

### 3.11. СПРАВЕДЛИВАЯ ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ВРЕМЕННО-УБЫТОЧНЫХ КОМПАНИЙ

Недосекин А.О., д.э.н., к.т.н., академик МАНЭБ,  
координатор инвестиционно-консалтинговой  
сети IFEL RUS, проф. кафедры  
управления финансами;  
Абдулаева З.И., организационный  
консультант, ст. преподаватель кафедры  
экономической теории

Северо-западный государственный  
заочный технический университет

В условиях отрицательного **ROE** оценка стоимости бизнеса невозможна. В этом случае стоимость бизнеса связана со стоимостью его успешных изменений, при которых:

- часть средств остается на руках у прежних владельцев;
  - часть средств идет на покрытие накопленного убытка, с восстановлением положительного собственного капитала;
  - часть средств идет на финансирование успешных изменений.
- Разница между стоимостью реновированного бизнеса и стоимостью изменений – это современная стоимость временно-убыточного бизнеса.

#### ВВЕДЕНИЕ

В [2, 4, 7] мы предложили две методики оценки стоимости компаний. Одна из них носит массовый характер (с использованием объектов-аналогов), другая – индивидуальный (с учетом рисков и шансов конкретной компании). Но все эти методики, в качестве базового допущения, предполагают прибыльность компании и положительность ее собственного капитала (СК). Но что же делать, когда эти стартовые условия не выполняются?

Если СК компании отрицательный, и сравнительно долгое время компания является убыточной, то по факту компания является банкротом, и оценивать ее резона нет – поскольку инвестиции в компанию-банкрот являются иррациональными. Если новый покупатель хочет возродить бизнес под старым брендом, то он покупает компанию за смехотворную номинальную сумму, дабы сделка купли-продажи носила формально-возмездный характер. Так было после нашумевшего случая с мошенничеством брокера Н. Лиссона в 1995 г., когда группа ING купила банк Barings за один фунт стерлингов. Или взять недавний пример Глобэкс-банка, приобретенного за 5 тыс. руб. Внешэкономбанком в 2008 г.

Мы не будем рассматривать случаи явного банкротства, когда приобретение компании-банкрота решает рыночные задачи холдинга, проводящего поглощение. Здесь нас будут интересовать случаи временной (поправимой) убыточности, когда у покупателя бизнеса есть план реструктуризации бизнеса и его рыночного перепозиционирования.

Временно-убыточный бизнес по своим рыночным свойствам напоминает реальный опцион, стоимость которого есть стоимость шансов вернуть прибыльный бизнес (и соответствующий чистый денежный поток в будущем). Чем дольше по срокам убыточна компания, чем меньше у нее осталось собственных средств, тем ниже шансы на успех. Оценка стоимости бизнеса в этом случае вращается вокруг номинальной балансовой оценки собственного капитала (соотношение price-to-equity **PB** = 1). Чем ближе компания к точке невозврата (к банкротству), тем выше дисконт на СК:

$$\text{Value} = \text{CK} * (1 - \text{Discount}), \quad (1)$$

где

**Value** – оценка стоимости бизнеса;

**Discount** – процент дисконта.

Для компаний-банкротов **Discount = 100%**.

Посмотрим, как оцениваются временно-убыточные рыночные компании на биржах США, используя инструмент Finan-

cial Visualizations [7]. Поставим следующий фильтр (измерение проводится 30 ноября 2011 г.):

**Value** ≤ 50 млн. долл. (наноразмер рыночного капитала):

**ROE** < 0;

**PS** < 4;

**PB** < 2.

(2)

