

БИЗНЕС ОЦЕНЯВАНЕ

доц.д-р Виолета Касърова

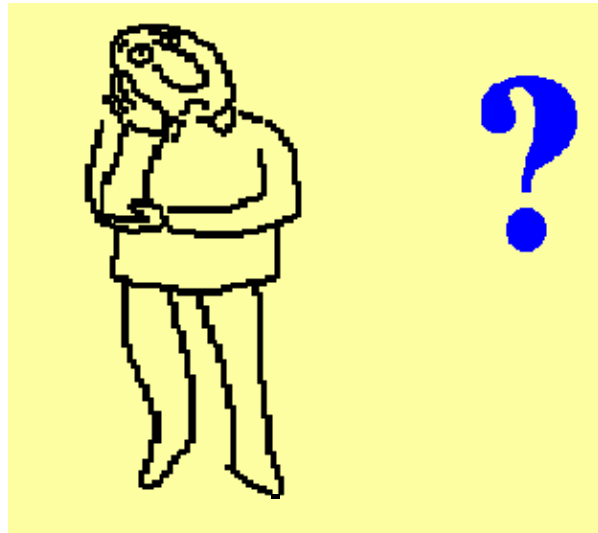


(депозиран ръкопис в ЦНТБ № 168/2008)

ОСНОВНИ ТЕМИ

- 1) Философия на оценката
- 2) Основни понятия в оценката на бизнеса
- 3) Разходен подход в оценката на бизнеса
- 4) Пазарен подход в оценката на бизнеса
- 5) Доходен подход в оценката на бизнеса
- 6) Примерни задачи за оценка:
 - по метода на дисконтираните парични потоци
 - по метода на чистата стойност на активите
 - по сравнителния подход
 - на банка по метода на капиталовия пазар

ФИЛОСОФИЯ НА ОЦЕНКАТА



ФИЛОСОФИЯ НА ОЦЕНКАТА

Оценката на всеки обект на собственост представлява целенасочен процес, подчинен на определени правила и закони.

!!! ПАЗАРНАТА ОЦЕНКА РАЗГЛЕЖДА ПРЕДПРИЯТИЕТО КАТО СЪВКУПНОСТ ОТ ПРАВА, ЗАДЪЛЖЕНИЯ И ФАКТИЧЕСКИ ОТНОШЕНИЯ

ОЦЕНКАТА ОБХВАЩА:

- Имуществото на предприятията като съвкупност от материални и нематериални активи.
- Задълженията на предприятието, свързани с възпроизводството му.
- Способността на предприятието, функционирайки, да генерира доход с отчитане на фактора време и равнището на риска.
- Икономическите отношения, възникващи по повод реализиране на правата на собственост върху предприятието и разпределението на генерирания от него доход в условията на конкретен пазар.
- Имиджът на предприятието, определен от пазарното му положение, конкурентоспособност, клиенти, неосезаеми активи.

ФИЛОСОФИЯ НА ОЦЕНКАТА

- Всяка стока има своя цена, съответстваща на нейната полезност. За бизнеса долната граница на цената е равна на ликвидационната стойност на активите, а горната граница се формира от текущата стойност на бъдещите доходи.
- Кръгът на потенциалните инвеститори (вероятните купувачи) е неограничен и всички те действат изключително от съображения за икономическа целесъобразност. Поради това за финализиране на успешната продажба е необходимо пазарната оценка да бъде правилна, а не точна.
- В оценката не всички параметри могат да се представят чрез цифрите. Много данни се основават на интуицията и субективното възприемане на обекта от оценителите.

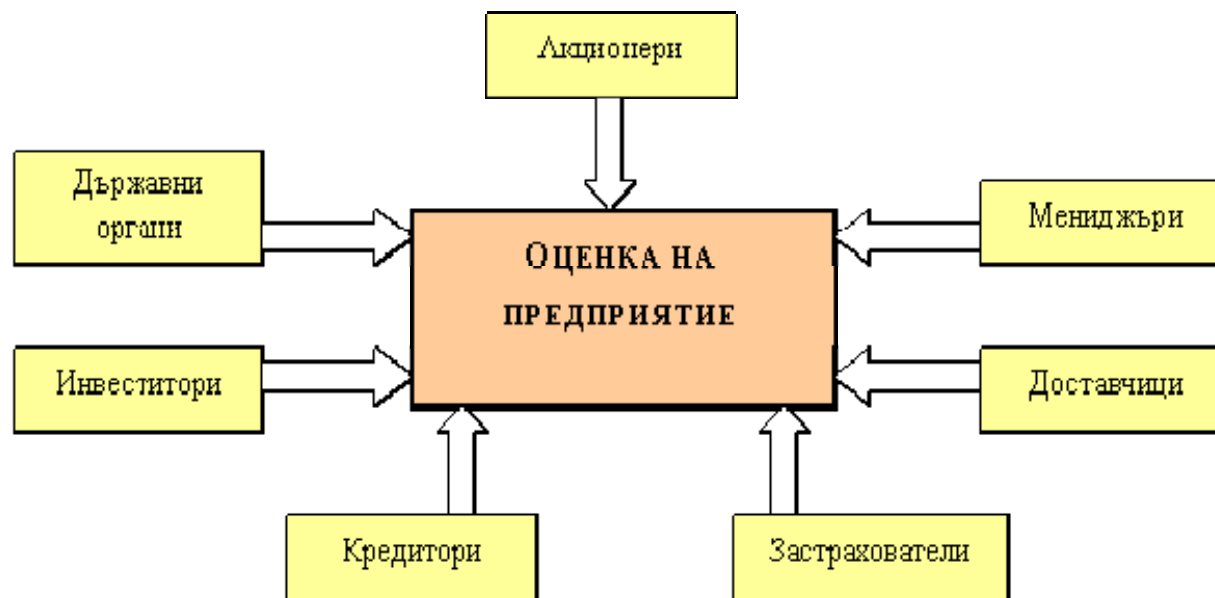
ПОВОДИ ЗА ОЦЕНКА НА ПРЕДПРИЯТИЕТО

- ❑ Приватизация на държавни и общински предприятия – покупко-продажба на предвидените за приватизация предприятия
- ❑ Сливане или поглъщане на едно предприятие от друго – необходимо е да се оцени всяко едно от участващите в бизнес комбинацията предприятия, за да може на основата на оценките им да се издадат акции (дялове) на една фирма срещу акции (дялове) на друга фирма
- ❑ Създаване на смесени предприятия – оценката е необходима, за да се определи делът на притежателя му в смесеното предприятие
- ❑ Увеличаване на уставния (дяловия) капитал – чрез продажбата на нови акции или дялове. Оценката в този случай е необходима за определяне на емисионната стойност на новите акции (дялове) от капитала

ПОВОДИ ЗА ОЦЕНКА НА ПРЕДПРИЯТИЕТО

- ❑ Наследяване на предприятия – оценката се налага за определяне данъка върху наследството
- ❑ Експертиза за ръководството – за оценяване на изменението на богатството на собствениците
- ❑ Застраховане
- ❑ Рефинансиране или използване на предприятието като залог (гаранция, обезпечение) по заем
- ❑ Ликвидация на предприятието
- ❑ Оценка за съдебни цели
- ❑ Оценка за данъчни цели

ПОТРЕБИТЕЛИ НА ОЦЕНКАТА



ЛИЦА, ЗАИНТЕРЕСОВАНИ ОТ ПАЗАРНАТА ОЦЕНКА

Заинтересовани страни	Причини за интерес към оценката
Собствениците	Влагат капитал в компанията с цел бъдещи доходи от дейността.
Мениджърите	Съблюдавайки интересите на собствениците, се стремят към повишаване на собствените си доходи.
Стратегически инвеститори	Очакват дългосрочна възвращаемост. Интересуват се да получат доход от вложените средства в компанията.
Персонал	Търсят възможности за бъдещо развитие и по-високи доходи.
Кредитори/банки	Интересуват се от потенциална на компанията да генерира паричен поток за да изплаща лихвите и главницата по кредитите.
Държавата	Заинтересована компанията да се развива и да плаща по-високи данъци.

ЦЕЛИ НА ОЦЕНКАТА

Целта на оценката е от изключително значение за избора на оценителски метод

Целта зависи от:

- Предназначението на оценката
- Потребителите на оценката

Субекти и цели на оценката

Субект на оценката	Цели на оценката
Предприятие (като юридическо лице)	Обезпечение на икономическа безопасност
	Разработване на план за развитие на предприятието
	Емисия акции
	Оценка на ефективността на мениджмънта
Собственик/ акционер	Избор на вариант за разпределяне на собствеността
	При реструктуриране и създаване на обединителни и разделителни балансови отчети
	За покупко-продажба на предприятието или части от него
	За установяване на размера на дълга при ликвидация на предприятието
Кредитни институции	Проверка на финансовата дееспособност на кредитоискателя
	Определяне на размера на сумата, която може да се отпусне на кредитоискателя
Фондови борси	Проверка на котировките и цените на ценните книжа
Инвеститори	За проверка целесъобразността на инвестиционните вложения
	Определяне на допустимата цена за покупка на предприятие с цел включване в инвестиционен проект
Държавни органи	Подготовка на предприятието за приватизация
	За определяне на облагаемата база за различните видове данъци
	Установяване на дълговете при принудителната ликвидация чрез процедура по банкрут
	Оценка за съдебни цели

ОСНОВНИ ПОНЯТИЯ В ОЦЕНКАТА НА БИЗНЕСА



ОСНОВНИ ПОНЯТИЯ

Не може да се управлява това, което не може да бъде измерено; не може да се измерва това, което не може да се опише.

Роберт Каплан

Стойността нищо не означава, докато не ѝ бъде дадено определение. Една, единствена стойност не съществува – един обект може да има различна стойност при различни обстоятелства.

Шенон Праг

Основни понятия

ЦЕНА

- ➡ Паричен израз на стойността на стоката. В условията на пазарно ориентирана икономика тя се формира на пазара според търсенето и предлагането.

ЦЕННОСТ (worth)

- ➡ Това е положителна или отрицателна значимост на обект от заобикалящия свят. Ценността се определя не от свойствата на тези обекти сами по себе си, а тяхната въвличеност в човешката дейност, в интересите и потребностите, в социалните отношения.
- ➡ Ценност на предприятието – това е разликата между пазарната стойност на собствения капитал на предприятието и пазарната стойност на задълженията му.
- ➡ Икономическият смисъл на категорията „ценност на предприятието” се свежда до реалното богатство, което притежават и могат да получат в парична форма, ако го продадат, собствениците на предприятието.

Феноменът стойност

СТОЙНОСТ (value) = Измерена в пари ценност

Английският термин „**VALUE**” се превежда на български език като „стойност” и като „ценност”, но в икономиката двете понятия не са тъждествени.

- **Стойността** изразява определен обем разходи за производство на продукта, с отчитането на които се осъществява еквивалентен обмен на потребителската му ценност.
- **Ценността** е субективно-психологическо отношение към полезността на продукта, на основата на което се формира представата за необходимост от придобиването му.

Логическата верига в случая е следната – носител на стойност е продуктът, съдържащ качествения признак полезност, поради което продуктът представлява за потребителя конкретна ценност. Всяка „ценност” има своя „стойност”, за всяка ценност се плаща

Стойност ⇒ Полезност ⇒ Ценност



Феноменът стойност

СТОЙНОСТ

Потребителна стойност

- *Стойност на стоката или услугата според оценката на конкретния потребител за ефектите, които би му дало някакво (негово или външно) очаквано действие.*
- *Субективна (относителна) стойност, която не може да бъде измерена обективно в някакви количествени мерни единици.*

Разменна стойност

- ❖ *Стойност, разглеждана във връзка с отчуждаване на стоки и услуги и проявяваща се под формата на цена на свободен, открит и конкурентен пазар*
- ❖ *Обобщена характеристика на привлекателността на стоката и услугата като обект на размяна от гледна точка на неопределено количество потенциални потребители*
- ❖ *Обективна стойност*

Феноменът стойност

Характеристики на стойността:

- ❑ **Мярка за полезност на стоката или услугата.** *Полезност – способност на стоката или услугата да удовлетворява определени потребности на определено място и в определено време*
- ❑ **Мярка за разходите на труд за създаване на стоката или услугата,** *т.е. стойността е разчетна величина*
- ❑ **Мярка за относителната рядкост на стоката или услугата,** *т.е. търсенето трябва да е по-голямо от предлагането на тази стока или услуга*
- ❑ **Измерва се в пари**
- ❑ **Гарантира размяна на стоката или услугата срещу пари или срещу други стоки или услуги**

Феноменът стойност

ИЗВОДИ:

СТОЙНОСТТА Е:

- общоикономическо понятие без общоприето определение
- пазарен поглед върху изгодата, която носи собствеността върху стока или услуга в конкретен момент от време
- разчетна величина, зависеща от активността на пазара и от поведението на отделните инвеститори
- експертна оценка за ценноста на конкретен обект в конкретен момент от време и поради това не е исторически факт
- различна за различните участници на пазара в зависимост от целите, към които те се стремят
- определена сума парични средства, свързани с акта покупко-продажба.
- най-вероятната цена, която евентуално ще договорят продавачът и купувачът на стоки и услуги, достъпни за придобиване
- променяща се във времето, влияе се от различни фактори, много от които не се поддават на количествена оценка

БАЗОВИ ПОНЯТИЯ

Стойност – разход на производствени фактори, овеществени в съответния обект.

Стойността не представлява исторически факт. Тя е оценка за ценността на конкретен обект (предприятие, актив, услуга) в конкретния момент от време. В икономически аспект стойността изразява пазарния поглед върху изгодата, която има собственикът (или инвеститора) на даден обект към момента на оценката.

Оценка на стойността – процес на определяне на ценността на обекта в конкретен момент от време в съответствие с избран стандарт на стойността.

Оценката на стойността на бизнеса (предприятието) е процес на финансов, организационен и технически анализ на текущата дейност и перспективите на оценяваното предприятие.

Ценността е вътрешна мярка за значимостта, полезността на обекта

Англ. VALUE – стойност, ценност

Стойност в оценката (оценена стойност) – стойност, изразяваща полезността на оценявания обект за неговия настоящ и бъдещ собственик, определяна с отчитане на фактора време, разходи и рискове, свързани с нейното получаване.

Англ. Appraisal Value

Феноменът стойност

Според Шенон Праг (Shannon P. Pratt) „стойността нищо не означава, докато не ѝ бъде дадено определение. Единна стойност не съществува – един обект може да има различна стойност при различни обстоятелства”



Поради това професионалният оценител употребява термина “стойност” винаги в съчетание с прилагателно, което конкретизира вида ѝ. Например:

- пазарна стойност (market value)
- справедлива пазарна стойност (fair market value)
- вътрешна или фундаментална стойност (intrinsic, fundamental value);
- инвестиционна стойност (investment value);
- ликвидационна стойност (liquidation value);
- балансова стойност (book value).



В зависимост от избраното определение, стойността на оценяваната стока или услуга може да се бъде различна! Различен е и математическият апарат, който се прилага за изчисляването ѝ!

Феноменът стойност

➤ Пазарна стойност (market value)

Разчетна величина, изразена в пари, срещу която на датата на оценката едно имущество би сменило собственика си, преминавайки от ръцете на продавача в ръцете на купувача, при което и двамата действат с желание, без да им е оказван натиск и достътъчно добре познават предмета на сделката и съществуващите пазарни условия за нейното реализиране.

Всяко изчисление на пазарната стойност се основава на предположението за съществуване на активен и функциониращ пазар.

Продавачът и купувачът, визирани в определението на пазарната стойност, са хипотетични, а не конкретни, лица.

Пазарната стойност отразява колективното възприемане на ценността на оценявания обект, действията на пазара и е база за оценка на повечето ресурси в пазарната икономика.

Феноменът стойност

Пазарната стойност е резултат от справедлива сделка, осъществявана при наличие на редица условия:

- Откритост на пазара, на който се реализира сделката
- Конкурентност на пазара
- Мотивираност на страните
- Разумна информираност на страните
- Достатъчно време, в което обектът на оценката се предлага на пазара за продажба
- Отсъствие на изключителни обстоятелства, които да влияят върху сделката.

Феноменът стойност

➤ Справедлива стойност (fair market value)

Сумата, срещу която може да бъде разменен актив или могат да бъдат погасени задължения между осведомени и мотивирани страни при условията на свободната сделка.

В счетоводството справедливата стойност е стойността на продажба, която може да има място при различни обстоятелства и в условия, различни от тези, които преобладават на открития пазар. Тези обстоятелства могат да включват възможности за продажба в условията на кратковременен шок, или при други обстоятелства, не предвидени в определението за пазарна стойност.

Справедлива стойност се прилага и при съдебни дела при уреждане на спорове между страни, когато са налице обстоятелства, не предвидени в определението за пазарна стойност.

Справедливата стойност не е синоним на пазарната стойност.

Феноменът стойност

➤ Вътрешна или фундаментална стойност (intrinsic, fundamental value)

Стойност, получена в резултат на комплексното изследване на компанията и на пазарната среда, в която тя функционира. Отразява потенциала на компанията да генерира бъдещи ползи и отчита изискванията на всички заинтересовани страни.

Разчетна прогнозна стойност, която в дългосрочен аспект предопределя пазарната стойност.

При изчисляване на тази стойност се взема предвид:

- Стойността на активите на фирмата (value of firm's assets)
- Вероятните бъдещи лихви и дивиденди (likely future interest and dividends)
- Вероятните бъдещи доходи (likely future earnings)
- Вероятният бъдещ темп на растеж (likely future growth rate)

Фундаменталната стойност се изчислява, за да се сравни с пазарната стойност на компанията или с цената, която сериозен купувач предлага.

