис. 4. Увеличение точности оценки в зависимости от метода**

Корректировка мультипликаторов на расчетные коэффициенты снижает отклонение от реальной стоимости с 14,2% до 9,4% при выборе наиболее схожих аналогов.

Повышение качества оценки идет в порядке возрастания при изменении подходов к формированию выборки фирм-аналогов, корректировке мультипликаторов на различия между фирмами, а затем использовании гибридного подхода.

## Литература

1. Wei Li, Richard Hoyer-Ellefse «Valuation in emerging Markets» // 2008. Working Paper № UVA-F-1455 Daren Business Publishing University of Virginia [http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=909892](http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=909892)
2. Marc Goedhart, Timothy Koller, and David «Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies», fourth edition, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Wessels Copyright © 2005 McKinsey & Company.
3. Jing Liu, Doron Nissim and Jacob Thomas. «Cash Flow is King? Comparing Valuations Based on Cash Flow Versus Earnings Multiples» // 2002. University of California at Los Angeles, Yale School of Management and Columbia Business School – Department of Accounting [http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=926428](http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=926428)
4. Barbara Fianza University of Macerata «The Valuation by Multiples of Italian Firms» // 2008. Working paper n.14 Università degli Studi di Macerata, Dipartimento di Studi sullo Sviluppo Economico <http://www.unimc.it/sviluppoeconomico/wpaper/wpaper00014/filePaper>
5. Stefan Henschke, Carsten Homburg «Equity Valuation Using Multiples: Controlling for Differences Between Firms» // 2009.

University of Cologne [http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1270812](http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1270812)

6. Nidhi Chadda, Robert S. McNish, Werner Rehm «All P/E's are not created equal» // 2004. McKinsey on Finance Copyright © 2004 McKinsey & Company [http://www.mckinseyquarterly.com/Corporate/Valuation/All\\_PEs\\_are\\_not\\_created\\_equal\\_1522](http://www.mckinseyquarterly.com/Corporate/Valuation/All_PEs_are_not_created_equal_1522)
7. Dragos MINJINĂ «P/E AND P/B Multiples and Company's Financial Structure» // 2008. Scientific Annals of the «Alexandru Ioan Cuza» University of Iasi : Economic Sciences Series. Analele stiintifice ale universitatii „alexandru ioan cuza» DIN IASI <http://www.doaj.org/doi/func=abstract&id=328614>
8. Friedrich Sommer, Arnt Wöhrmann and Andreas Wömpener «Exploring the accuracy of DCF and comparables valuation methods by using ex-post market data as forecasts» // 2009. Working Paper Series. University of Muenster – Accounting Center and University of Muenster <http://papers.ssm.com/sol3/results.cfm?RequestTimeout=5000000>

## Ключевые слова

Корпоративные финансы; фундаментальная стоимость; оценка стоимости компании, оценочные мультипликаторы; повышение точности оценки; корректировка выборки; фирмы-аналоги.

*Еленева Юлия Яковлевна*

*Непринцев Илья Александрович*

## РЕЦЕНЗИЯ

Мировой финансовый кризис заставил инвестиционное сообщество пересмотреть используемые подходы к оценке привлекательности инвестиционных проектов, ужесточив требования к анализу их эффективности. Рациональный инвестор все больше внимания стал уделять не только ожидаемым дивидендам от реализации проекта, но и перспективности проекта: способности развиваться в условиях сжавшегося спроса и замкнутости большинства развитых и развивающихся экономик, а также потенциальной отдаче при каждом из возможных вариантов развития событий. В финансовом менеджменте серьезной проблемой является быстрая принятие инвестиционных решений при одновременной необходимости всестороннего анализа рассматриваемых проектов. В этой связи статья Еленевой Ю.Я. и Непринцева И.А., посвященная оценке инвестиционной привлекательности фирм и отражающая основные требования, которые предъявляются в текущих условиях к содержанию инвестиционных проектов, является весьма актуальной.

Анализ существующих методик оценки стоимости компаний и сопутствующих им ошибок, подкрепленный практическими примерами и теоретическим материалом, потребовал от авторов изучения основных направлений оценки стоимости компаний, что является одним из весьма интересных моментов данной статьи.

Отдельного внимания заслуживает подробное рассмотрение работ западных исследователей в области точности оценки компаний методом мультипликаторов.

Представленный авторами анализ позволяет утверждать, что при определенных корректировках мультипликаторов точность их оценки не уступает другим методам оценки, но и может превышать их точность. Результаты, полученные в процессе анализа исследований зарубежных авторов, определяют практическую значимость работы.

Статья содержит глубокий анализ, выполнена на высоком уровне, представляет новый интересный материал, который может быть полезен всем, кто изучает вопросы оценки бизнеса, управления корпоративным имуществом, стратегического менеджмента, а также рассматривает сложившуюся практику в соответствующих областях. Рекомендую статью к публикации.

*Бадалова А.Г. д.э.н., профессор (Московский авиационный институт – Технический университет)*

## 9.2. VALUATION WITH MULTIPLICATORS: FOREIGN EXPERIENCE AND PRACTICE

J.J. Eleneva, Doctor of Economics,  
Head of a Chair «Financial Management»;  
I.A. Neprintzev, PhD Researcher

MSTU «Stankin»

## Literature

9. Wei Li , Richard Hoyer-Ellefse «Valuation in emerging Markets» // 2008. Working Paper №UVA-F-1455 Daren Business Publishing University of Virginia [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=909892](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=909892)
10. Marc Goedhart, Timothy Koller, and David Wessels «Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies», fourth edition, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Wessels Copyright © 2005 McKinsey & Company.
11. Jing Liu, Doron Nissim and Jacob Thomas. «Cash Flow is King? Comparing Valuations Based on Cash Flow Versus Earnings Multiples» // 2002. University of California at Los Angeles, Yale School of Management and Columbia Business School – Department of Accounting [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=926428](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=926428)
12. Barbara Fidanza University of Macerata «The Valuation by Multiples of Italian Firms» // 2008. Working paper n.14 Università degli Studi di Macerata, Dipartimento di Studi sullo Sviluppo Economico <http://www.unimc.it/sviluppoeconomico/wpaper/wpaper00014/filePaper>
13. Stefan Henschke, Carsten Homburg «Equity Valuation Using Multiples: Controlling for Differences Between Firms» // 2009. University of Cologne [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1270812](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1270812)
14. Nidhi Chadda, Robert S. McNish, Werner Rehm «All P/Es are not created equal» // 2004. McKinsey on Finance Copyright © 2004 McKinsey & Company. [http://www.mckinseyquarterly.com/Corporate\\_Finance/Valuation/All\\_PEs\\_are\\_not\\_created\\_equal\\_1522](http://www.mckinseyquarterly.com/Corporate_Finance/Valuation/All_PEs_are_not_created_equal_1522)
15. Dragos MÎNJINĂ «P/E AND P/B Multiples and Company's Financial Structure» // 2008. Scientific Annals of the «Alexandru Ioan Cuza» University of Iasi : Economic Sciences Series. Analele științifice ale universității „alexandru ioan cuza» DIN IASI <http://www.doaj.org/doi?func=abstract&id=328614>
16. Friedrich Sommer, Arnt Wöhrmann and Andreas Wömpener «Exploring the accuracy of DCF and comparables valuation methods by using ex-post market data as forecasts» // 2009. Working Paper Series. University of Muenster – Accounting Center and University of Muenster <http://papers.ssrn.com/sol3/results.cfm?RequestTimeout=50000000>

## Keywords

Corporate finance; fundamental value; company valuation; valuation multiples; valuation accuracy increasing; peer group comparison correction; peer companies