Здесь

**PS** – price-to-sales ratio, соотношение капитализации бизнеса и годовой выручки,

**PB** – price-to-book ratio, соотношение капитализации бизнеса и его балансовой стоимости собственного капитала.

Поскольку на прибыль в оценке мы больше не можем ориентироваться, то приходится ориентироваться на выпуск. В фильтр попали 320 рыночных компаний, выборка сведена в файл [6]. Оценка корреляции рядов **Value**, **PS**, **PB** дает:

$$\rho(\text{Value}, \text{PS}) = 0.26;$$

$$\rho(\text{Value}, \text{PB}) = 0.27;$$

$$\rho(\text{PS}, \text{PB}) = 0.42.$$

(3)

Полученные данные говорят о том, что регрессия между тремя wybranными факторами отсутствует, и существует определенный произвол в оценке убыточных компаний. Хорошо капитализированные компании могут иметь слабые фундаментальные характеристики, и наоборот. Это и неудивительно, поскольку прибыльность рождает определенность, и там, как видно из [2, 4], регрессия возникает, причем весьма сильная (более 0,9 по уровню корреляции соответствующих рядов).

Еще бесперспективнее обстоят дела, когда мы пытаемся нащупать связь **PB** с фундаментальными характеристиками типа **ROE** (return on equity, отдача на собственный капитал), **DE** (debt-to-equity, соотношение заемного и собственного капитала, финансовый рычаг), **GM** (gross margin, маржинальная рентабельность; в русских обозначениях проходит как **MP**) [6]:

$$\rho(\text{PB}, \text{ROE}) = -0.02;$$

$$\rho(\text{PB}, \text{DE}) = -0.18;$$

$$\rho(\text{PS}, \text{GM}) = 0.02.$$

(4)

Значит, лобовая попытка оценивать убыточный бизнес, отталкиваясь от его ключевых фундаментальных характеристик, к успеху не приводит. Нужно искать другой подход к формированию устойчивой оценки.

#### 1. СТРАТЕГИЧЕСКОЕ ЗНАЧЕНИЕ ФОРМУЛЫ ДЮПОНА

Трехфакторная формула Дюпона представляет собой раскрытие комплексного фактора **ROE** по трем ключевым составляющим:

$$\text{ROE} = \text{ЧП} / \text{СК} = (\text{ЧР} / \text{ВД}) * (\text{ВД} / \text{П}) * (\text{П} / \text{СК}) = \text{ЧР} * \text{ОБП} * (1 + \text{ФР}), \quad (5)$$

где

**ЧП** – чистая прибыль в годовом выражении;

**ЧР** – чистая рентабельность, %;

**ВД** – выручка без НДС;

**П** – средневзвешенный размер пассивов по балансу за период оценки;

**ФР** = **ЗК** / **СК** – финансовый рычаг;

**ЗК** – заемный капитал;

**ЗК** + **СК** = **П**.

Фактор чистой рентабельности (**ЧР**) отвечает за итоговый Результат бизнеса – за его взаимоотношения с Ключевыми игроками (внутренними и внешними). Чистая прибыль и **ROE** – это отражение такого результата, Эффект (в смысле модели Дилтса-Гринфельда [1]). Если бизнесу удастся найти свое место под солнцем и выстроить сбалансированные отношения с клиентами, поставщиками, банками и т.д., то добавленная стоимость, которую создает бизнес, будет оценена соответствующим уровнем прибыли. И все активы, кото-

рые сосредоточит бизнес, будут эффективно использоваться при создании этой стоимости. Если отношения не заладились (клиент отжимает бизнес по цене вниз, а поставщик – по цене вверх), «маржинальные клещи» сжимаются, следствием чего является чистая убыточность, и  $ЧР < 0$ .