Феноменът стойност

➤ Инвестиционна стойност (investment value)

Стойност на компанията от позициите на конкретен инвеститор (или група инвеститори) с конкретни инвестиционни цели и планове, предпочитания, възможен синергиен ефект и ограничения.

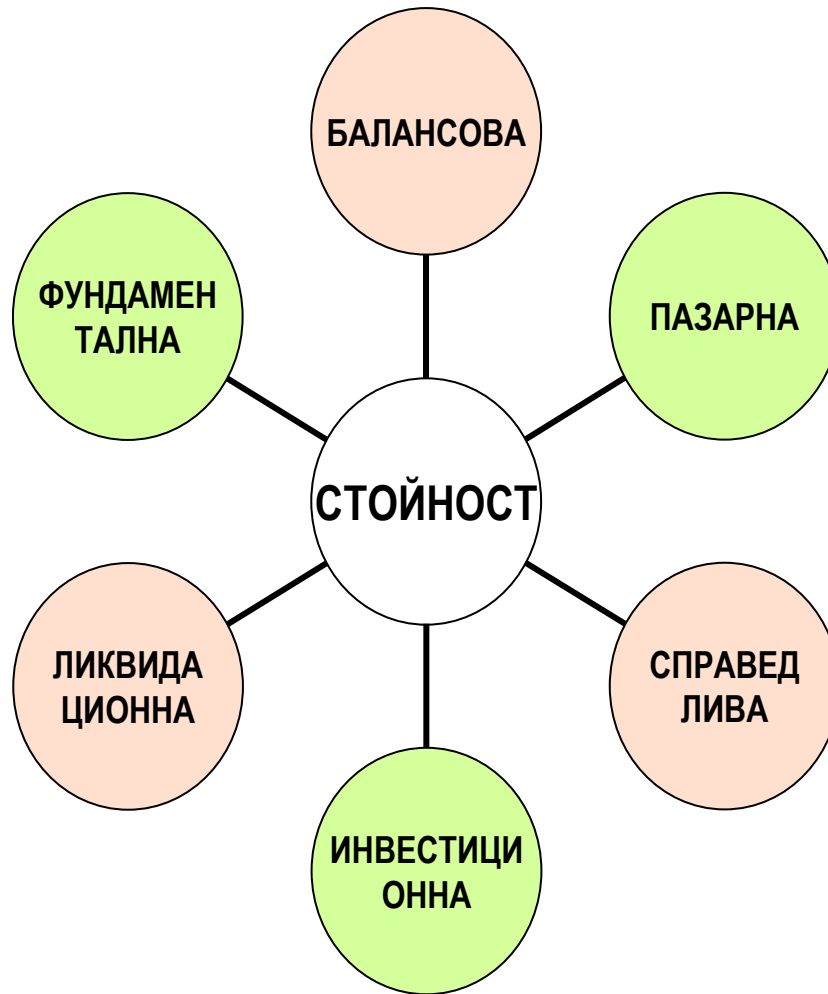
➤ Ликвидационна стойност (liquidation value)

Парична сума, която реално може да бъде получена от продажба на имуществото в срок, недостатъчен за провеждане на адекватен маркетинг, изискван при определяне на пазарната стойност.

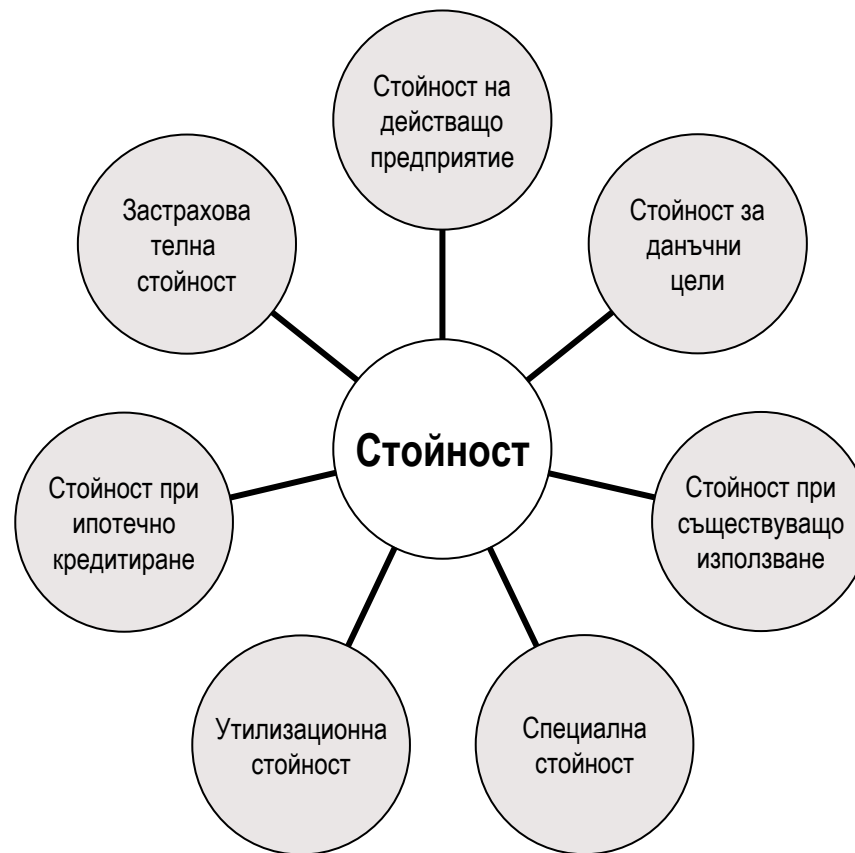
➤ Балансова стойност (book value)

Стойност на компанията според записите във финансовия отчет на компанията за активите и задълженията ѝ.

ОСНОВНИ ВИДОВЕ СТОЙНОСТ



ДРУГИ ВИДОВЕ СТОЙНОСТ



ВИДОВЕ СТОЙНОСТ В ЗАВИСИМОСТ ОТ ЦЕЛТА НА ОЦЕНКАТА

Стандарти на стойността

- Справедлива пазарна стойност (fair market value)
- Инвестиционна стойност (investment value)
- Фундаментална (вътрешноприсъща) стойност (intrinsic, fundamental value)

Концепции за стойността

- Счетоводна стойност (book value)*
- Стойност на действащо предприятие (going concern value)*
- Ликвидационна (liquidation value)*
- Други видове стойност*

ВЗАИМОВРЪЗКА МЕЖДУ ЦЕЛИ НА ОЦЕНКАТА И ВИДОВЕТЕ СТОЙНОСТ

<i>Цел на оценката</i>	<i>Стойност</i>
Да се помогне на потенциалния купувач (продавач) да определи предполагаемата цена	Справедлива пазарна стойност
Да се определи целесъобразността на инвестицията	Инвестиционна стойност
Имуществена оценка	Справедлива пазарна стойност или друга, признавана от данъчното законодателство
Да се определи сумата, покривана по застрахователен договор	Застрахователна
Възможна ликвидация (частична или пълна) на действащо предприятие	Ликвидационна

ПАЗАРНА СТОЙНОСТ И ПАЗАРНА ЦЕНА

Пазарната стойност е:

- ◆ Предмет на оценката и може да бъде различна за различните оценители.
- ◆ Това, което оценяваният обект струва, **според оценителя.**
- ◆ Субективната представа на оценителя за пазарната цена

Пазарната цена е сумата, която реално се плаща за придобиване на предприятието или на обособена част от него.

ПАЗАРНА СТОЙНОСТ ≠ ПАЗАРНА ЦЕНА

ОБЕКТ И СУБЕКТ НА ОЦЕНКАТА

Обект на оценката - всеки обект на собственост като съвкупност от права, притежавани от собственика му. Тези права гарантират власт на собственика над вещта и му позволяват да я управлява, продава, залага, застрахова, завещава.

➡ **Капиталът на капиталовите дружества**, каквито са акционерните дружества (ЕАД, АД), независимо дали се търгуват или не на фондовата борса, Командитните дружества с акции (КДА) и дружествата с ограничена отговорност (ООД, ЕООД).

➡ **Бизнесът или търговското предприятие** на търговеца. В този случай се оценява целия имуществен комплекс на дружеството или на част от него. Оценката се дефинира от пазарната стойност на активите, намалена със задълженията на предприятието.

➡ **Единични активи (сгради, машини, съоръжения, финансови активи и др.).**

ОЦЕНКАТА КАТО ПРОЦЕС

Оценката (appraisal, valuation) е процес, извършван с цел достигане до заключение за пазарната стойност на оценявания обект.

Оценка на бизнеса (business valuation) – процес на изготвяне на заключение или определяне на стойността на цяло предприятие или дела на акционерите в капитала му.

Този процес интегрира в едно цяло:

- Теория (методология)
- Икономически знания, вкл. усет за пазара
- Технически и правни знания
- Опит
- Интуиция

Бизнес оценител (business appraiser) – специалист, който благодарение на образование, специална подготовка и натрупан опит може да извършва пазарни оценки.

Бизнес оценителят е субект на оценката.

Дата на оценката

Дата на завършване на доклада

Дата на предаване на доклада

ТЕХНОЛОГИЯ НА ПАЗАРНАТА ОЦЕНКА

Анализ на заданието за оценка и уточняване на методологията



Изготвяне на план за работата по оценката



Събиране и класификация на информационните материали по оценката



Анализ на данните

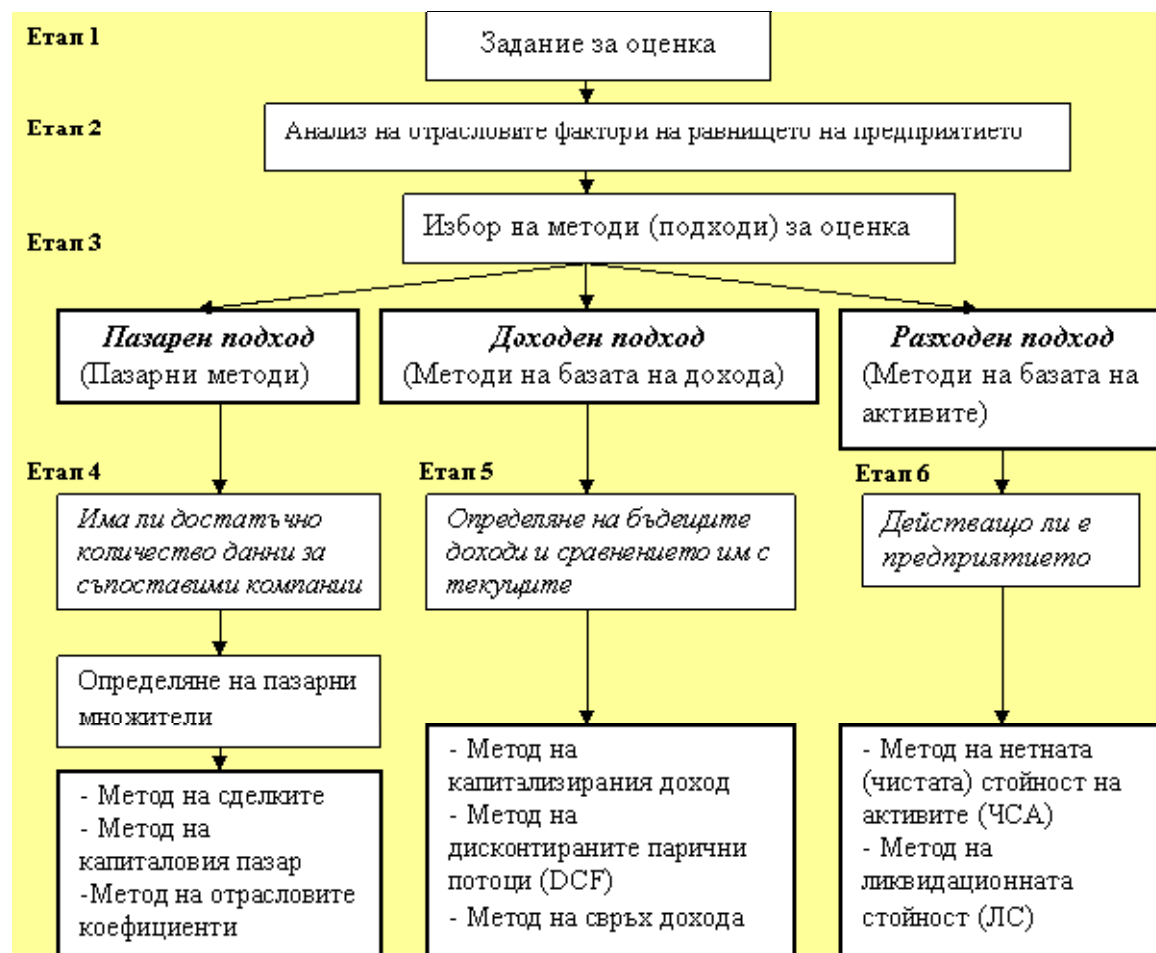


Оценка и обобщаване на резултатите



Изготвяне на оценителския доклад

АЛГОРИТЪМ НА ПАЗАРНАТА ОЦЕНКА



РЕГУЛИРАНЕ НА ОЦЕНИТЕЛСКАТА ДЕЙНОСТ

Бизнесоценяването е:

- ◆ самостоятелно научно направление със своя методология, терминология и принципи на изследване.
- ◆ широко разпространена практика, която е възможна само в условията на пазарна икономика.

Регулирането на оценителската дейност е свързано с приноса ѝ за формиране на информационната основа на управлението.

Извършва с помощта на:

- Нормативни документи,
- Стандарти за бизнесоценяване,
- Основни етични правила,
- Система от професионални звания.

НОРМАТИВНИ ДОКУМЕНТИ

- 1) Закон за приватизация и следприватизационен контрол
- 2) Наредба за анализите на правното състояние и приватизационните оценки и за условията и реда за лицензиране на оценители
- 3) Наредба за възлагане извършването на дейности, свързани с подготовката за приватизация или със следприватизационен контрол, включително процесуално представителство
- 4) Наредба за задължителната информация, предоставяна на лицата, заявили интерес за участие в приватизацията по закона за приватизацията и следприватизационния контрол и др.
- 5) Наредба № Н-9 за реда и начина за прилагане на методите за определяне на пазарните цени

СТАНДАРТИ ЗА БИЗНЕСОЦЕНЯВАНЕ

Стандартите за бизнесоценяване:

РЕГУЛИРАТ изискванията към информацията и процедурите по изготвяне на оценките като **предвиждат минимални критерии**, които трябва да се спазват при изготвянето им;

ОСИГУРЯВАТ унифициране на изискванията към структурата и формата на представяне на резултатите от оценката, както и възпроизводимост на заключението за стойността на оценявания обект.

От правилното разбиране на изискванията на стандартите зависи:

- Качеството на оценителските процедури
- Резултатът от оценката.

Видове стандарти: Международни стандарти; Европейски стандарти; Национални стандарти

СТАНДАРТИ ЗА БИЗНЕСОЦЕНЯВАНЕ

МЕЖДУНАРОДНИ СТАНДАРТИ

- **Международните стандарти за оценка (МСО)** са разработени от Международния комитет по стандарти за оценка (IVSC), обединяващ повече от 50 страни. Те са претърпяли две редакции - през 2000 г. (МСО-2000) и през 2001 г. (МСО-2001).

МСО:

- ✓ Създават единна основа за осъществяване на оценителската дейност, независимо от политическите граници;
- ✓ Отразяват единството на икономическите принципи;
- ✓ Отличават се с универсалност и възможност за използване, наред с националните стандарти.

СТАНДАРТИ ЗА БИЗНЕСОЦЕНЯВАНЕ

ЕВРОПЕЙСКИ СТАНДАРТИ

- В рамките на Европа са създадени и действат **9 европейски стандарта и 13 методически препоръки**, чиято последна редакция е извършена през 2000 г. Те са разработени от Европейската група на асоциациите на оценителите (TEGoVA), в която членува и България чрез Асоциацията на бизнесоценителите (АБО).

Първите три от европейските стандарти разглеждат проблема със съответствието им на международните стандарти за оценка, а също така и въпросите, свързани с квалификацията на оценителите и професионалната им етика.

Национални стандарти

В България действат **8 стандарта** за бизнесоценяване, приети през 1994 г. от Агенцията за приватизация и актуализирани от нея през 2002 г. Стандартите са неразделна част от Наредбата за анализите на правното състояние и приватизационните оценки и за условията и реда за лицензиране на оценители (ДВ, бр. 57/2002 г.).

Неразделна част от съвкупността от стандарти за бизнесоценяване е **“Речник на основните термини в бизнес оценяването”**. В него са включени термини, използвани в оценителската дейност и споменавани в стандартите.

СТАНДАРТИ ЗА БИЗНЕСОЦЕНЯВАНЕ

СБО- 1. Цялостен писмен доклад за бизнесоценка.

Предназначен да дефинира и опише основните изисквания за писмено излагане на резултатите от бизнесоценката.

СБО - 2. Видове оценки и общи процедурни изисквания за извършване на бизнесоценки.

Стандартът дефинира и описва процедурните изисквания за дефиниране на заданието за оценка, за извършване на цялостна и на ограничена бизнесоценка

СБО - 3. Подход за бизнесоценяване на базата на активите.

Този стандарт дефинира изискванията за прилагането на подхода на база активи и определя обстоятелствата, при които той е подходящ за използване.

СТАНДАРТИ ЗА БИЗНЕСОЦЕНЯВАНЕ

СБО-4. Метод за бизнесоценяване чрез предприятия-аналози.

Стандартът дефинира изискванията за прилагане на метода за бизнесоценка чрез предприятия-аналози.

СБО-5. Пазарен подход за бизнесоценяване.

Стандартът дефинира изискванията за прилагане на пазарния подход и определя обстоятелствата, при които той е подходящ за използване.

СБО-6. Приходен подход за бизнесоценяване.

