

Выбор компании-аналога как ключевой шаг при применении сравнительного подхода к оценке стоимости компании

Научный руководитель – Матюхин Андрей Александрович

Разборова Дарья Алексеевна

Студент (бакалавр)

Московский государственный университет имени М.В.Ломоносова, Экономический факультет, Кафедра финансов и кредита, Москва, Россия

E-mail: daria_razborova@icloud.com

Оценка стоимости компании сравнительным подходом основывается на мультипликаторах сопоставимых фирм. Данный метод исходит из предположения, что аналогичные товары, при прочих равных, должны продаваться по одной цене, то есть иметь схожие значения мультипликаторов. Соответственно, итоговое значение стоимости целевой фирмы в значительной мере зависит от того, действительно ли компании, которые рассматриваются сопоставимыми, являются таковыми.

Проблема различий фирм в финансовых и бизнес характеристиках может быть решена двумя способами. Во-первых, это корректировки используемых мультипликаторов. Цель корректировок — устранение различий в рисках, рентабельности и перспективах роста между оцениваемой компанией и ее аналогами. Данная процедура требует большого количества времени и экспертного мнения в каждом конкретном случае, поскольку различия, а значит, и корректировки в большинстве случаев индивидуальны. В результате нивелируется одно из главных преимуществ сравнительного подхода — простота и скорость проведения анализа.

Во-вторых, увеличить точность оценки можно с помощью определения оптимального набора критериев сопоставимости. В данном случае гомогенность группы достигается за счет выбора аналогов на основе характеристик, наиболее существенных для инвесторов. Данный подход менее популярен, нежели корректировки мультипликаторов, однако более универсален и методологически непротиворечив.

Однако увеличение точности оценки с помощью «правильного» выбора аналогов также имеет ограничения. Статистически, чтобы быть уверенным в корректности полученного результата, необходимо сравнительно большое количество сопоставимых фирм в выборке. Данное требование особенно сложно реализуемо при рассмотрении российского фондового рынка, поскольку количество публичных компаний, мультипликаторы которых могут быть использованы для сравнения, не велико. По этой причине аналогами часто считаются фирмы, принадлежащие той же отрасли, что и оцениваемая. Однако современные исследования критикуют такой подход [4, 5, 6].

Исследование способов выбора аналогов актуально также потому, что большинство существующих работ посвящено развитым рынкам капитала [1-4], а значит, их результаты могут не распространяться на российский рынок. Ряд авторов заключают, что выводы относительно оптимальных критериев сопоставимости различаются для компаний из разных стран [2, 6-7]. Ожидания инвесторов относительно рисков, рентабельности и перспектив роста компаний, функционирующих на разных рынках, часто не совпадают. Соответственно, при определении аналогов в разных странах необходимо обращать внимание на разные характеристики бизнеса.

Итак, какие факторы в наибольшей степени объясняют стоимость компаний, функционирующих на российском рынке? По каким характеристикам фирмы должны быть

похожи, чтобы инвестор готов был платить за них одинаковую цену, а аналитик мог считать аналогичными? Целью работы является ответ эти вопросы.

Тестируются методы выбора сопоставимых компаний на российском рынке, чтобы получить группу аналогов, наиболее гомогенную с точки зрения разброса значений мультипликаторов. Делается предположение о том, что оптимальный набор критериев сопоставимости специфичен отраслевой принадлежности целевой фирмы и используемым мультипликаторам [5-7]. В некоторых случаях оптимальным решением, действительно, может быть выбор аналогов на основании отраслевой принадлежности. В других — требуется анализ специфических характеристик фирм, поскольку использование среднеотраслевых мультипликаторов дает существенную погрешность при оценке стоимости.

Источники и литература

- 1) Alford, A. W. The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings // Journal of Accounting Research. 1992, №30(1). p. 94–108.
- 2) Dittmann, I., & Weiner, C. Selecting Comparables for the Valuation of European Firms // 2005.
- 3) Herrmann, V., & Richter, F. Pricing with Performance-Controlled Multiples // Schmalenbach Business Review. 2003, №55(July). p. 194–219.
- 4) Knudsen, J. O., Kold, S., & Plenborg, T. Stick to the Fundamentals and Discover Your Peers // Financial Analysts Journal. 2017, №73(3). p. 85–105.
- 5) LeClair, M. S. Valuing the Closely-Held Corporation: The Validity and Performance of Established Valuation Procedure // Accounting Horizons. 1990, №4(3). p. 31–42.
- 6) Nel, W., & Roux, N. J. le. An Analyst's Guide To Sector-Specific Optimal Peer Group Variables And Multiples In The South African Market // Economics, Management, and Financial Markets. 2017, №12(1). p. 25–54.
- 7) Serra, R. G., & Fávero, L. P. L. Multiples' Valuation: The Selection of Cross-Border Comparable Firms // Emerging Markets Finance and Trade. 2018, №54(9). p. 1973–1992.