Финансовый рычаг (**ФР**) – это фактор, отвечающий за мобилизацию источников финансирования (за ресурс в смысле модели Дилтса-Гринфельда). Если макроэкономическая обстановка стабильна, а рыночная – перспективна, возникает сильный соблазн использовать соответствующие шансы и сыграть на рычаге, привлекая заемный капитал поверх собственного. Если рынок идет вверх, и платежеспособный спрос на конечную продукцию обеспечен, тогда возникает положительный эффект от рычага: заемщик «сбивает масло» на чужих деньгах. Если все наоборот, и рынок в кризисе, идет массовое сжатие промежуточного платежеспособного спроса, уценка товаров и снижение оборачиваемости всех видов активов и пассивов (замораживание деловой жизни предприятия). В этом случае финансовый рычаг начинает бить обратным концом прямо по голове заемщика, рычаг превращается в грабли. Товары не продаются, поэтому кредит или займ вернуть невозможно. Возникает эффект паразитной начисляемых процентов; как следствие, эти проценты съедают всю операционную прибыль, и опять возникает убыточность. Так неправильно сформированный ресурс начинает вызывать негативный результат (ошибка в стратегии финансирования бизнеса).

Оборачиваемость пассивов (**ОБП**) – фактор, который оказывается на стыке между ресурсами и результатами. С одной стороны, в нем участвует масса привлеченного капитала (ресурс). С другой стороны, показатель отражает успешность работы с этим ресурсом и эффективность соответствующих деловых процессов. Все процессы бизнеса можно разбить на два класса: фронтэнд (front-end) – взаимодействие с ключевыми игроками вне бизнеса и внутри его, и бэкфис (back-office) – производство товара или услуги во внутреннем круге бизнеса. Выручка – это эффект, заработанный на взаимоотношениях во фронтэнде (следствие результата). В свою очередь фронтэнд базируется на бэкфисе, используя его как собственный ресурс. Если нормальных отношений с ключевыми игроками нет, выручка снижается. Такое сжатие с неизбежностью должно вызывать и сжатие ресурсной базы, иначе **ОБП** станет критически низким. Но здесь есть то затруднение, что ресурсы сжиматься не хотят.

- Активы ликвидировать невозможно (нет товарной ликвидности);
- работники увольняться не желают (в кризисные времена их никто нигде не ждет).
- Пассивы не дивестируются (нечем), сжатие оргструктуры и обеднение процессов может вызвать необратимую деградацию бизнеса в целом и еще больше осложнить сбыт.

Возникает порочный круг, петля положительной обратной связи. Есть стойкий симптом: практически все убыточные компании изрядно закредитованы, а их пассивы – очень плохо оборачиваются.

Разумеется, факторы **ЧР**, **ОБП** и **ФР** находятся в очень тесной причинно-следственной зависимости, и не всегда возможно однозначно разглядеть, что выступает причиной, а что следствием; всякий раз это складывается по-разному. Все зависит от фокусировки внешних воздействий на бизнес со стороны внешней среды. Например, кризисные сценарии, прежде всего,

ударяют по результату (сжатие платежеспособного спроса). Это вызывает одновременный удар по **ЧР** и **ОБП**, не задевая **ФР**, причем снижение **ОБП** становится одной из причин снижения **ЧР**, наряду со снижением маржинальной рентабельности (**ГМ**). Наоборот, во времена рыночного ралли **ФР** становится первым драйвером роста **ЧР**, за счет мобилизации ресурсов; если Ресурсы мобилизованы грамотно, то выручка растет одновременно с активами или чуть быстрее, и **ОБП** не изменяется в широких пределах.

Соответственно, стратегия перехода от временно-убыточного к прибыльному состоянию бизнеса – это модификация его структурных пропорций, разворот корабля бизнеса носом по ветру и подымание нужных парусов. Если невозможно обеспечить надлежащий уровень продаж в традиционных сегментах бизнеса, нужно искать новые сегменты, конкурируя с традиционными игроками на других территориях, развивая новые продукты и открывая новые рыночные ниши (концепция «голубого океана» [8], как следствие – рост **ГМ** и **ЧР**). Если в условиях ожесточенной конкуренции не удастся перепозиционироваться и сформировать уникальное предложение для клиентов, с их сужившимися потребностями и возможностями, то ничего не остается, кроме как сжимать ресурсную базу: ликвидировать дебиторскую задолженность, продавать (даже и с убытком для себя) активы и рассчитываться с банками. Вариант: можно попробовать потянуть время, договориться о реструктуризации долгов и дожидаться лучших времен для бизнеса. Но лучшие времена могут и не наступить, а убыток будет неизбежно копиться. Однажды точка невозврата будет пройдена.