Дефинира изискванията за прилагане на приходния подход като принципен начин за определяне на стойността на едно предприятие, дял и обособена част от него или ценни книжа.

СТАНДАРТИ ЗА БИЗНЕСОЦЕНЯВАНЕ

СБО-7. Извеждане на заключението за стойността.

Описва изискванията, които трябва да се съблюдават за достигане до окончателното заключение за стойността в процеса на бизнесоценяването.

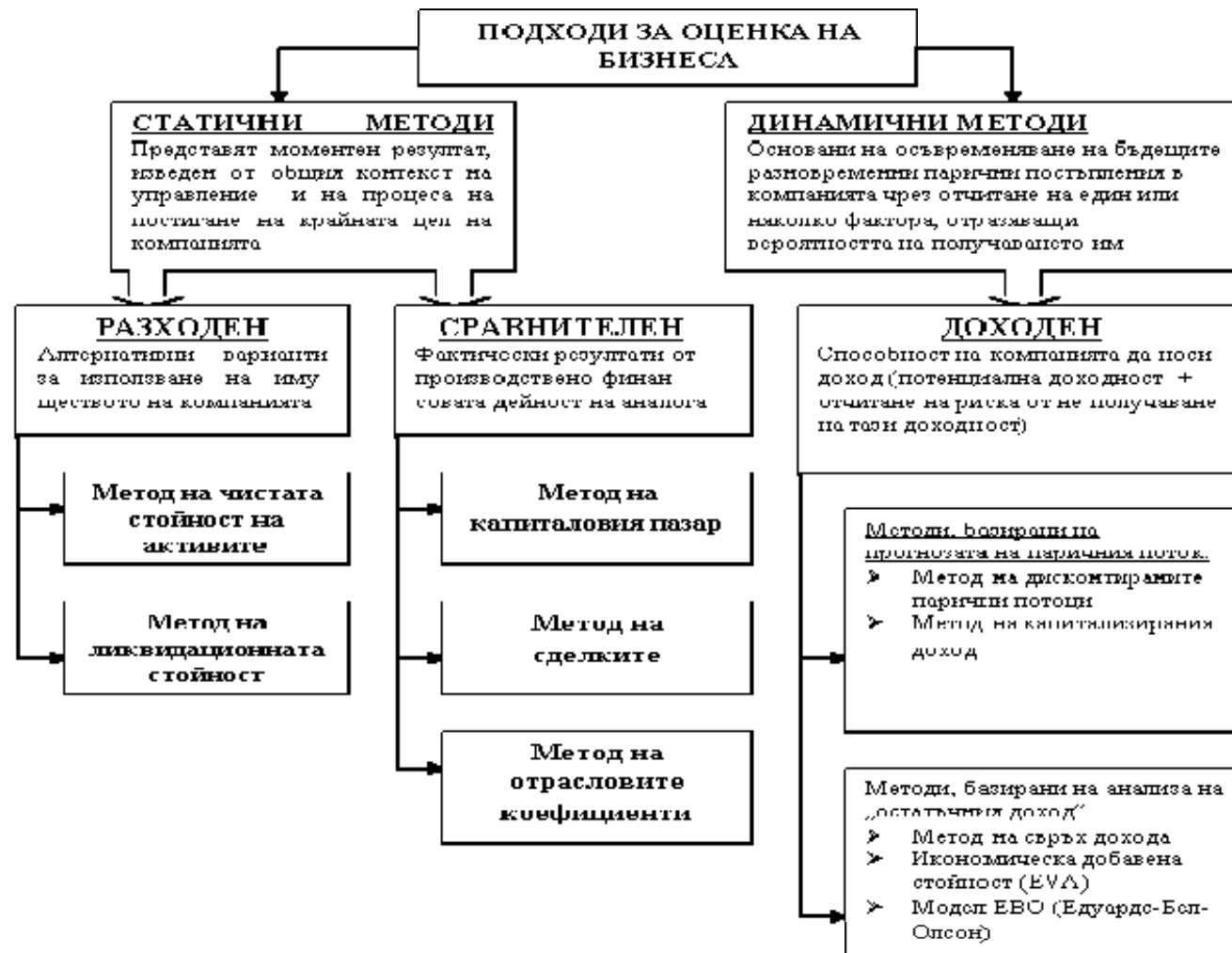
СБО - 8. Коригиране на финансовите отчети.

Дефинира изискванията за извършване на корекции на финансовите отчети в процеса на бизнесоценяването. Стандартът е приложим за цялостни оценки и не е задължителен за ограничени оценки.

ПОДХОДИ И МЕТОДИ ЗА ОЦЕНКА

- **Оценителски подход** (appraisal approach) – принципен начин за определяне на стойността чрез използване на различни методи.
- **Метод за оценка** (appraisal method) - специфична процедура, прилагана за определяне на стойността в рамките на един подход.
- **Процедура за оценка** (appraisal procedure) – операции и технически подходи за реализиране на определен метод за оценка на стойността

ПОДХОДИ И МЕТОДИ ЗА ПАЗАРНА ОЦЕНКА



ОЦЕНИТЕЛСКИ ПОДХОДИ

Всички известни подходи и методи за оценка се различават по начина, по който преодоляват главното “препятствие” при определяне на стойността - времето между паричните постъпления и паричните разходи. От тази гледна точка те могат да се класифицират като **СТАТИЧНИ и ДИНАМИЧНИ.**

СТАТИЧНИТЕ ПОДХОДИ игнорират проблема за съпоставяне и сравняване на разновременните парични потоци. Те се концентрират върху оценката на съществуващите активи и на разходите по тяхното създаване или върху информацията за пазарните цени на аналогични предприятия

ДИНАМИЧНИТЕ ПОДХОДИ се опитват да подведат разделените във времето парични потоци под един знаменател чрез един или няколко фактора, отразяващи вероятността от постъпването им.

ОЦЕНИТЕЛСКИ ПОДХОДИ

В съответствие със световните стандарти в бизнесоценяването при определяне стойността на бизнеса се използват *три основни подхода*:

- Разходен подход*
- Пазарен подход*
- Доходен подход*

ОЦЕНИТЕЛСКИ ПОДХОДИ

РАЗХОДЕН ПОДХОД - начин за определяне на стойността на едно предприятие и/или на дялово участие в него чрез стойността на активите на предприятието, изчистена от задълженията му.

ПАЗАРЕН ПОДХОД - начин за определяне на стойността на едно предприятие или на дялово участие в него чрез сравнение на предмета на оценката с инвестиции в аналогичен обект, вече претърпял смяна на собственика.

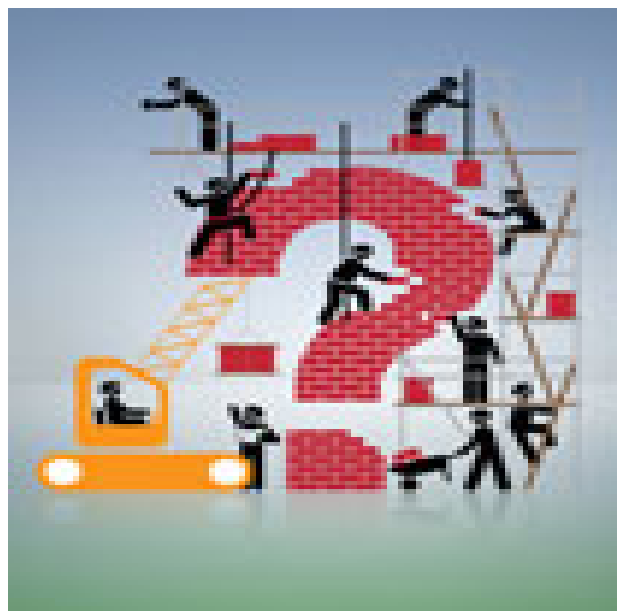
ДОХОДЕН ПОДХОД – начин за определяне на стойността на предприятието и/или на дялово участие в него, в зависимост от бъдещи “доходи” или ползи, които то може да донесе на собственика си.

Предимства и недостатъци на подходите за оценка

Подход	Предимства	Недостатъци	Приложение
Разходен подход	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Достъпна информация; ➤ Основава се на реално съществуващи активи; ➤ Подходящ е за някои видове компании; ➤ Независи от риска, съпътстващ бъдещите несигурни доходи и дисконтирането им към сегашната им стойност; ➤ Използват се данни от счетоводния баланс на компанията. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Не отчита перспективите за развитие и получаване на доходи в бъдеще; ➤ Не отчита нематериалните активи и goodwill; ➤ Не разглежда равнището на печалбата; ➤ Не отчита възвращаемостта на активите и дали тяхното придобиване и експлоатиране ще доведе до увеличаване стойността на предприятието. 	Оценка на отделни активи

<p>Сравнителен подход</p>	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Отчита пазарната конюнктура и реалните предпочитания на инвеститорите ➤ Реално отразява търсенето и предлагането на дадения обект, адекватно отчита риска и доходността т.е. отразява цялата информация от пазара; ➤ По-високо ниво на обосновааност на метода в сравнение с другите, които се основават на разчети и прогнози. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Използва ретроспективна информация, която води до игнориране на перспективите за развитие на бизнеса; ➤ Обективността е ограничена поради факта, че изцяло аналогични компании не съществуват; ➤ Сложност при достъп до финансова информация за предприятия аналози; ➤ Наложителна е реализация на редица корекции. 	<p>Използва се за оценка на мажоритарни и миноритарни участия.</p>
<p>Доходен подход</p>	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Оценява най-важната характеристика на предприятието – способността да генерира парични потоци (бъдещи доходи) ➤ Отчита целта на всяка инвестиция – получаване на по-висока стойност в бъдеще ➤ Отчита фактора време при изчисляване на стойността на бъдещите парични потоци ➤ Отчита икономическото остаряване 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Зависи до голяма степен от реалистични и точни прогнози на по нататъшното развитие на предприятията ➤ Трудоемка прогноза ➤ Отчасти има вероятностен характер ➤ Възникването на трудност и несигурност при определянето на <i>размера</i> на предвижданите бъдещи парични потоци и <i>нормата на тяхното дисконтиране</i> 	<p>Използва се за оценяване на инвестицион-ни проекти</p>

РАЗХОДЕН ПОДХОД И МЕТОДИ ЗА РЕАЛИЗАЦИЯТА НА ПОДХОДА



Разходен подход за оценка на бизнеса

Синонимни наименования

- Разходен подход
- Подход на база активи
- Имуществен подход



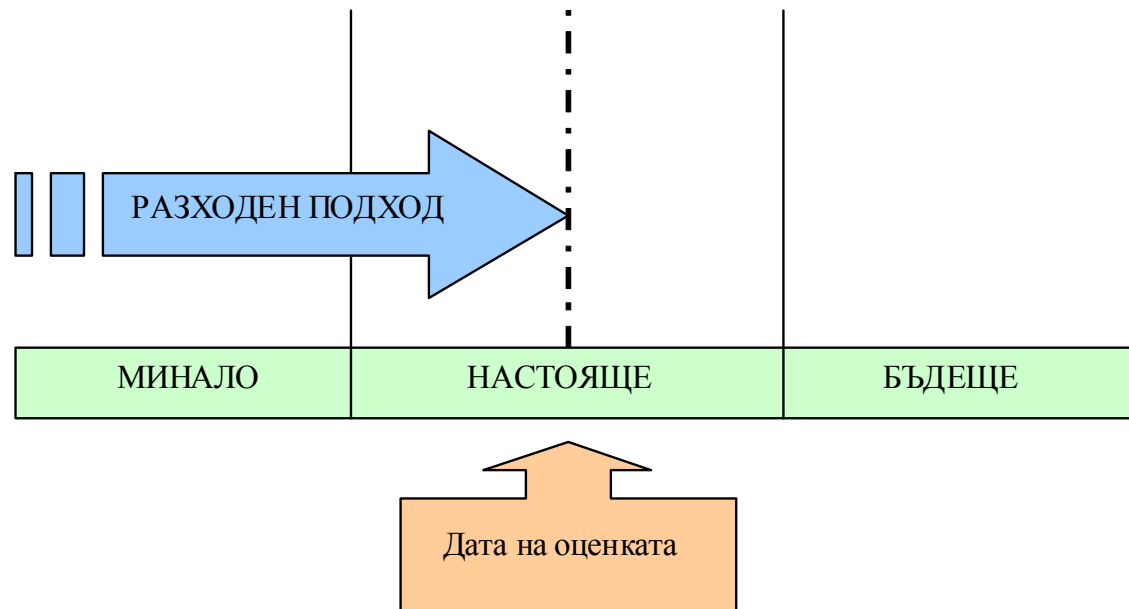
Разходен подход за оценка на бизнеса

Разходният подход разглежда стойността на предприятието от гледна точка на направените в предходни периоди разходи и търси отговор на въпроса:



**Колко ще струва да се създаде актив,
аналогичен на оценявания**

НАПРАВЛЕНИЕ НА РЕАЛИЗИРАНЕ НА РАЗХОДНИЯ ПОДХОД



РАЗХОДЕН ПОДХОД ЗА ОЦЕНКА НА БИЗНЕСА

Балансовата стойност на активите и пасивите на предприятието в резултат на инфлацията, изменението на конюнктурата на пазара, използваните методи на счетоводната отчетност и др.п., **не съответства на пазарната стойност.**

Базова формула:

$$\text{СОБСТВЕН КАПИТАЛ} = \text{АКТИВИ} - \text{ПРИВЛЕЧЕН КАПИТАЛ}$$

Примери за разрыв между балансовата и пазарната стойност на предприятието

- ❑ 1978 г. балансовата стойност формира 95% от пазарната стойност на 3500 крупни американски компании; 1998 г. – балансовата им стойност е само 28%.
- ❑ В началото на 80-те години нематериалните активи формират 20% от стойността на компаниите, в началото на 90-те години делът им нараства до 50%, а в края на 90-те години — до 80% и повече.
- ❑ По някои оценки около 75% от пазарната стойност на Coca-Cola се определя от съвкупната стойност на принадлежащите ѝ търговски марки.

Примери за разрыв между балансовата и пазарната стойност на предприятието

- Когато Стивън Спилбърг основава заедно с Джефри Катценберг и Дейвид Гефен компанията Dream Works SKG балансовата стойност на активите ѝ възлиза на 250 млн.дол., а пазарната стойност на акциите ѝ достига 2 млрд.дол.
- Аналогична ситуация съществува и в Microsoft, чиято балансова стойност възлиза на 6,9 млрд.дол, а пазарната ѝ стойност е 85,5 млрд.дол.

РАЗХОДЕН ПОДХОД ЗА ОЦЕНКА НА БИЗНЕСА

1. За реализиране на този подход предварително се извършва оценка на пазарната стойност на всеки актив в баланса поотделно.
2. След това се определя пазарната стойност на задълженията.
3. Накрая от сумата на пазарно оценените активи на предприятието се изважда пазарната стойност на всичките му задължения.

Резултатът представлява справедливата пазарна стойност (СПС) на собствения капитал.

РАЗХОДЕН ПОДХОД ЗА ОЦЕНКА НА БИЗНЕСА

Подходът използва информация за минали постижения на оценяваното предприятие, във връзка с което оценителят:

- **извършва корекция на баланса** на предприятието чрез осъвременяване, към датата на оценката, на историческата стойност на капитала. В резултат на корекциите се разработва нормализиран (икономически) баланс, в който всички елементи на актива и пасива се преизчисляват по пазарни цени.

При този метод не се оценява потенциала на предприятието да генерира приходи.

ПРЕДИМСТВА:

Пригоден за оценка на:

- ◆ нововъзникващи предприятия,
- ◆ холдингови структури,
- ◆ инвестиционни компании,
- ◆ предприятия, чиито доходи не се поддават на точна прогноза или имат големи колебания в паричния поток през последните години,
- ◆ предприятия, притежаващи значителни материални и финансови активи (инвестиции в недвижимости, ликвидни ценни книжа и др.)

Основава се на реално съществуващи активи

Бърз и лесен за прилагане

Достъпна информация

НЕДОСТАТЪЦИ:

- ◆ Не отчита перспективите на бизнеса;
- ◆ Не отразява потенциала на активите да генерират доходи;
- ◆ Неприложим при оценка на предприятия от сферата на услугите с относително нисък дял на материални активи и преобладаващ дял на нематериалните активи;
- ◆ Основава се на исторически стойности, които не са надеждни в условията на висока инфлация.

РАЗХОДНИЯТ ПОДХОД

*Не се препоръчва като основен (единствен)
оценъчен подход при оценка на действащо
предприятие.*



Методи на разходния подход

- Метод на чистата стойност на активите (МЧСА)
- Метод на ликвидационната стойност (МЛС)

Методът на чистата стойност на активите (МЧСА) позволява стойността на оценяваното предприятие да се определи като разлика между пазарната стойност на активите и пазарна стойност на задълженията му към датата на оценката.

Използваният стандарт на стойността при този метод е **“справедливата пазарна стойност”**.

Методи на разходния подход

МЕТОД НА ЧИСТАТА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ (МЧСА)

$$\text{СПС}_{\text{мчса}} = \text{СПСА} - \text{ПСЗ},$$

където:

$\text{СПС}_{\text{мчса}}$ - справедлива пазарна стойност на предприятието по МЧСА;

СПСА - справедлива пазарна стойност на активите на предприятието, изчислена по МЧСА. Оценката на всеки актив се прави с оглед на връзката му с останалите активи. В процеса на оценката активите се дезагрегират, оценяват се поотделно, и накрая се обединяват в оценката.

ПСЗ - пазарна стойност на задълженията на предприятието, в която се включват привлечения капитал и приходите за бъдещи периоди.

Чисти активи – величината, определена чрез приспадане от сумата на активите на задълженията на предприятието.

**Методът на чистата стойност на активите е
приложим при оценка на:**

- контролно участие
- организации с идеална цел
- действащи предприятия със значителен дял на осезаеми активи (материалните и нематериални)
- предприятия, добиващи минерални ресурси
- малки предприятия, които стартират лесно и с малко средства (малки магазини, работилници, цехове и др.

и *неприложим* при оценка на:

- предприятия със значителен дял на неосезаеми активи, т.нар. репутация или goodwill;
- предприятия от сферата на услугите с нисък дял на активи;
- миноритарно участие, при което не може да се вземе решение за разпродажба на активите.

Хипотези при използване на метода на чистата стойност на активите

Първа хипотеза - Един купувач не би платил повече и един продавач не би получил повече при продажбата на едно предприятие от пазарната стойност на чистите му активи.

Втора хипотеза - оценяваното предприятие ще продължи да действа на същото място и със същото предназначение.

Трета хипотеза - оценката се прави от гледна точка на разходите за придобиване (създаване) на технологически свързана съвкупност от активи без да се оценяват перспективите на предприятието и потенциала на активите му генерират доход.

Предимства и недостатъци на МЧСА

Предимства

- ◆ коригира ниските исторически стойности на активите;
- ◆ възможност за прилагане в условията на нестабилен пазар,

Недостатъци

- ◆ необходимост от индивидуална корекция чрез различни коефициенти на отделните активи, която поражда субективизъм;
- ◆ силната зависимост от качеството и пълнотата на счетоводната информация.

Процедури по прилагане на метода на чистата стойност на активите

1. Изготвяне на счетоводен баланс на оценяваното предприятие към датата на оценката.
2. Коригиране на балансовата стойност на активите и пасивите поотделно до тяхната справедлива пазарна стойност към момента на оценката.
3. Определяне на справедливата пазарна стойност на оценяваното предприятие като разлика между справедливата пазарна стойност на всички активи и тази на неговите пасиви.

Разчетна формула

Стойността на акциите на оценяваното дружество по този метод се изчислява като пазарната стойност на собствения капитал се раздели на броя акции в обръщение:

Стойност на обикновена акция = $(\text{АКТИВИ Пазарно оценени} - \text{ПАСИВИ Пазарно оценени} - \text{Стойност на привилегировани акции}) / \text{Общ брой обикновени акции в обръщение}$

ОЦЕНЯВАНИ АКТИВИ

- Земи – При оценката им се отчита местоположение и форма на имота, право на строеж, право на преминаване, съсобственост, ипотеки, перспективност, плътност на застрояване, потенциал на имота, функционално предназначение, степен на изграденост на инженерната инфраструктура, ограничения за продажба и др. Оценката се извършва от позициите на възможно най-ефективното и добро използване в съответствие с регулацията. Това изискване налага земята да се оценява като незастроена, т.е. игнорирайки наличието на постройки и други подобрения върху нея. За оценка на земята най-предпочитан е методът на сравнимите продажби.

ОЦЕНЯВАНИ АКТИВИ

- Сгради – При оценката се отчита функционалното обезценяване на сградите, тяхната пригодност за оперативна дейност, както и подобренията в имота. При незавършеното строителство се определя стойността след завършване, намалена с осъвременените разходи за довършване. Оценката на сградите се изчислява по метода на вещната стойност, пазарен метод, метод на дохода от наем.
- Машини, съоръжения, транспортни средства – Използват се методите на: амортизираната заместителна стойност, амортизираната възпроизводителна стойност, пазарните аналози и дохода.

ОЦЕНЯВАНИ АКТИВИ

- Нематериални активи – Оценката им обхваща **Нематериални осезаеми активи** – патенти, лицензи, програмни продукти, търговска марка, както и **Нематериални неосезаеми активи** - ноу-хау, фактически отношения, добро търговско име, концесии, специални разршения и други привилегии, гарантирани пазарни достъпи, преференциални договори и кредити, клиентски листи, изключителен мениджмънт, франчайзи, монополно положение, търговски тайни, ефективно и интензивно присъствие в уеб-пространството и други подобни активи поотделно и/или в съвкупност.

За оценката на нематериалните активи се прилага метода на капитализираната печалба, на дисконтираните чисти парични потоци или на свръхдохода.

ОЦЕНЯВАНИ АКТИВИ

- Краткотрайни материални активи - За оценката на съвкупността от краткотрайни материални активи (в т.ч. материали, продукция, стоки, незавършено производство и други) се вземат предвид разходите за набавянето им към датата на оценката или продажните им цени. Материалните запаси се оценяват по Метода “първа входяща, първа изходяща цена (FIFO), Метода “последна входяща, първа изходяща цена (LIFO) или по Метода “Средно претеглена цена”.

ОЦЕНЯВАНИ ФИНАНСОВИ АКТИВИ

- Дългосрочни инвестиции – Оценката се извършва чрез оценка на предприятията, в които са направените тези инвестиции. При това се използва методът на капитализирания доход – за капитализация на получените дивиденди, както и методът на капиталовия пазар, в случай че предприятията се търгуват на фондовата борса.
- Дългосрочни вземания – Оценката им е свързана с определяне състоянието на предприятията-контрагенти, за да се оцени събираемостта на вземанията. Тя включва и начисляване на дължими лихви, ако такива са предвидени в договора, на основата на който е възникнало вземането.

- Краткосрочни вземания - Оценката на този актив е свързана с определяне на събираемостта, както и с отчитане на разликите във валутните курсове в случаите, когато вземанията са във валута.
- Краткосрочни инвестиции – Оценката им се извършва по метода на капиталовия пазар или метода на сделките.
- Парични средства – Този актив се включва в оценката по балансова стойност. Корекции се правят само за паричните средства във валута, които се коригират за валутен курс и за блокирани парични средства.

- ❑ Разходи за бъдещи периоди – Активът се включва в оценката след корекция от курсови разлики. При отсъствие на такива разлики се включва в оценката по балансова стойност.
- ❑ Задбалансови активи - Анализират се активите от тази група и се идентифицират собствените активи. Последните се оценяват и се “връщат” в актива.
- ❑ Пасиви (дългосрочни и краткосрочни) – В оценката се включват по балансова стойност плюс начислени лихви за забавено плащане, ако съществува такова условие в договора, по силата на който е възникнал пасива.
- ❑ Финансирания и приходи за бъдещи периоди – В оценката се включват по балансова стойност.

МЕТОД НА ЛИКВИДАЦИОННАТА СТОЙНОСТ

Методът е близък до МЧСА, тъй като и при двата метода на оценка се подлагат активите. Основната разлика между тях е, че:

- © при оценката по МЧСА се търси стойността, по която може да се закупи **технологически свързана съвкупност от активи** на действащо предприятие, за да продължи то да функционира;
- © при МЛС се търси най-вероятната чиста стойност, която може да се получи от **поединичната разпродажба** на активите при прекратяване дейността на предприятието.

МЕТОД НА ЛИКВИДАЦИОННАТА СТОЙНОСТ

Методът се прилага при:

- ❑ оценка на имущество на предприятия в процес на ликвидация или на вече ликвидирани предприятия;
- ❑ като контролна стойност при използването на други подходи. Приема се че стойността на предприятието, определена по метода на ликвидационната стойност е най-ниската възможна цена на активите на оценяваното предприятие;

МЕТОД НА ЛИКВИДАЦИОННАТА СТОЙНОСТ

За определяне на ликвидационната стойност на предприятието се използва формулата:

$$\text{ЛС} = \text{ЛСА} - \text{СЗ} - \text{РЛ},$$

където:

ЛС - ликвидационната стойност на предприятието;

ЛСА - ликвидационна стойност на активите на предприятието;

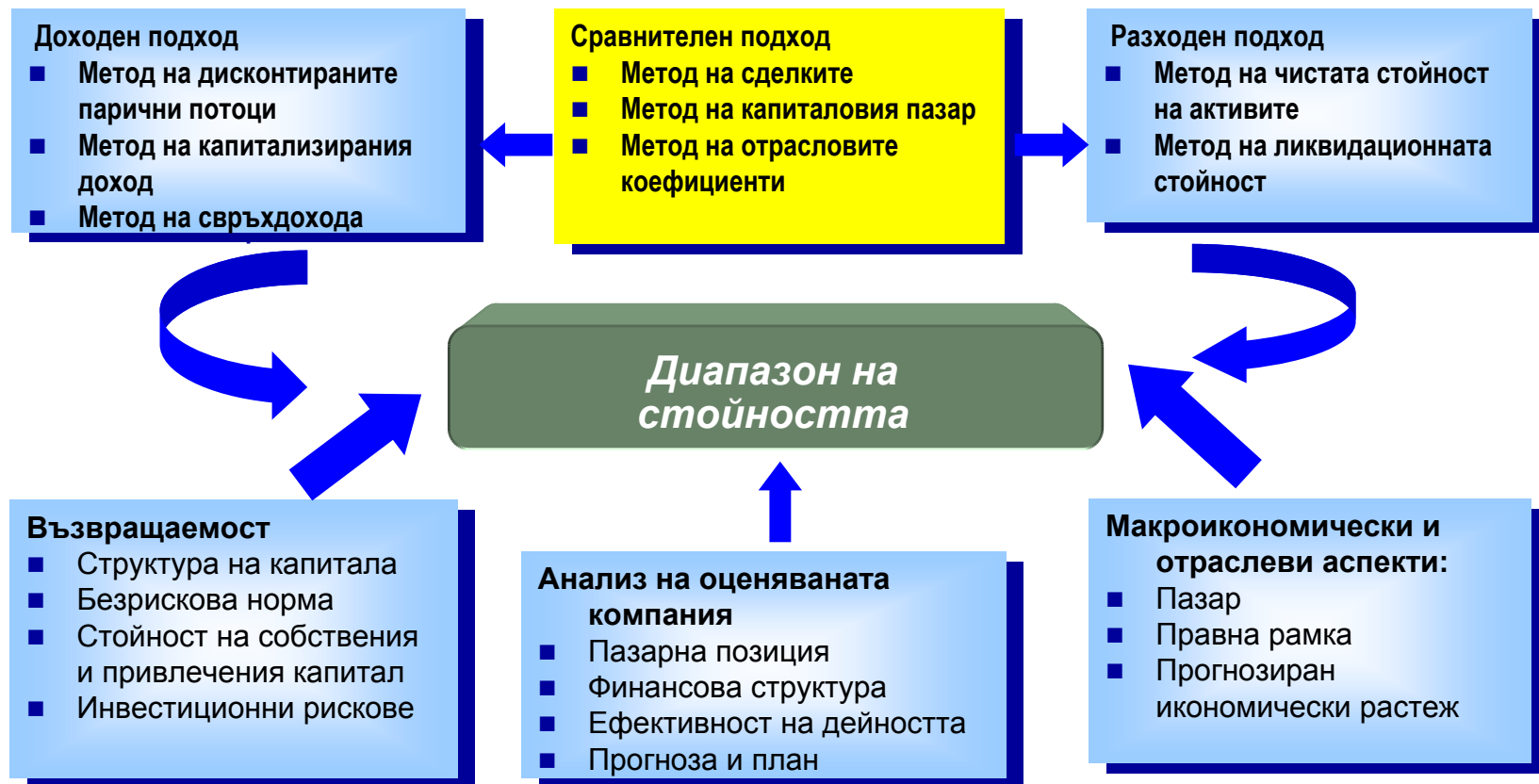
СЗ – стойност на задълженията;

РЛ – разходи по ликвидацията

ПАЗАРЕН ПОДХОД В ОЦЕНКАТА НА БИЗНЕСА



Методология на оценката

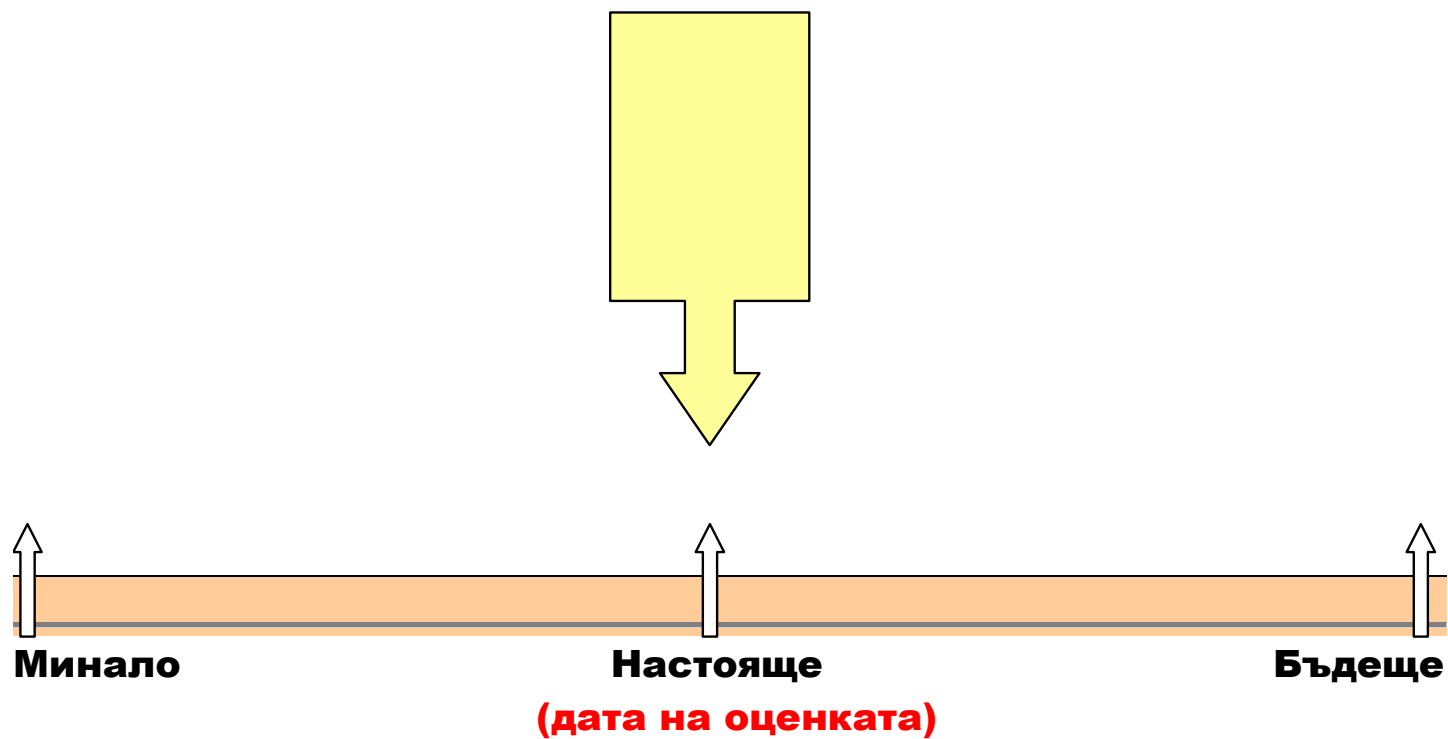


ПАЗАРЕН ПОДХОД

Синонимни наименования

- Пазарен подход
- Сравнителен подход

**Направление на реализиране на пазарния
подход**



СРАВНИТЕЛНА ОЦЕНКА

- ❑ Стойността на всеки актив може да бъде определена като се погледне как пазарът оценява “подобен” или “сравним” актив
- ❑ **Философска основа:** Стойността на актива е онова, което пазарът е склонен да плати за него (в зависимост от неговите характеристики).
- ❑ **Необходима информация:** за да се направи сравнителна оценка са необходими:
 - **Идентични активи**, или група от сравними или подобни активи
 - **Стандартен множител на стойност** (постига се чрез разделяне на цената на често използвана променлива като печалба или балансова стойност)
 - И ако активите не са напълно сравними, **променливи**, които да контролират разликата

Същност

**ПОДХОДЪТ СЕ ОСНОВАВА НА ПРИНЦИПА НА ЗАМЕСТВАНЕТО
(разумният инвеститор няма да заплати за оценявания обект
повече от стойността на аналогичен обект)**

За успешното прилагане на пазарния подход е необходима разнообразна финансова, пазарна, икономическа информация за предприятията аналози, с които оценяваното предприятие се сравнява.

За предприятията аналози (еталони) трябва да има директна ценова информация – борсови цени, цени на сделки с цели предприятия или на обособени части, с пакети от акции.

Използването на предприятия-аналози предполага те да бъдат сравними по основни характеристики с оценяваното предприятия; акциите им да са търгувани на фондовата борса или да са сменили собственика си в непосредствена близост до датата на оценката.

Условия за прилагането на подхода:

- Функциониращ капиталов пазар**
- Откритост на информацията**

КОГА Е НАЙ-ПОДХОДЯЩ СРАВНИТЕЛНИЯТ ПОДХОД

- **Този подход е най-лесен за ползване, когато**
 - са налице голям брой активи, сравними с този, който оценяваме
 - цените на тези активи се задават от пазара
 - съществува използвана променлива величина, която може да се ползва за стандартизиране на цената
- **Този подход работи най-добре за инвеститори, които**
 - разполагат със сравнително кратък времеви хоризонт
 - могат да предприемат действия, за да се възползват от относителна грешка в оценката; например хедж фонд може да купи подценените и да продаде надцените активи

Използването на данни за компании-аналози:

- Е задължително в САЩ
- Повишава качеството на оценителските услуги
- Изисква задълбочени знания за особеностите на счетоводната отчетност по страни
- Предполага познаване работата на фондовите пазари
- Се прилага от инвестиционните банкери за проверка на резултатите по метода на дисконтираните парични потоци
- Позволява извършване на “бърза оценка” с цел определяне на ценовия диапазон

Предприятия аналози – начини и критерии за определянето им

- Дружеството аналог е дружеството, което осигурява достатъчно добра база за сравнение спрямо инвестиционните характеристики на оценяваното предприятие
- Изборът на аналог трябва да бъде обоснован чрез сравнителен анализ и оценка на техническите характеристики и степента на сходство с характеристиките на оценяваното дружество
- Аналогът се избира по критерии като: вид дейност, вид произвеждана продукция (услуги), размер на компанията, размер на печалбата и на изплатените дивиденди, отраслови позиции, стадий на развитие (стадий от жизнения цикъл), управленска структура, структура на капитала, география на пазарите, балансова стойност, кредитен статус
- Аналогът трябва да има публикувани финансови отчети, даващи възможност да бъде обхванат най-близкия едногодишен период, да има сключени сделки с акции на дружеството

Теоретична основа на подхода

- ❑ Оценителят използва в качеството на ориентир реално осъществени продажби на аналогични цели предприятия или на пакети от акции.
 - ❖ Пазарът отчита многочислени фактори, влияещи върху стойността на собствения капитал (търсене, предлагане, равнище на риска, перспективи на развитие на отрасъла, особености на предприятието)

- ❑ Цената на предприятието отразява неговите производствени и финансови възможности, пазарен дял, перспективи, качество на мениджмънта. Следователно, в аналогичните предприятия трябва да има съвпадение на съотношенията между цената и показатели като печалба, дивидент, собствен капитал, приходи от продажби и др.п.