Таким образом, мы наблюдаем сегодняшнее Проблемное состояние 1 компании как вектор характеристик (**ЧР<sub>1</sub>**, **ОБП<sub>1</sub>**, **ФР<sub>1</sub>**, **СК<sub>1</sub>**, **ROE<sub>1</sub>**) – и проектируем желательное состояние 2 компании как вектор тех же характеристик (**ЧР<sub>2</sub>**, **ОБП<sub>2</sub>**, **ФР<sub>2</sub>**, **СК<sub>2</sub>**, **ROE<sub>2</sub>**). И должно одновременно выполняться:

$$\begin{aligned} ЧР_2 > ЧР_1; ОБП_2 > ОБП_1; ФР_2 < ФР_1; СК_2 > СК_1; \\ ROE_2 > ROE_1; ЧР_2 > 0; ROE_2 > 0. \end{aligned} \quad (6)$$

Но, чтобы провести антикризисные преобразования, нужны инвестиции.

## 2. ИНВЕСТИЦИИ В УБЫТОЧНЫЙ БИЗНЕС И ОЦЕНКА ИХ ПОСЛЕДСТВИЙ

Всего усматривается три основных направления для инвестирования в процесс перехода из проблемного состояния бизнеса в желательное состояние:

- **Inv<sub>1</sub>** – выкуп бизнеса у его нынешних собственников по справедливой цене. Это и есть искомое **Value<sub>1</sub>** – справедливая стоимость бизнеса на момент его приобретения. Соответствующие денежные средства в бизнес не попадают, а оседают на руках у его бывших хозяев. Но нужны и еще средства.
- **Inv<sub>2</sub>** – рост **ОБП**. Необходимо произвести инвентаризацию всех активов и избавиться от излишков, даже ценой убытков. Здесь речь идет как о распродаже активов, так и о переуступке проблемной дебиторской задолженности коллекторским агентствам. Денежные средства нужны для расчетов с банками и для погашения тела кредита (минимизации **ЗК**). Эта же мера направлена на снижение **ФР**. Собственно, **Inv<sub>2</sub>** – это размер покрытых ликвидационных убытков. Здесь также важно, чтобы было достигнуто соглашение о реструктуризации долгов, с переводом краткосрочных кредитов банков в долгосрочные с отложением выплат по основному долгу.

- $Inv_3$  – максимизация  $ЧП$ . Это сумма инвестиций в новую стратегию продвижения продукта и в исследования, связанные с производством нового товара и оказанием новой услуги.

Итого  $Inv = Inv_1 + Inv_2 + Inv_3$  – это совокупная инвестиция в бизнес, осуществляемая его новым владельцем, при этом наблюдается рост собственного капитала бизнеса  $СК$  до размера

$$СК_2 = СК_1 + Inv_2 + Inv_3 + \Delta ЧП, \quad (7)$$

где

$\Delta ЧП$  – чистая нераспределенная прибыль (убыток) компании за период антикризисных мероприятий; и снижение размеров заемного капитала

$$ЗК_2 = ЗК_1 - ТА, \quad (8)$$

где  $ТА$  – ликвидационная стоимость «токсичных» активов.

В результате произведенных инвестиций  $Inv_3$  в продвижение возникает рост годовой выручки бизнеса без НДС до значения  $ВД_2 > ВД_1$  и чистой годовой прибыли до значения  $ЧП_2 > ЧП_1$ , в соответствии с планом стратегических антикризисных изменений. Тогда новые параметры бизнеса:

$$ЧР_2 = ЧП_2 / ВД_2;$$

$$ОбП_2 = ВД_2 / (СК_2 + ЗК_2);$$

$$\Phi P_2 = ЗК_2 / СК_2, \quad (9)$$

а  $ROE_2$  определяется на основе (9) по формуле Дюпона (5).