- ❑ Приложението на подхода се основава на предположението, че инвеститорът действа по принципа на алтернативната инвестиция и може да инвестира както в предприятието-аналог, така и в оценяваното предприятие.
 - ❖ Инвеститорът влагайки пари купува преди всичко бъдещ доход. Производствени, технологични и други особености на конкретния бизнес интересуват инвеститора само от гледна точка на перспективите за получаване на доход.

Достойнства на подхода:

- Отразява реалното пазарно търсене и предлагане по отношение на конкретния инвестиционен обект.
- Използва обективни източници на информация.

Недостатъци на подхода:

- Игнорира перспективите за развитие на предприятието в бъдеще.
- Използването му предполага наличие на достъпна финансова информация не само за оценяваното предприятие, но и за подбраните от оценителя предприятия-аналози.
- Използването на подхода предполага серия от корекции в промеждутъчните разчети и окончателната оценка, за да се осигури съпоставимост на оценяваното предприятие с предприятия-аналози.

ИНСТРУМЕНТИ НА ПОДХОДА

- Предприятия аналози
- Пазарни множители

За да се извърши оценка по този подход се избира предприятие, аналогично на оценяваното, което вече е продадено (като цяло или пакети от акции).

Продаденото предприятие се разглежда като **АНАЛОГ (ЕТАЛОН)** и за него се изчислява съотношения между продажната му цена и някои от неговите финансови показатели. Тези съотношения се наричат **ПАЗАРНИ МНОЖИТЕЛИ**.

Пазарни множители (мултипликатори) –
представяват отношение между цената на аналога,
реализирана на пазара и определен финансов
показател (нетна печалба, брутна печалба, паричен
поток, дивидент, собствен капитал, балансова стойност
на активите и др.) В практиката се използва повече от
един множител (мултипликатор).

ИНСТРУМЕНТИ НА ПОДХОДА

Пазарен множител на аналога = Цена на аналога/Финансов показател на аналога
 $СПС_{оп} = \text{Пазарен множител на аналога} \times \text{Финансов показател на оценяваното предприятие}$

ВАЖНО!!! Финансовият показател на аналога и на оценяваното предприятие трябва да са идентични и да са изчислени по еднакъв начин!!!!

Пазарни множители

Пазарните множители се изчисляват за предприятието като цяло или за една акция. В първия случай в числителя на съотношението е включена пазарната цена на цялото предприятие-аналог, а във втория – пазарната цена на 1 акция от капитала на аналога. Същото се отнася и за знаменателя на съотношението – финансовия резултат от цялото предприятие-аналог или от 1 акция от капитала му.

Пазарни множители

В оценителската практика има две групи пазарни множители - интервални и моментни:

Интервални мултипликатори:

- 1) Цена _{аналог/} / Нетна печалба (след облагане) _{аналог/}
- 2) Цена _{аналог/} / Брутна печалба (преди облагане) _{аналог/}
- 3) Цена _{аналог/} / Дивиденди _{аналог/}
- 4) Цена _{аналог/} / Парчен поток _{аналог/}
- 5) Цена _{аналог/} / Приходи от продажби _{аналог/}

Моментни мултипликатори:

- 1) Цена _{аналог/} / Балансова стойност _{аналог/}
- 2) Цена _{аналог/} / Чиста стойност на активите _{аналог/}

Цена на аналога

Изчисляване цената на аналога:

1. Цена на аналога = Пазарната капитализация
(само за компании, търгувани на фондовата борса)
2. Цена на аналога = Пазарната капитализация +
пазарна оценка на дългосрочния (или целия) дълг
+ пазарна цена на привилегировани акции
3. Цена на аналога = фактически заплатената цена
за предприятие, което не се търгува на ФБ

Методи за реализиране на подхода

- ⊙ Метод на сделките
- ⊙ Метод на капиталовия пазар
- ⊙ Метод на отрасловите коефициенти

Метод на сделките

АЛГОРИТЪМ:

- Подбор на предприятия АНАЛОЗИ
- Определяне на ПАЗАРНИ МНОЖИТЕЛИ (мултипликатори) за предприятието аналог
- Определяне на СПРАВЕДЛИВАТА ПАЗАРНА СТОЙНОСТ НА КОНТРОЛНИЯ ПАКЕТ или на предприятието като цяло чрез пазарния множител

Прилагането на метода изисква:

- Информация за фактически осъществени продажби на контролни (или крупни) пакети акции или дялове в бизнеса
- Подробен анализ на фактически сделки
- Избор на цена – на последната сделка, средна или среднопретеглена цена за определен период
- Оценка на стойността на компанията на равнището на контролен или крупен пакет акции (дялове).

Метод на сделките

ВАЖНО!! този метод отчита премията за контрол в зависимост от размера на пакета, с който е извършена сделката



Методи на пазарния подход

МЕТОД НА КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР

- ⊙ Основава се на пазарните цени на акциите на предприятията-аналози, формирани на фондовата борса. База за сравнение е цената на една акция на дружество, търгувано на борсата.
- ⊙ Методът позволява да се определи стойността на неконтролен пакет от акции на оценяваното предприятие.

Метод на сделките и метод на капиталовия пазар – общото и различното

Общото между двата метода

- Технологията (алгоритъма) на реализиране на методите
- Използвания инструментариум

Различното между двата метода

- Вида на изходната информация
- Отчитане на елементите на контрол
- Резултатът от оценката
- Факторът време по отношение на анализирани сделки

Вид на изходната информация

Метод на сделките

- Цени на продадени цели предприятия
- Цени на продадени контролни пакети от акции
- Информация за сливания и поглъщания

Метод на капиталовия пазар

- Цени на единични акции на предприятията аналози

Отчитане на елементите на контрол

Метод на сделките

- Цена на контролен пакет акции - включва премията за контрол
- Цени на цели предприятия – включва премията за контрол

Метод на капиталовия пазар

- Цената на една акция не отчита никакви елементи на контрола

Резултат от оценката

Метод на сделките

- Стойност на контролен пакет или на цялото предприятие

Метод на капиталовия пазар

- Стойност на една акиця и или на неконтролен пакет

Факторът време по отношение на анализираните сделки

Метод на сделките

- Информация за по-рано извършени сделки

Метод на капиталовия пазар

- Данни за текущите цени на акции

Предимства на сравнителната оценка

- ❑ Сравнителната оценка е много по-вероятно да отразява пазарни виждания и настроения отколкото оценката по метода на дисконтираните парични потоци.
- ❑ Сравнителната оценка по принцип изисква по-малко информация от оценката по метода на дисконтираните парични потоци.

МЕТОД НА ОТРАСЛОВИТЕ КОЕФИЦИЕНТИ

Използва коефициенти, отразяващи специфичната за отрасъла корелация между пазарната стойност на аналога и определен икономически показател. Тези коефициенти се дефинират на базата на многогодишни наблюдения върху определени отрасли.

В специализираната литература се посочват за развитите икономики отраслови коефициенти като:

- За търговия на дребно – цената е от 0.75 до 1.5 спрямо чистия годишен доход +запасите + стойността на оборудването, с които разполага оценяваното предприятие
- Кафенета и дневни барчета – цената = обема на продажбите за половин година + стойността на лиценза
- Пицарии – цената = месечната печалба x 4 +стойността на запасите
- Хлебопекарни – цената = 15% от годишните приходи от продажби + стойността на запасите + стойността на оборудването

ДОХОДЕН ПОДХОД В ОЦЕНКАТА НА БИЗНЕСА



Доходен подход

Синонимни наименования

- Приходен подход
- Подход на дохода
- Доходен подход

Основна хипотеза:

Справедливата пазарна стойност (СПС) на оценяваното предприятие е осъвременена стойност на бъдещите доходи и ползи от владението му.

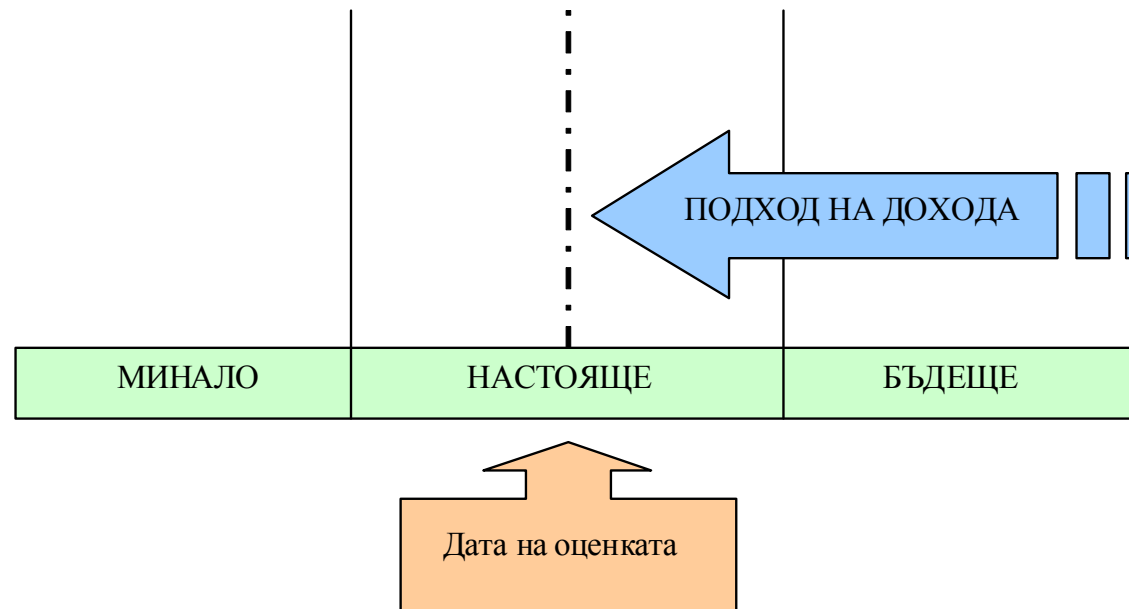
Доходен подход

Подходът:

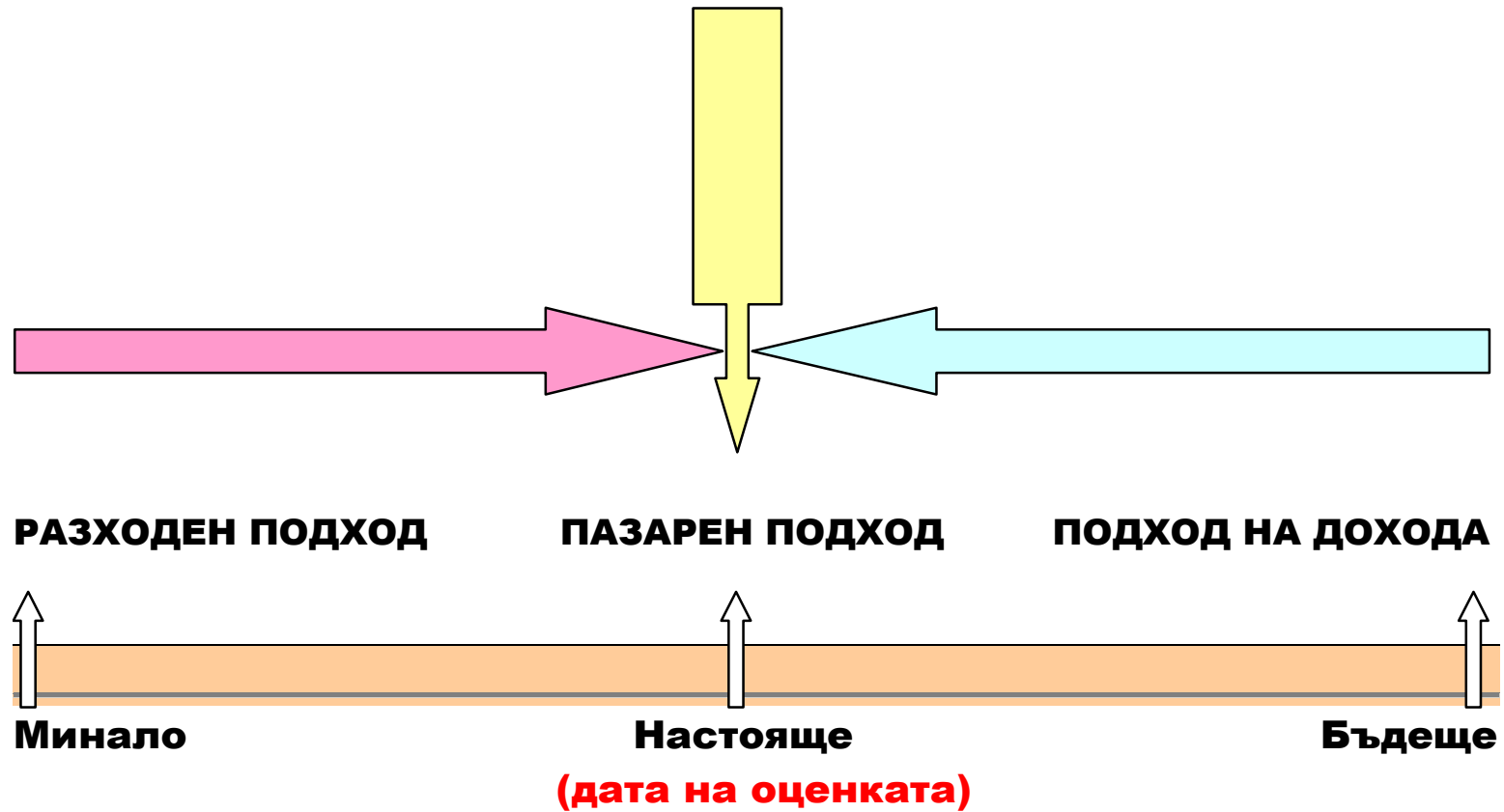
- оценява потенциала на предприятието да генерира доход
- определя възвращаемостта на инвестицията за придобиване на предприятието

!!! Прилага се само при действащи предприятия.

Направление на реализиране на доходния ПОДХОД



Направление на реализиране на подходите за оценка



Доходен подход

Предимства

- ❑ Оценката на стойността е свързана с бъдещите доходи
- ❑ Отчита риска на инвестициите
- ❑ Отчита пазарната ситуация чрез нормата на дисконтиране.

Недостаци

Прогнозите в условията на неопределеност не са достатъчно надеждни

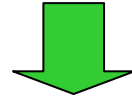
Икономическото износване може коректно да се оцени за всички активи на предприятието, но може да се разпредели по отделни активи

Методи за оценка в подхода на дохода

- 1) **Метод на капитализирания доход за един период**
- 2) **Метод на дисконтираните парични потоци**
- 3) **Метод на свръх дохода**

!!! Активни методи за оценка

МЕТОД НА КАПИТАЛИЗИРАНИЯ ДОХОД



Осъвременява бъдещите доходи като един представителен по размер доход се раздели на коефициента (норма) на капитализация, т.е. доходът се капитализира.

Капитализиране на доход – процес, определящ взаимовръзката между бъдещия доход и настоящата стойност на оценявания обект.

МЕТОДЪТ СЕ ПРЕПОРЪЧВА ЗА ОЦЕНКА НА:

- “Зрели” предприятия, които имат печеливша стопанска история, натрупани активи и функционират стабилно.
- Предприятия, за които се очаква, че бъдещите доходи (*напр. нетна печалба, брутна печалба*) са приблизително равни на текущите и темпът на растеж ще бъде **умерен, предсказуем и положителен!**
- Предприятия, за които не съществува достатъчна и надеждна информация за достоверна средносрочна прогноза поради нестабилност на икономическата среда.

ИЗИСКВАНИЯ ЗА ПРИЛАГАНЕ НА МЕТОДА:

- Доходът, който се капитализира, трябва да е резултат от основната дейност на предприятието.
- За всеки вид доход да се прилага подходящ коефициент на капитализация.

Алгоритъм на приложението на метода

- Стъпка 1.** Анализ на финансовата отчетност за ретроспективен период (3-5 години)
- Стъпка 2.** Избор на доход, който ще бъде капитализиран.
- Стъпка 3.** Изчисляване на адекватен коефициент на капитализация.
- Стъпка 4** Определяне на предварителна справедлива пазарна стойност
- Стъпка 5.** Въвеждане на корекции за наличието на неоперативни или нефункциониращи активи, ако има такива.
- Стъпка 6.** Корекция за контролен (миноритарен) пакет.

Основна формула

$$\text{СПС (PV)} = D_t / K_k = D_t / (K_k - g) = D_0 (1 + g) / (K_k - g)$$

където:

Do – доход от минал интервал (година)

Dt - доход в един следващ интервал (година)

Kk– коефициент (норма) на капитализация

Kd – коефициент (норма) на дисконтиране

ВАЖНО!!! Към СПС (PV), дефинирана с горното уравнение трябва да се прибави и стойността на неоперативните активи, за да се получи справедливата пазарна стойност на предприятието.

ИНСТРУМЕНТИ НА МЕТОДА

Коефициент (норма) на капитализация

Коефициентът на капитализация превръща един безкраен паричен поток с еднакви стойности в настояща стойност. Коефициентът на капитализация представлява делител, който се използва за преобразуване величината на печалбата или паричния поток за един период в показател на стойността.

Коефициентът на капитализация (K_k) се определя по два начина:

● Чрез релацията $K_k = K_d - g$, където:

K_d - коефициент на дисконтиране; g – темп на растеж

● Чрез пазарния множител "цена/нетна печалба" (P/E). В този случай $K_k = 1:P/E$

ИНСТРУМЕНТИ НА МЕТОДА

Доход

Видове доход за един период, капитализиран в оценката:

- Печалба преди амортизация, лихви и данъци
- Брутна печалба (преди лихви и данъци)
- Печалба преди лихви, след данъци (ЕВІТ)
- Нетна печалба
- Икономическа печалба/икономическа добавена стойност (ЕVА)
- Дивидент (за оценка на неконтролни пакети от акции)
- Паричен поток

Основни подходи за определяне на дохода за един период:

- Доход за последния отчетен период (по счетоводни данни)
- Усреднено значение на дохода за няколко отчетни периода
- Доходът за първата година след отчетния период, получен по метода на екстраполацията

ИНСТРУМЕНТИ НА МЕТОДА

Доход

!!! ВАЖНО!!!

При определяне на дохода, който ще се капитализира, е необходимо да се отстранят случайните отклонения в потока му през анализирания период, т.е. **доходът да се нормализира.**

Пример 1

Показател	2001	2002	2003	2004	2005	2006	СУМА
Нетна печалба	20000	24000	21000	26000	28000	30000	
Тегло	1	2	3	4	5	6	21
<i>Претеглена нетна печалба = нетна печалба x тегло</i>	20 000	48 000	63 000	104 000	140 000	180 000	555 000
Среднопретеглена стойност на нетната печалба	$555\ 000 : 21 = 26\ 429$ хил.лв						

Пример 2

В случая следваме общото правило - по-голяма тежест да се дава на по-близките във времето данни. Приемаме следните коефициенти на тежест по години - 0.1, 0.2, 0.3 и 0.4. Сумата им е равна на 1. Нормализираната (среднопретеглена) брутна печалба за периода се определя като сума от претеглената стойност на печалбата през последните четири години:

Показатели	1998	1999	2000	2001 г. – прогнозна година
Времеви ред на брутната печалба	1500	1415	584	1396
Относителни тегла	0,1	0,2	0,3	0,4
Претеглена стойност	150	283	175	558
НОРМАЛИЗИРАНА БРУТНА ПЕЧАЛБА $(150 + 283 + 175 + 558) = 1166$				

Метод на дисконтираните парични потоци

Според този метод пазарна стойност на компанията представлява сумата от дисконтираните към настоящия момент, разумно очаквани бъдещи доходи, за един практически неограничен срок. Тези доходи са действителни, т.е. инвеститора наистина ще ги получи, ако се сбъдне прогнозата, на основата, на която те са определени.

Методът на дисконтираните парични потоци се използва в практиката най-често в следните варианти:

- Свободен паричен поток за собствен капитал - FCFE
- Свободен паричен поток на фирмата (Собствен капитал + лихвоносен дълг) – FCFF
- Дисконтиране на дивидентите – DDM




При този метод се препоръчва активите на предприятието да се разделят на оперативни и неоперативни. Неоперативните се оценяват отделно, например по МЧСА и получената стойност се добавя към оценката на оперативните активи, получени по Метода на дисконтираните парични потоци.

Метод на дисконтираните парични потоци

Използва се в случаите, когато прогнозните парични потоци съществено се отличават от текущите и са положителни величини. Оценката се извършва на базата на прогноза, чиито фундамент се формира от:

- Ретроспективна информация за предприятието и
- Очаквания, свързани с бъдещото развитие на предприятието

Предимства на метода:

-  отчитане на риска на инвестициите;
-  отчитане ситуацията на капиталовия пазар чрез нормата на дисконтиране;
-  оценка на стойността на базата на очаквани бъдещи доходи.

ПРОГНОЗЕН И СЛЕДПРОГНОЗЕН ПЕРИОД

ПРОГНОЗЕН ПЕРИОД

Прогнозирането на паричните потоци се извършва за периода 3-7 години. Тъй като рискът от отклонение на прогнозата е голям, се съставя “ветрило” от прогнози – **ПЕСИМИСТИЧНА, ОПТИМИСТИЧНА И НАЙ-ВЕРОЯТНА**. На всяка прогноза се дава тежест и се определя среднопретегления паричен поток.

Прогнозният период се отбелязва с $i = 1, 2, 3, \dots, n$. Стойността на предприятието през прогнозния период се нарича ПРОГНОЗНА СТОЙНОСТ.

СЛЕДПРОГНОЗЕН ПЕРИОД

Предприятието продължава да функционира и в следпрогнозния период. В зависимост от перспективите, в този период са възможни различни варианти на развитие – от стабилен ръст до банкрут. Периодът се отбелязва с $n+1, \dots, \infty$.

Стойността на предприятието през следпрогнозния период се нарича **СЛЕДПРОГНОЗНА (ТЕРМИНАЛНА, ОСТАТЪЧНА) СТОЙНОСТ.**

Причини за разделяне на стойността на две части –
ПРОГНОЗНА И СЛЕДПРОГНОЗНА:

- 1) За повечето предприятия, периодът през който разумно могат да прогнозират продажбите си и свързаните с тях доходи са 5-7 години. След това състоянието на икономиката, технологиите и конкуренцията стават неопределени.
- 2) Въвеждането на следпрогнозната стойност облекчава процеса на дефиниране (изчисляване) на стойността в един много по-дълъг период.

СЛЕДПРОГНОЗНАТА СТОЙНОСТ има много по-голям относителен дял в съвкупната стойност на предприятието. Причината е, че през прогнозния период паричният поток се намалява с разходите за оборотни средства и с капитални вложения, които трябва да породят по-голям паричен поток в следващите години.

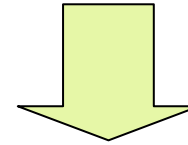
Отрасъл	Дял на CF в прогнозния период (в %)	Дял на CF в следпрогнозния период (в %)
1	2	3
Фармация	11	89
Компютърни мрежи	13	87
Издателска дейност	14	86
Програмно осигуряване	16	84
Комунални услуги	25	75
Тютюнева промишленост	44	56
Спортни стоки	19	81
Високи технологии	-25	125

Основни варианти на следпрогнозно развитие на компанията

Варианти за развитие на компанията в следпрогнозния период	Предполагаме ръст	Темп на ръст (g)	Оценка на терминалната стойност (TV)
Подържане на дейността	Нестабилен	$g = 0$	$CF / d - g$
Разширяване на дейността	Стабилен	$g > 0$	$CF * (1 + g) / (d - g)$
Свиване на дейността	Намаляващ	$g < 0$	По ликвидационна стойност

Формула за следпрогнозната стойност на потока (TV)

$$PV = \sum_{i=1}^{\infty} CF_i / (1+d)^i = \sum_{i=1}^n CF_n / (1+d)^n + TV * 1 / (1+d)^n$$



$TV * 1 / (1+d)^n = PTV =$ сегашна терминална стойност

ВИДОВЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ

Брутен паричен поток, представляващ сумата на чистата (нетната) печалба и амортизациите – GCF

◆ $GCF = \text{Нетна печалба (NI)} + \text{Амортизация}$

Този поток е резултат от оперативната дейност на предприятието

Паричен поток на собствения капитал или наричан още свободен паричен поток на акционерите (собствениците) – FCFE.

◆ $FCFE = \text{Нетна печалба (NI)} + \text{Амортизации} - \text{Изменението на оборотния капитал (\Delta OK)} - \text{Капиталови разходи} - \text{Намалението на главницата по дълга} + \text{Увеличението на главницата по дълга}$

Формула за FCFE

$$FCFE = NI + Dep - FCInv - \Delta WCInv - PP - PD + ND,$$

където:

FCFE – нетни парични потоци за обикновените акционери

NI – нетна печалба

Dep - амортизация

FCInv - инвестиции в дълготрайни активи

$\Delta WCInv$ – изменението на оборотен капитал

PP – погашения по главници

PD – дивиденди за привилегировани акции

ND – нов дълг, както и постъпления от издаване на емисии привилегировани акции

При този методи нетните парични потоци се дисконтират с цената на финансиране със собствен капитал, определена напр. по метода на капиталовите активи (CAPM)

ВИДОВЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ

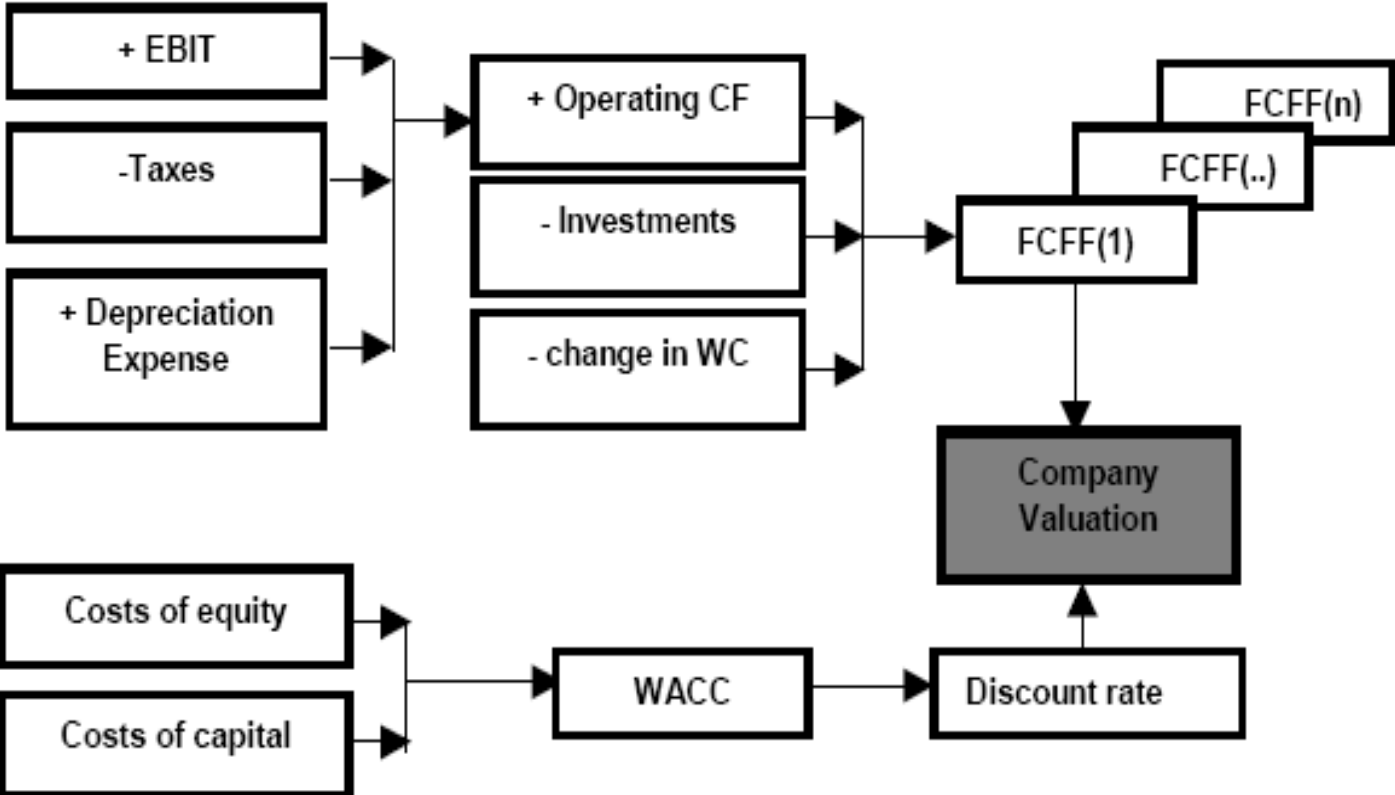
Паричен поток на инвестиран капитал (собствен и привлечен), наричан още свободен паричен поток на инвестирания във фирмата капитал - **FCFF**

- ◆ *FCFF = Печалба преди лихви и данъци (EBIT) – Данъци = Печалба след данъци преди лихви + Амортизация – Изменението на оборотния капитал – Капиталовите разходи*

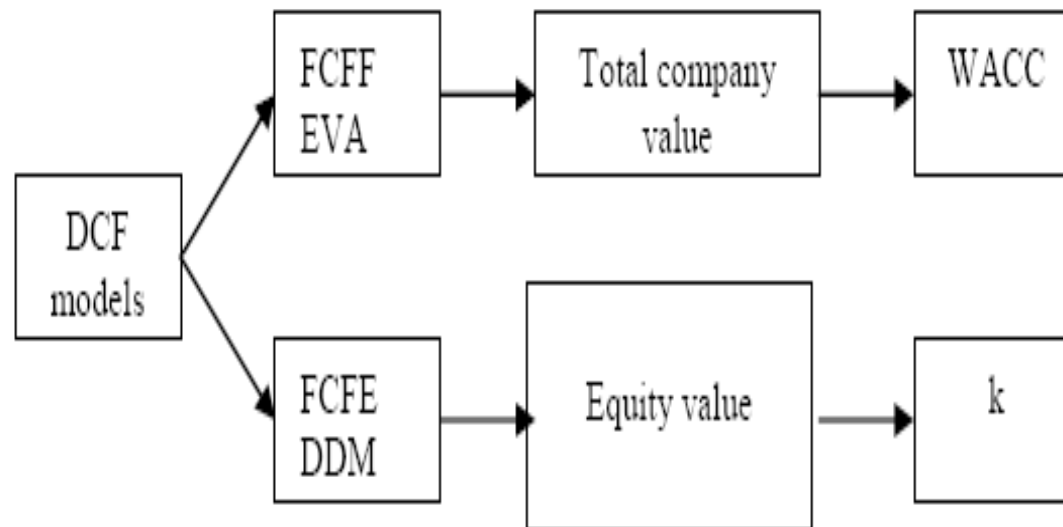
$$FCFF = EBIT (1 - \text{Данъци}) + \text{Амортизация} - KB - \Delta OK$$

В СЛУАЯ НЕТНИТЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ СЕ ДИСКОНТИРАТ СЪС СРЕДНО ПРЕТЕГЛЕНАТА ЦЕНА НА КАПИТАЛА (WACC)

МОДЕЛИ НА ПАРИЧНИ ПОТОЦИ



МОДЕЛИ НА ПАРИЧНИ ПОТОЦИ



ВИДОВЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ

Съществуват няколко разновидности на модела на дисконтиране на свободния паричен поток, подходящи за прилагане в различните етапи от живота на компанията:

- Еднофазен (или базисен), приложим при стабилен ръст на институцията,
- Двухфазен, използван при съчетаване на ускорен ръст в началната фаза на развитие с фаза на постоянно нарастване
- Трифазен, съчетаващ фаза на висок ръст, преходен период и фаза на стабилен ръст

Най-често в практиката се използват първите два модела.

Базисен (еднофазен) модел

В базисния модел с дисконтиране на дивидентите, цената на акцията е настоящата стойност на очакваните дивиденти от тази акция. Ако допуснем, че акциите на публично търгуваните компании имат безкраен живот, можем да представим тяхната цена с формулата:

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DPS_t}{(1+k_e)^t}$$

където:

P = цена на акцията;

DPS_t = Очаквания дивидент на акция в период t ;

k_e = Цена на собствения капитал.

Базисен (еднофазен) модел

В случая, когато очаквания темп на ръст на дивидентите (g) е константен, този модел се превръща в т. нар. модел на Гордън:

$$P = \frac{DPS_1}{k_e - g}$$

Двуфазен модел

В по-общия случай, където дивидентите растат с норма, която не се очаква да е значителна или константна за дълъг период от време, можем да допуснем, че нормата на растеж ще бъде с постоянен размер в определен период от бъдещето. Това ни позволява да оценим цената на акцията като прогнозия период разделим на два периода:

- период със значително нарастване и
- период с постоянно нарастване, което само по себе си представлява модела на Гордън.

където,

$$P_n = \frac{DPS_{n+1}}{k_e - g_n}$$

n - брой години;

g_n е нормата (темът) на нарастване след n-тата година;

k_e = цена на собствения капитал;

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{DPS_t}{(1+k_e)^t} + \frac{P_n}{(1+k_e)^n}$$

Трифазен модел

Трифазният модел се състои от три етапа:

- първия се характеризира с висок ръст на печалбите;
- вторият етап е етап на преход от фаза с висок ръст към фаза с устойчив ръст;
- третият е етап с устойчив ръст, който продължава вечно.

$$P = \sum_{t=1}^{n1} \frac{EPS_0 * (1 + g_a)^t * H_{hg}}{(1 + k_e)^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{DPS_t}{(1 + k_{e,t})} + \frac{EPS_{n2} * (1 + g_n) * H_{sg}}{(k_{e,sg} - g_n)^n (1 + r)^n}$$

↓

Фаза 1 - Висок ръст

↓

Фаза 2 - Преходен етап

↓

Фаза 3 - Устойчив ръст

Трифазен модел

където,

EPS_t = печалба на акция в година t ;

DPS_t = Очаквания дивидент на акция в период t ;

g_a = темпа на ръст през фазата на висок растеж;

g_n = темпа на ръст през фазата на стабилен растеж;

H_{hg} = коефициента на изплащане през фазата на висок растеж;

H_{sg} = коефициента на изплащане през фазата на стабилен растеж;

k_e = цена на капитала;

$k_{e,t}$ = цена на капитала през преходния етап;

$k_{e,sg}$ = цена на капитала през етапа на устойчив ръст;

$(1+r)^n$ = натрупана цена на капитала до година n .