Соответственно будущая стоимость бизнеса по результатам проведенных антикризисных изменений будет составлять:

$$Value_2 = (7...10) * СК_2 * ROE_2, \quad (10)$$

где (7...10) – справедливое соотношение price-to-earnings ratio ( $PE$  – соотношение «стоимость-прибыль», в искаженном употреблении – «цена-доход») для макроэкономических условий Российской Федерации и для предприятий малого и среднего бизнеса, на ближайшую рыночную перспективу [3, 5].

Аналогичное соотношение в этом же рыночном сегменте для США составляет 13 [2]. В (10) используется интервальная форма  $PE$ .

### 3. ТРЕБОВАНИЯ НОВОГО ВЛАДЕЛЬЦА БИЗНЕСА К СОБСТВЕННЫМ ИНВЕСТИЦИЯМ

Чтобы принять решение о приобретении временно-убыточного бизнеса, новый его владелец должен оценить ожидаемую эффективность инвестиций и сопряженные с этими инвестициями риски потери вновь инвестированного капитала – риск того, что программа антикризисных изменений провалится, а все новые вложения будут съедены убытками.

Инвестор вправе нормировать эффективность бизнеса в двух проекциях:

Отдача на инвестированный капитал  $ROIC$  – требование текущей доходности. Например, если собственник устанавливает, что вложения должны вернуться к нему за 5 лет в форме чистой прибыли без учета фактора дисконтирования чистых денежных потоков, то это означает:

$$ROIC = ЧП / Inv > 20\% \text{ годовых.} \quad (11)$$

Требование (11) должно соблюдаться во всех периодах чистой прибыльности бизнеса после его реструктуризации.

- Требование на рост капитализации – требование конечной доходности. Необходимо, чтобы сделанные инвестиции вызвали кратный рост стоимости бизнеса:

$$(Value_2 - Value_1) / Inv > k, \quad (12)$$

где  $k$  – рациональное требование собственника на прирост капитализации по результатам проведения антикризисных мероприятий (рычаг стоимости),  $k > 1$ . Если рассмотреть виртуальный проект, в котором объем собственного капитала будет  $Inv$ , а стоимостью – добавленная стоимость ( $Value_2 - Value_1$ ), то рациональным, в соответствии с (10), будет соотношение:

$$(Value_2 - Value_1) = Inv * ROE_2 * (7...10), \quad (13)$$

отсюда

$$k = (7...10) * ROE_2. \quad (14)$$

Тогда выполняется требование к первоначальной собственности бизнеса:

$$Value_1 < Value_2 - Inv * ROE_2 * 10 = \\ = (СК_2 - Inv) * ROE_2 * (7...10). \quad (15)$$

Можно также записать следующее соотношение:

$$Value_2 = Value_1 + Inv + Option, \quad (16)$$

где  $Option$  – стоимость реального опциона, который получает (выигрывает) инвестор, если его ожидания по росту стоимости оправдываются. Если ожидания не оправдываются, то стоимость опциона становится отрицательной.

Если бизнес на момент покупки обладает отрицательным собственным капиталом, то требование рычага на уровне (12) оказывается напряженным. Это требование следует заменить более мягким требованием исполнения опциона:

$$Value_2 = Inv + Option. \quad (17)$$

Естественно, предельный риск инвестора ограничивается объемом инвестиций  $Inv$ . Если компания выходит на банкротство, то внутренняя стоимость опциона равна стоимости инвестиций со знаком минус:  $Value_2 = 0$ . В соответствии с золотым правилом инвестирования, чем больше риска, тем выше требуемая инвестором ожидаемая положительная стоимость опциона.