Този модел премахва много от ограниченията на предните два модела, но изисква значително по-голямо количество входни параметри – коефициент на изплащане, който може да е различен през различните години, темп на ръст, бета коефициенти.

Предимства на метода по дисконтираните парични потоци

- ❑ Тъй като правилно направената оценка по дисконтираните парични потоци се основава на основните характеристики на актива, би трябвало тя да се влияе по-малко от настроенията и вижданията на пазара.
- ❑ Ако като добър инвеститор предпочиташ да купуваш бизнеси пред това да купуваш акции, оценката на дисконтираните парични потоци е правилния начин да мислиш за това, какво получаваш, когато купуваш актива.
- ❑ Оценката на дисконтираните парични потоци те кара да се замислиш върху фундаменталните характеристики на фирмата и да разбереш бизнеса ѝ.

Недостатъци на оценката по дисконтираните парични потоци

- ❑ Тъй като става въпрос за опит да се дефинира справедливата пазарна стойност, са необходими много повече входящи данни и информация, отколкото при други подходи за оценка
- ❑ Тези входящи данни и информацията са не само променливи (и трудни за определяне), но могат да бъдат и манипулирани от обиграни анализатори, за да покажат извода, който тя или той желае
- ❑ При този метод на оценяване съществува възможност всяка акция на пазара да бъде надценена. Това налага използване в процеса на оценката и на други методи, които да коригират отклоненията.

Кога оценката по метода на дисконтираните парични потоци е най-подходяща за прилагане

- ❑ Този метод е най-лесен за прилагане при активи (предприятия), чиито:
 - Парични потоци за момента са положителни и
 - Могат да бъдат предвидени в обозримо бъдеще
- ❑ Работи най-добре за инвеститори, които или
 - разполагат с дълъг времеви хоризонт, което би позволило на пазара да коригира грешките в оценката си или
 - са способни да предоставят нужния катализатор, за да приближат цената до стойността

ФОРМИРАНЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ ЗА ОЦЕНКАТА

Използването на повече от един метод за оценка води до получаване на диапазон от стойности. Претегляне на резултатите от прилагането на отделните методи става на база на:

- Математическо претегляне
- Субективното претегляне

При математическото претегляне на всеки метод се дава тегло (%), като сумата от теглата на всички използвани методи трябва да бъде равна на 100%.

Метод	Оценка (х.лв)	Тегло на метода (%)	Претеглена стойност (х.лв)
Метод на дисконт. парични потоци	1 500 000	25%	375 000
МЧСА	1 100 000	60%	660 000
Метод на капиталовия пазар	1 620 000	15%	243 000
СРЕДНОПРЕТЕГЛЕНА СТОЙНОСТ		100%	1 278 000

При субективното претегляне на стойността, оценителят описва само факторите, на основата на които е получено заключението за стойността, без изрично да заявява конкретните тегла на отделните методи. Този подход е препоръчителен за използване от оценители с голяма практика и опит.

Определяне стойността на контролни и неконтролни пакети от акции

В процеса на оценката може да се определи стойността на цялото предприятие (100% акции) или на миноритарен пакет, а понякога и стойността на една акция от капитала.

В целта на оценката трябва да е указано за какъв пакет става дума – контролен или неконтролен. Изясняването на тези въпроси е свързано с това какви поправки трябва да се направят в оценката.

Методите на **ДОХОДНИЯ** подход позволяват да се изчисли стойността на **контролен пакет**, защото:

- Изразяват цената, която инвеститора би заплатил за владение на предприятието
- Разчетите върху паричния поток се основават на контрола за решенията за дейността на предприятието

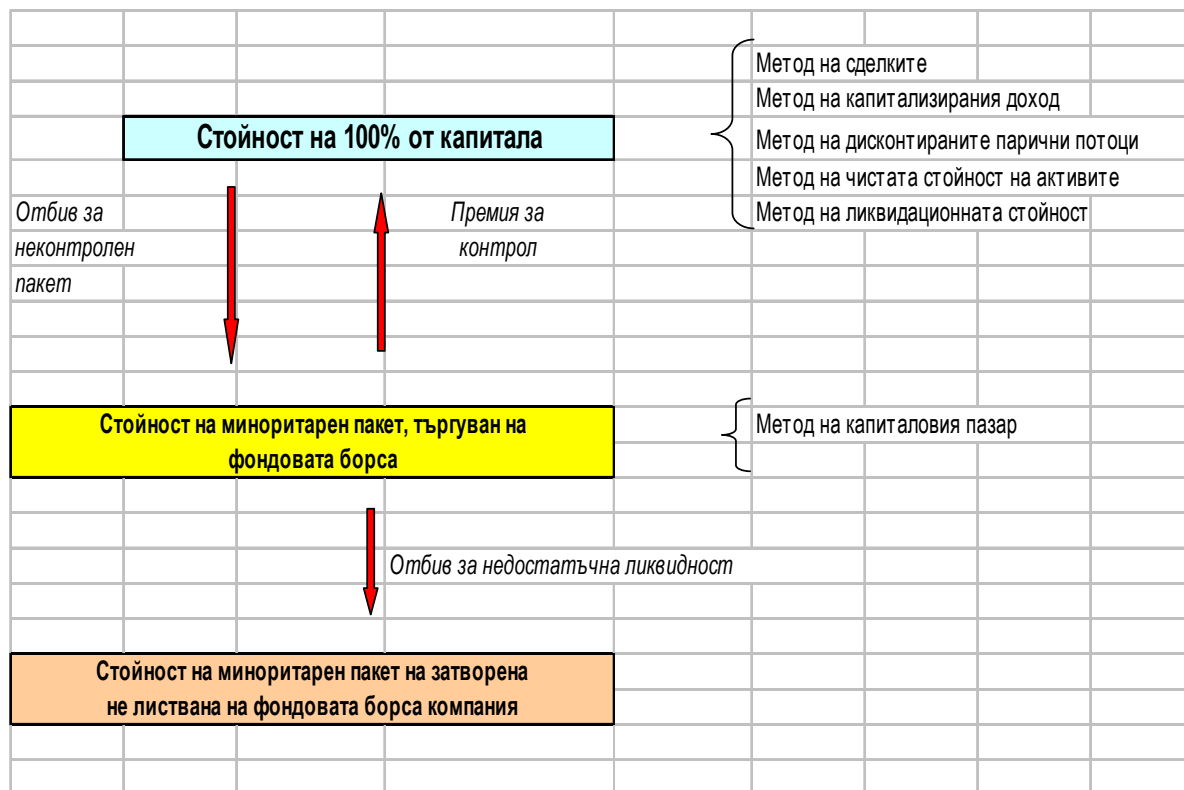
Определяне стойността на контролни и неконтролни пакети от акции

Методите на **РАЗХОДНИЯ (имуществен) подход** позволяват да се изчисли стойността на **контролен пакет**, защото само владеещият контролен пакет акции може да определя политиката в областта на активите – да се купуват, да се продават, ликвидират и т.н.

При **ПАЗАРНИЯ подход** се изчислява:

- ❑ **стойността на контролен пакет**, ако се прилага метода на сделките, тъй като този метод се основава на сравнителен анализ на цените на контролни пакети от акции на сходни компании.
- ❑ **стойността на миноритарен пакет**, ако се прилага метода на капиталовия пазар.


Използване на премии и отбиви при определяне стойността на капитала



Използване на премии и отбивви при определяне стойността на капитала


При определяне на заключението за стойността могат да бъдат внесени следните поправки в оценката:

- ❑ **ПРЕМИЯ ЗА КОНТРОЛ** – стойностен израз на предимството, свързано с владението на контролен пакет от акции. Отражава допълнителните възможности за контрол върху предприятието (избор на съвет на директорите, определяне възнагражденията на мениджърите и техните привилегии, определяне на политиката на предприятието, приемане на решения за сливане, поглъщане, ликвидация, решения за нови емисии, изплащане на дивиденди и т.н.).

 **Пример.** Всички акции в компанията са разпределени между трима акционери. Двама от тях владеят крупни пакети, а третият – не голям пакет. Третият може да получи **премия за своя пакет**, свърх стойността на дялът му в капитала, защото при гласуване неговите акции могат да наклони везните в зависимост от това към кой от големите пакети се присъединява. Премията за контрол е в рамките на 30-40%,

Използване на премии и отбиви при определяне стойността на капитала

- **ОТБИВ ЗА НЕКОНТРОЛЕН ПАКЕТ АКЦИИ** – намаление на стойността на оценения пакет акции с отчитане на неконтролния му характер.

 **Пример.** Всичките акции в компанията са разпределени в няколко равни крупни пакети, но нито един от тях не дава права на пълен контрол. В този случай, ще се направи отбив за неконтролен пакет, но размерът на този отбив ще бъде по-малък отколкото за миноритарен пакет, не даващ никакъв контрол. В резултат сумата от стойността на пакети ще бъде по-малка от стойността на пълния контрол, т.е. от стойността на предприятието. В практиката отбивът за неконтролен пакет е около 23-25% от стойността.

ПРИМЕРНА ЗАДАЧА ЗА ОЦЕНКА ПО МЕТОДА НА ДИСКОНТИРАНИТЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ



Задача

Възложено Ви е да определите стойността на компания „Коновър” във връзка с предстоящото ѝ сливане със сродно предприятие от бранша. Оценката извършвате с помощта на метода на дисконтираните парични потоци за инвестиран капитал. Прогнозният период е 4-годишен и обхваща 2004-2007 г. За извършване на оценката разполагате със следните данни:

Ръст на продажбите

През 2004 г. спрямо 2003 г. – 15%

През 2005 г. спрямо 2004 г. – 10%

През 2006 г. спрямо 2005 г. – 8%

През 2007 г. Спрямо 2006 г. – 8%

Обемът на продажбите през 2003 г. възлиза на 100 000 лв

Продължение

Себестойността на продажбите, вкл. амортизацията, през 2003 г. Формира 88.7% от обема на продажбите през същата година. През прогнозирания период себестойността постоянно се снижава и от обема на продажбите формира през:

2004 г. – 87.2%

2005 г. – 86.2%

2006 г. – 86.7%

2007 г. – 85%

Данъчната ставка върху печалбата е 15%.

Ръстът на паричния поток в следпрогнозния период е 5%

Амортизацията е 2000 лв през всяка година на прогнозния период.

Инвестициите общо (в дълготрайни активи и в оборотен капитал) за всяка от прогнозните години представляват 40% от приръста на приходите

Коефициента на дисконтиране (Кд) = 17%

Изчисление

№	Показатели	Отчетна год.	Прогнозен период				Следпрогноз. период
		2003	2004	2005	2006	2007	
1	Приходи от продажби	100 000	115 000	126 500	136 620	147 550	
2	Годишен ръст на продажбите в %		15%	10%	8%	8%	
3	Абсолютен ръст на продажбите по години		15 000	11 500	10 120	10 930	
4	Отн. дял на себестойността в приходите от продажби	88,70%	87,20%	86,20%	86,70%	85%	
5	Себестойност, вкл. амортизации		100 280	109 043	118 450	125 417	
6	Брутна печалба (р.1-р.4)		14 720	17 457	18 170	22 132	
7	Нетна печалба = р.6 * (1-Данъците)		12 512	14 838	15 445	18 813	
8	Амортизация		2000	2000	2000	2000	
9	Инвестиции общо = 40% от абсолютния приръст на продажбите по години (р.3*40%)		6 000	4 600	4 048	4 372	
10	Чист паричен поток (р.7+р.8-р.9)		8 512	12 238	13 397	16 441	
11	Ръст на паричния поток в следпрогнозния период						5%
12	Коеф. капитализация						12%
13	Коеф. дисконтиране		17%	17%	17%	17%	
14	Дисконтиран паричен поток		7275	8940	8365	8774	
15	Настояща стойност на прогнозната част на паричния поток	33 354					
16	Терминална стойност = $(16441*1.05)/0,12/1.17^4$	76 770					
СПС по метода на DCF (р.15+р.16)		110 124					

**ПРИМЕРНИ ЗАДАЧИ ЗА ОЦЕНКА ПО МЕТОДА
НА ЧИСТАТА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ**



Задача 1.

Ако Справедливата пазарна стойност на предприятието (СПС), след оценката по Метода на чистата стойност на активите (МЧСА), е 22 000 лв, а задълженията му възлизат на 36 000 лв, каква е пазарната стойност на активите.

Решение:

$$\text{СПС}_{\text{мчса}} = \text{СПСА} - \text{ПСЗ}$$

$$22\ 000 = \text{СПСА} - 36\ 000$$

$$\text{СПСА} = 22\ 000 + 36\ 000 = 58\ 000 \text{ лв}$$

Задача 2.

Ако, след оценка по Метода на чистата стойност на активите, пазарната стойност на активите възлиза на 174 300 лв, а задълженията на предприятието са в размер на 82 000 лв, колко е собственият му капитал (или СПС на предприятието).

Решение:

$$\text{СПС}_{\text{мчса}} = \text{СПСА} - \text{ПСЗ}$$

$$\text{СПС}_{\text{мчса}} = 174\ 300 - 82\ 000 = 92\ 300 \text{ лв}$$

Задача 3.

Определете справедливата пазарна стойност (СПС) на компанията „ААА” към 31.12.2004 г., използвайки Метода на чистата стойност на активите (МЧСА) и данните от баланса ѝ:

АКТИВ	Балансова стойност към 31.12.2004 г.	Оценителска корекция	Коригиран баланс по МЧСА
1. Земи	450		
2. Сгради	3240		
3. Машини, съоръжения, оборудване	3010		
4. Дълготрайни нематериални активи	2200		
5. Дълготрайни финансови активи	2100		
ОБЩО ДЪЛГОТРАЙНИ АКТИВИ	11000		
1. Материални запаси	2000		
2. Вземания	2500		
3. Парични средства	1400		
ОБЩО КРАТКОТРАЙНИ АКТИВИ	5900		
СУМА НА АКТИВА	16 900		
ПАСИВ			
1. Собствен капитал	7400		
2. Дългосрочни задължения	8000		
3. Краткосрочни задължения	1500		
СУМА НА ПАСИВА	16 900		

Изходни условия за оценката на „ААА” са:

- Пазарната оценка на земите възлиза на 1200 хил.лв
- Пазарната оценка на сградите е 12 600 хил.лв
- Пазарна оценка на машините е с коректив + 80 хил.лв спрямо балансовата им стойност, а на съоръженията и оборудването – с коректив (-40 хил.лв) спрямо балансовата стойност
- Дълготрайните нематериални активи са оценени без корекции.
- Дълготрайните финансови активи са оценени на 3000 хил.лв
- Пазарната оценка на материалните запаси е занижена с 6% спрямо балансовата им стойност.
- Взиманията са с текущ характер и не съществува риск от несъбиране, поради което са оценени без корекции.
- Всички задължения са оценени без корекции.

Изчисление

АКТИВ	Балансова стойност към 31.12.2004 г.	Оценителска корекция	Коригиран баланс по МЧСА
1. Земи	450	750	1200
2. Сгради	3240	9360	12600
3. Машини, съоръжения, оборудване	3010	40	3050
4. Дълготрайни нематериални активи	2200	0	2200
5. Дълготрайни финансови активи	2100	900	3000
ОБЩО ДЪЛГОТРАЙНИ АКТИВИ	11000	11 050	22 050
1. Материални запаси	2000	-120	1880
2. Вземания	2500	0	2500
3. Парични средства	1400	0	1400
ОБЩО КРАТКОТРАЙНИ АКТИВИ	5900	-120	5780
СУМА НА АКТИВА	16 900	10 930	27 830
ПАСИВ			
1. Собствен капитал	7400	10930	18 330
2. Дългосрочни задължения	8000	0	8000
3. Краткосрочни задължения	1500	0	1500
СУМА НА ПАСИВА	16 900	10 930	27 830
СПС „ААА“ 18 330 хил.лв.			

**ПРИМЕРНИ ЗАДАЧИ ЗА ОЦЕНКА ПО
СРАВНИТЕЛНИЯ ПОДХОД**



Задача 1. Оценете предприятие „Вектор” АД по Метода на сделките, ако разполагате със следните данни:

- ◆ Собствен капитал – 66 000 лв
- ◆ Нетна печалба – 39 000 лв.

За аналог използвате дружеството „Алфа” АД, което неотдавна е било продадено за 300 000 лв. Данните за аналога са:

- Собствен капитал – 30 000 лв
- Нетна печалба – 20 000 лв.

Решение:

Пазарен множител_{аналог} = Цена_{аналог} : Собствен капитал_{аналог} = 300 000 : 30 000 = 10

Пазарен множител_{аналог} = Цена_{аналог} : Нетна печалба_{аналог} = 300 000 : 20 000 = 15

Оценка на „Вектор” АД с помощта на двата множителя

Оценка по първия множител = Пазарен множител_{аналог} x Показател_{оценявяно предприятие} =
= **10 x 66000 = 660 000 лв**

Оценка по втория множител = Пазарен множител_{аналог} x Показател_{оценявяно предприятие} =
= **15 x 39 000 = 585 000 лв**

Окончателната оценка (СПС) се формира като средно претеглена от оценките с помощта на двата множителя:

$$\text{СПС}_{\text{вектор ад}} = (660\,000 + 585\,000) / 2 = 622\,500 \text{ лв}$$

Задача 2. Оценяваното предприятие „Полет“ е получило през последната финансова година брутна печалба в размер на 32 000 лв. Оценителите разполагат с данни, че неотдавна е била продадена фирма-аналог „ЕЛЕМ“ за 190 000 лв, чиято брутна печалба за последната финансова година е 10 000 лв. Определете справедливата пазарна стойност на „Полет“.

Решение:

$$\text{Пазарен множител}_{\text{аналог}} = 190\,000 / 10\,000 = 19$$

$$\text{СПС}_{\text{полет}} = 19 \times 32\,000 = 608\,000 \text{ лв}$$

Задача 3. Оценява се Хоризонт АД с годишна нетна печалба 2 млн.лв. Избрано е предприятие аналог, чийто пазарен множител „Цена/Нетна печалба“ е 7. Определете СПС на Хоризонт АД

Решение:

$$\text{СПС}_{\text{полет}} = 7 \times 2 \text{ млн.лв} = 14 \text{ млн.лв}$$

Задача 4. Изчислете пазарният множител «Цена/Печалба» на една акция» от предприятието аналог, ако имате следните изходни данни:

- ◆ Нетна годишна печалба на предприятието аналог – 220 000 лв
- ◆ Цена на една акция, търгувана на борсата – 25 лв
- ◆ Брой акции в притежание на акционерите – 100 000 бр.

Решение:

Нетна печалба на 1 акция = $220\,000 / 100\,000 = 22$ лв

Пазарен множител = $25 / 22 = 1.14$

Уточнение – Тъй като пазарният множител по своята същност е един коефициент (съотношение между два показателя), той се изчислява до втория знак след десетичната точка.

Задача 5. Определете справедливата пазарна стойност на Зора АД , ако ви е известно, че:

- a) Цената на една акция на аналога Лазур АД е 113 лв
- b) Нетната печалба на една акция на аналога е 28 лв
- c) Нетната печалба на Зора АД е 55 000 лв
- d) Общото количество акции на Зора АД е 10 000 бр.

Решение:

Пазарен множител = $113 / 28 = 4.04$

Нетна печалба на 1 акция на Зора АД = $55\,000 / 10\,000 = 5.5$ лв

СПС ЗОРА АД = $4.04 \times 5.5 \times 10\,000 = 222\,200$ лв

ПРИМЕРНА ОЦЕНКА НА БАНКА ПО МЕТОДА НА КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР

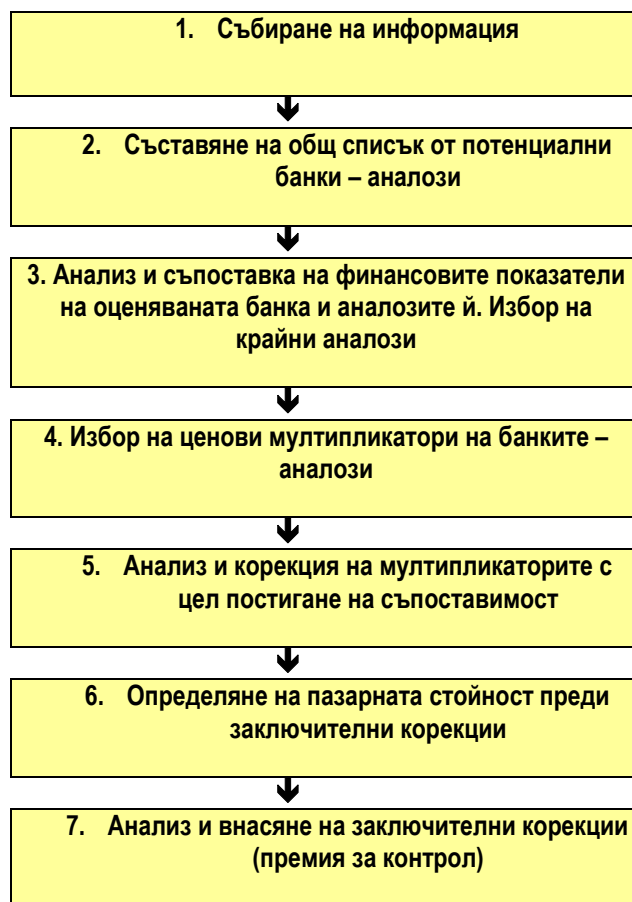


МЕТОДИЧЕСКИ ПОДХОД

За оценката на Банка АБС е избран **ПАЗАРНИЯТ ПОДХОД**, предполагащ чрез сравняване на предмета на оценката с подобни компании (в случая банки), които вече са продадени на пазара.

Конкретният метод, чрез които ще се извърши оценката е **МЕТОДЪТ НА КАПИТАЛОВИЯТ ПАЗАР**. За целта са подбрани 3 банки – аналози: Румънската *Banca Transilvania* и Американските *Bank of the Ozarks* и *First Indiana Bank*.

АЛГОРИТЪМ ЗА ОЦЕНКА НА БАНКА



ПОДБОР НА БАНКИТЕ – АНАЛОЗИ

Първоначалното селектиране на банките аналози обхваща банки от близки до България по икономически и по географски признак страни – Хърватска, Румъния, Турция; както и банки от САЩ. Последното се наложи поради наличието на изключително изчерпателна и достъпна информация за американския банков сектор.

ПОДБОР НА БАНКИТЕ – АНАЛОЗИ

Бяха разгледани като потенциални аналози банките:

- ❖ *Румънските* – Банка Трансилвания, BANCA COMERCIALA CARPATICA SIBIU и BRD-GROUPE SOCIETE GENERALE BUCURESTI;
- ❖ *Хърватската* Karlovačka Banka D.D.;
- ❖ *Турските*: АКBANK T.A.Ş. и FORTISBANK A.Ş.;
- ❖ *Американските*: Bank of the Ozarks, Lake city Bank, Centier Bank, Citizens Financial Bank, First Financial Bank, First Indiana Bank, Star Financial Bank, Greenhill Bank.

Таблица 1. Финансови и пазарни показатели на БАНКА АБС и банки от Румъния и САЩ към 31.12.2005 г.

№	Показател	АБС	BANCA COMERCIALA CARPATICA SIBIU	BANCA TRANSILVANIA CLUJ NAPOCA	BRD-GROUPE SOCIETE GENERALE BUCURESTI	BANK OF THE OZARKS	FIRST INDIANA BANK
			1	2	3	4	5
			Икономически показатели				
1	Активи, млн.д.	1 521,0	299,84	1 599,47	6 233,40	2 127,00	1 963,33
2	Собствен капитал, млн.д.	78,19	33,49	76,77	226,00	162,66	213,32
3	Нетни приходи, млн.д.	38,80	25,51	102,26	391,23	49,75	40,93
4	Нетна печалба, млн.д.	12,68	17,73	32,33	179,00	33,95	25,90
5	Чист марж на печалбата, %	32,68	69,50	31,62	45,75	68,24	63,28
6	Рентабилност на активите, ROA, %	0,83	5,91	2,02	2,87	1,60	1,32
7	Рентабилност на СК, ROE, %	16,22	52,94	42,11	79,20	20,87	12,14

Таблица 1. Финансови и пазарни показатели на ПИБ и банки от Румъния и САЩ към 31.12.2005 г.

№	Част Б	АБС	LAKE CITY BANK	STAR FINANCIAL BANK	CENTIER BANK WHITING	CITIZENS FINANCIAL BANK MUNSTER	FIRST FINANCIAL BANK
	Показател						
			6	7	8	9	10
Икономически показатели							
1	Активи, млн.д	1 521,00	1 634,20	1406,5	1 531,60	1 241,10	2 045,30
2	Собствен капитал, млн.д.	78,19	143,00	139,5	145,60	129,30	249,70
3	Нетни приходи, млн.д.	38,80	29,70	15	26,97	6,60	32,70
4	Нетна печалба, млн.д	12,68	19,30	11,8	20,20	5,20	24,20
5	Чист марж на печалбата, %	32,68	64,98	78,67	74,90	78,79	74,01
6	Рентабилност на активите, ROA, %	0,83	1,18	0,84	1,32	0,42	1,18
6	Рентабилност на СК, ROE, %	16,22	13,50	8,46	13,87	4,02	9,69

ИЗБОР НА ОКОНЧАТЕЛНИ АНАЛОЗИ

Следващата стъпка е показателите на оценяваната банка да се приравняват към 100 (база), а данните на аналозите да се представят като относителни показатели спрямо базата.

Критери за избор на окончателни аналози е най-близкото значение на максимален брой финансови показатели.

Банките, чиито показатели се отклонява значително от оценяваната банка се изключват от списъка с възможните аналози.

ИЗБОР НА ОКОНЧАТЕЛНИ АНАЛОЗИ

След анализ на показателите, за най – подходящи аналози бяха избрани:

- 🌐 BANCA TRANSILVANIA CLUJ NAPOCA (Румъния)
- 🌐 BANK OF THE OZARKS (САЩ)
- 🌐 FIRST INDIANA BANK (САЩ)

ИЗБОР НА ЦЕНОВИ МУЛТИПЛИКАТОРИ

Като най – подходящи са избрани мултипликаторите:

- Цена / Нетна печалба (P/E)
- Цена / Балансова стойност на СК (P/BV)
- Цена / Нетни приходи (P/S)

Основното доказателство за тяхната значимост е присъствието им във всички експертни оценки, годишни доклади, както и на сайтовете на фондовите борси.

Към 31.12.2005 г. пазарната капитализация на банките-аналози е:

➡ **BANCA TRANSILVANIA**

2 367 330 000 акции * 1,218 = 2 883 407 940 RON =
935 078 460 USD

➡ **BANK OF THE OZARKS**

16 766 000 акции⁷ * 33,00 = **553 278 000 USD**

➡ **FIRST INDIANA BANK**

17 158 000 акции⁸ * 29,00 = **497 582 000 USD**

Таблица 2. Финансови и пазарни показатели на Банка АБС и избраните аналози

№	Показател	АБС	BANCA TRANSILVANIA CLUJ NAPOCA	BANK OF THE OZARKS	FIRST INDIANA BANK
			BSE:TVL	NASD:OZRK	NASD:FINB
			Пазарна капитализация млн.д.		
			935,08	553,28	497,58
Икономически показатели					
1	Активи, млн.д.	1 521,00	1 599,47	2 127,00	1 963,33
2	Собствен капитал, млн.д.	78,19	76,77	162,66	213,32
3	Нетни приходи, млн.д.	38,80	102,26	49,75	40,93
4	Нетна печалба, млн.д.	12,68	32,33	33,95	25,90
5	Чист марж на печалбата, %	32,68	31,62	68,24	63,28
6	Рентабилност на активите, ROA, %	0,83	2,02	1,60	1,32
7	Рентабилност на СК, ROE, %	16,22	42,11	20,87	12,14
Пазарни мултипликатори					
8	Цена / Нетна печалба (P/E)	-	28,92	16,30	19,21
9	Цена / Балансова ст. на СК (P/B)	-	12,18	3,40	2,33
10	Цена / Нетни приходи (P/S)	-	9,14	11,12	12,16

АНАЛИЗ И КОРЕКЦИЯ НА МУЛТИПЛИКАТОРИТЕ С ЦЕЛ ПОСТИГАНЕ НА СЪПОСТАВИМОСТ

За да са съпоставими данните за банки от различни страни е необходимо те да се коригират с определен коефициент – т.нар. *странови риск*.

Съществуват редица експертни модели за неговата оценка:

- ***World Political Risk Forecast*** на Frost & Sullivan;
- ***Policon*** на Business International and Data Resources Inc.;
- ***Euromoney's Country Risk Index*** - издание на МВФ.

За целите на нашата оценка ще използваме последния индекс - ***Euromoney's Country Risk Index***. Към началото на 2006 г. страновия риск за България, Румъния и САЩ е както следва:

- България – 54,31 (www.sbra.be/FileBroker.aspx?Id=1007)
- Румъния – 53,22
- САЩО – 94,00 (<http://www.answers.com/topic/country-risk-1>)

Euromoney's Country Risk Index – 09. 2001

Общ бал - 100	<i>САЩ</i>	<i>България</i>
	93.50	44.48
1. Политически риск - 25	24.28	10.50
2. Ефективност на икономиката - 25	19.22	6.64
3. Индикатори за задлъжнялост - 10	10.00	8.91
4. Просрочени задължения - 10	10.00	10.00
5. Кредитен рейтинг -10	10.00	1.67
6. Откритост на банковата система - 5	5.00	0.83
7. Достъп до краткосрочно финансиране - 5	5.00	1.35
8. Достъп до капиталови пазари - 5	5.00	2.00
9. Дисконт на форфетинг - 5	5.00	2.60

❖ **Корекция за странови риск 2,10 пъти**

Странови риск по Euromoney

	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>
Странови риск за САЩ	93.50	95.15	96.64	96.54	94.00
Странови риск за България	44.48	49.34	50.71	53.00	54.31
Корекционен коефициент – частното от страновия риск на двете държави	2.10	1.93	1.90	1.82	1.73

**Таблица 3. Средно значение на мултипликаторите на банките
анализи**

№	Показател	BANCA TRANSILVANIA CLUJ NAPOCA	BANK OF THE OZARKS	FIRST INDIANA BANK	Средно значение
		BSE:TVL	NASD:OZRK	NASD:FINB	
		1	2	3	
<i>Пазарни мултипликатори</i>					
1	Цена / Нетна печалба (P/E)	28,92	16,30	19,21	
2	Цена / Балансова ст. на СК (P/B)	12,18	3,40	2,33	
3	Цена / Нетни приходи (P/S)	9,14	11,12	12,16	
<i>Странови риск</i>					
4	Ниво на страновия риск в САЩ	-	94,00	94,00	
5	Ниво на страновия риск в Румъния	53,22	-	-	
6	Ниво на страновия риск в България	54,31	54,31	54,31	
7	<i>Корекция за странови риск</i>	0,98	1,73	1,73	

**Таблица 3. Средно значение на мултипликаторите на банките
аналози**

№	Показател	BANCA TRANSILVANIA CLUJ NAPOCA	BANK OF THE OZARKS	FIRST INDIANA BANK	<i>Средно значение</i>
		BSE:TVL	NASD:OZRK	NASD:FINB	
		1	2	3	
<i>Пазарни мултипликатори с отразен странови риск</i>					
8	Цена / Нетна печалба (P/E)	29,51	9,42	11,10	16,68
9	Цена / Балансова ст. на СК (P/B)	12,43	1,96	1,35	5,25
10	Цена / Нетни приходи (P/S) –	9,33	6,42	7,03	7,59

ФИНАЛНИ ИЗЧИСЛЕНИЯ

Показател	АБС	Средно значение на пазар. множители	Стойност	Отн. тегло	Претеглена стойност
Нетна печалба щ.д.	12 680 000,00	16,68	211 502 400,00	0,2	42 300 480,00
Собствен капитал щ.д.	78 190 000,00	5,25	410 497 500,00	0,4	164 199 000,00
Нетни приходи щ.д.	38 800 000,00	7,59	294 492 000,00	0,4	117 796 800,00
				1	324 296 280,00

АНАЛИЗ И ВНАСЯНЕ НА ЗАКЛЮЧИТЕЛНИ КОРЕКЦИИ

◆ **Премия за контрол** – стойностно изражение на предимството от притежаването на контролния пакет акции. Представлява **35-49%** премия към стойността на миноритарния пакет акции. Данни за нея могат да се получат от специализираните справочници:

➤ *Mergestat review* издание на W.T.Grimm & Co – ежегоден статистически обзор за сливанията, съдържа премията за контрол по отрасли;

➤ *HLHZ Control Premium study* издание на Houlihan,Lokey,Howard & Zukin, Inc. – тримесечно изследване на премията за контрол по отрасли.

◆ **Отстъпка за продаваемост** – **10-30%** отбив от стойността на миноритарния пакет;

◆ **Отстъпка за непроизводствени активи** – в зависимост от относителния им дял.

АНАЛИЗ И ВНАСЯНЕ НА ЗАКЛЮЧИТЕЛНИ КОРЕКЦИИ

Стойностите на допълнителните корекции, използвани в разчетите на АБС са:

- Отстъпка за продаваемост – **20%**
- Премия за контрол – **35%**

Таблица 4. Определяне на окончателната величина на стойността на АБС към 31.12. 2005г.

Претеглена стойност на миноритарния пакет на АБС	Отстъпка за продаваемост 20%	Премия за контрол 35%	Окончателна стойност на АБС
324 296 280,00 USD	64 859 256,00 USD	113 503 698,00 USD	372 940 722,00 USD
537 650 802,61 ЛВ	107 530 160,52 ЛВ	188 177 780,91 ЛВ	618 298 423,00 ЛВ

**Таблица 5. Сравнителен анализ на пазарния множител
“Цена /СК” на оценяваната банка и банките-аналози**

	Цена (млн. \$) - P	Собствен Капитал (млн. \$) - BV	Пазарен множител P/BV
	1	2	3 = 1/2
АБС	373	78,19	4,77
BANCA TRANSILVANIA	935	76,77	12,18
BANK OF THE OZARKS	553	162,66	3,40
FIRST INDIANA BANK	498	213,32	2,33

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

- Сравнена с банките – аналози, стойността на АБС се доближава до пазарната капитализация на двете американски банки. Можем да предположим, че при сходна сума на активите, високата цена на Румънската Банка Трансилвания се дължи на изключително добрите ѝ финансови показатели.
- Впечатление прави разликата в стойностите (2-3 пъти) на собствения капитал между американските банки от една страна и балканските – от друга. Това може да се обясни с спецификата на регионалните пазари.

Нов български университет
Департамент “Икономика и бизнес администрация”

Лектор – доц.д-р Виолета Касърова

Оценител на цели предприятия, недвижими имоти и финансови институции

vkasarova@nbu.bg