### 4. ПРИМЕР ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ВРЕМЕННО-УБЫТОЧНОГО БИЗНЕСА

На продажу предлагается бизнес со следующими параметрами по 2011 г.:

- $ВД_1 = 297$  млн. руб.;
- $GM_1 = 73$  млн. руб.;
- $EBITDA_1 = 11$  млн. руб.;
- $ЧП_1 = -25$  млн. руб.;
- $СК_1 = -22$  млн. руб.;
- $A_1 = П_1 = 320$  млн. руб.

Стратег (новый инвестор) заходит в бизнес с намерением перевести его в прибыльное состояние. В 2012 г. он ожидает следующих результатов:

- $ВД_2 = 300$  млн. руб.;
- $GM_2 = 90$  млн. руб.;
- $EBITDA_2 = 40$  млн. руб.;
- $ЧП_2 = 12$  млн. руб.

Для этого он планирует совершить инвестицию в суммарном размере  $Inv = 100$  млн. руб. Стартовое предложение, исходящее от стратега старым владельцам бизнеса, следующее:

- стоимость 100% бизнеса эскизно оценивается Стратегом на уровне  $Value_1 = 40$  млн. руб. (50% на входе в покупку и еще 50% через три года);
- после первого платежа стратег доносит в резервный капитал бизнеса 60 млн. руб. в целях образования положительного собственного капитала и замещения ряда заемных пассивов собственными средствами. По мере возникновения годовой чистой прибыли, он дивестирует ее, одновременно снижая размер резервного фонда на этот объем;
- суть совершаемых антикризисных преобразований – рост производительности труда персонала, избавление от токсичных и неэффективных для бизнеса активов, замещение заемного капитала собственным, повышение уровня отдачи от внеоборотных активов.

Таким образом, прогнозный баланс бизнеса в конце 2012 года составляет:

- $CK_2 = -22 + 60 + 12 = 50$  млн. руб.;
- $ЗК_2 = 280$  млн. руб.,  $\Phi P_2 = 5,6$ .

Рычаг великоват, но довести его до рационального уровня пока нет возможности (все слишком запущено). В 2013 г. ожидается удвоение чистой прибыли и, соответственно, **ROE** (при фиксированном **СК**). В этот момент и планируется оценить стоимость бизнеса и эффективность реструктуризации. Бизнес становится устойчиво-прибыльным и получает положительный собственный капитал, что делает возможным оценку его стоимости по формуле (10) на уровне

$$Value_2 = (7...10) * 50 * 24 / 50 = 148...240 \text{ млн. руб.}$$

Использование формулы (17) дает следующую интервальную оценку внутренней стоимости реального опциона:

$$Option = (148...240) - 100 = (48...140) \text{ млн. руб.}$$

Прежние владельцы бизнеса могут обидеться и заявить, что стратег отжимает их от денег на входе, снимая жирные сливки на результатах перекройки бизнеса. На эту риторику найдется контр-риторика: если вы такие умные, доставайте из кармана 60 млн. руб. и проводите преобразования сами. Но вы уже доказали свою несостоятельность в бизнесе и привели свою компанию на уровень банкротства. Вы закредитованы под завязку, поэтому новых кредитов на перестройку вам никто не даст. Поэтому вы либо принимаете предложенные условия, либо нет. Время работает на стратега; каждый день для бизнеса в текущем состоянии – это новые непокрытые убытки. По мере роста убытков растет и сговорчивость.

Если бизнес планирует выходить на уровень **ROIC = 24%** годовых (как в 2013 г.), то простой срок окупаемости вложений в бизнес составляет порядка 4 лет. Это вполне вписывается в ковенанту по текущей доходности, задаваемую соотношением (11). Чем меньше срок окупаемости, тем меньше рисков для стратега.

*Недосекин Алексей Олегович*

*Абдулаева Зинаида Игоревна*

## Литература

1. Модель Дилтса-Гринфельда (презентация). [Электронный ресурс]. URL: <http://sedok.narod.ru/Dilts.ppt>.
2. Недосекин А.О. Нечеткая модель для оценки справедливой стоимости рыночных и нерыночных компаний [Текст] / А.О. Недосекин, З.И. Абдуллаева // Аудит и финансовый анализ. – 2012. – №2.
3. Недосекин А.О. Сколько стоят российские акции [Текст] / А.О. Недосекин // Управление финансовыми рисками. – 2005. – №1. – С. 76-83.
4. Недосекин А.О. Учет рисков и шансов при оценке стоимости компаний [Текст] / А.О. Недосекин, З.И. Абдуллаева // Аудит и финансовый анализ. – 2012. – №2.
5. Недосекин А.О. Эффективность инвестиций на российском фондовом рынке в 2005 г. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.ifel.ru/br4/2.pdf>.
6. Статистика измерений от 30 ноября 2011 г. [Электронный ресурс]. URL: <http://an.ifel.ru/xls/V3.xls>.
7. Financial visualizations tool. URL: [http://finviz.com/screener.ashx?v=121&f=cap\\_nano,fa\\_pb\\_u2,fa\\_ps\\_u5,fa\\_roe\\_neg&ft=2&o=-pb&r=1](http://finviz.com/screener.ashx?v=121&f=cap_nano,fa_pb_u2,fa_ps_u5,fa_roe_neg&ft=2&o=-pb&r=1).
8. Kim C., Mauborgne R. Blue ocean strategy. Harvard Business School Press. 2005.

## Ключевые слова

Стоимость бизнеса; нечеткие множества; регрессионный анализ; отдача на собственный капитал (ROE); коэффициент рыночной переоценки собственного капитала (PB); отношение «цена-доход» (PE); инвестиции.

## РЕЦЕНЗИЯ

Данная статья продолжает исследование, намеченное в статьях тех же авторов «Нечеткая модель для оценки справедливой стоимости рыночных и нерыночных компаний» и «Учет рисков и шансов при оценке стоимости компаний».

Методы двух предыдущих работ дают результат только при условии сохранения компанией положительного собственного капитала и положительной чистой прибыли на перспективу нескольких ближайших лет. Если это не так, и компания стоит перед угрозой банкротства, в анализ стоимости должны попадать дополнительные содержательные гипотезы. В работе делается акцент на том, что компания может получить оценку стоимости, если ее убыточность носит временный характер (выправляется). Тогда необходимо сформировать допущения об антикризисных мероприятиях. К таким мероприятиям, в частности, относится вхождение в бизнес нового стратегического инвестора, который способен осуществить поглощение (выкупить акции у прежних владельцев), погасить убытки прошлых лет и осуществить дополнительное инвестирование в бизнес, в целях проведения антикризисных мер. При этом устанавливается, что отдача на вложения нового собственника будет рациональной (инвестиции окупятся в пределах 4-5 лет).

Получены соотношения, на основе которых можно оценить рациональную (справедливую) стоимость выкупа бизнеса у прежних владельцев. Это и есть текущая стоимость временно-убыточного бизнеса. Значимость полученного исследования доказывается его апробацией в реальном проекте, когда удалось предложить владельцам компании справедливые условия выкупа, оцененные на основе данной статьи, и эти условия были приняты (ООО «Тяфлекс», г. Казань, выкуп производится ОАО «Базис-Инвест-Холдинг»).

Все выводы и количественные результаты, приведенные в работе, легко проверяются и являются новыми. Содержание статьи оригинально и не копирует ранние исследования, в том числе исследования самих авторов. Материал не содержит государственных тайн и коммерческих секретов третьих сторон.

Считаю, что статья может быть опубликована в открытой научной печати.  
Афанасьева Н.В., д.э.н., зав. кафедрой экономической теории, профессор по научной работе, Северо-западного государственного заочного технического университета