

Оценка подходом «сумма частей»

Определение оценки суммы частей

Все основные методы оценки стоимости бизнеса ориентированы на то, что компания будет оценена как одно целое. Альтернатива такого подхода — оценка компании, при которой предполагается, что она состоит из нескольких самостоятельных и независимых бизнесов, каждый из которых всегда будет работать на такой независимой основе.

Оценка подходом «сумма частей» (sum-of-the-parts) — такая оценка, при которой стоимость бизнеса будет представлена как сумма «независимых» частей этого бизнеса.

Оценка суммы частей особенно удобна, когда у компании несколько сегментов в разных отраслях, и каждый — с разной характеристикой стоимости. Также этот подход применяется, если надо оценить возможную выгоду от роста общей стоимости за счет выделения элементов компании в отдельный бизнес.

Пример оценки суммы частей

Условная компания АО «ПромКонгломерат» ведет бизнес в двух сегментах. Первый — традиционный для нее сегмент промышленного оборудования, его выручка доминирует в деятельности компании. Бизнес в этой сфере имеет умеренную рентабельность и невысокие перспективы роста. Второй сегмент — программное обеспечение для управления производством. Он успешно развивается, имеет очень высокую рентабельность и хорошие перспективы дальнейшего роста.

Отчетность компании для каждого из сегментов и бизнеса в целом выглядит так:

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ	ПО	Пром.	Всего
Выручка	477 345	2 133 343	2 610 688
Себестоимость (без амортизации):	-150 234	-1 562 634	-1 712 868
Валовая прибыль	327 111	570 709	897 820
Коммерческие расходы	-23 400	-88 232	-111 632
Управленческие расходы	-21 850	-52 046	-73 896
ЕБИТДА (операционная)	281 861	430 431	712 292
Амортизация	-1 232	-52 323	-53 555
Проценты к уплате	-17 767	-37 283	-55 050
Прибыль до налогообложения	262 862	340 825	603 687
Налог на прибыль	-52 572	-68 165	-120 737
Чистая прибыль (убыток)	210 289	272 660	482 949

Мы можем оценить этот бизнес двумя способами.

Вариант 1. Оценим компанию как единое целое. В этом случае мы будем опираться на финансовую отчетность всей компании, а при выборе параметров оценки, скорее всего, сравним эту компанию с другими промышленными предприятиями, так как на этот сектор приходится более 80% ее выручки.

Допустим, промышленные предприятия этого сектора оцениваются с мультипликатором **P/E = 8**. Тогда оценка бизнеса:

$$V = 482\,949 * 8 = 3\,863\,595$$

Вариант 2, «сумма частей». Теперь давайте рассмотрим два сегмента бизнеса как совершенно независимые. Для промышленного сектора мы по-прежнему будем использовать мультипликатор **P/E = 8**:

$$V = 272\,660 * 8 = 2\,181\,280$$

а для сектора программного обеспечения определим **P/E на основе похожих компаний этого рынка, и допустим, он будет равен 15**:

$$V = 210\,289 * 15 = 3\,154\,341$$

Сумма двух частей дает нам стоимость бизнеса, равную 5 335 621. Второй вариант оценки позволил нам «увидеть» значительную часть стоимости, которая могла остаться незамеченной при оценке компании как единого целого.

Скидки для конгломератов

Приведенный выше пример показывает, что объединение нескольких бизнесов часто оценивают ниже, чем сумма оценки каждого из этих бизнесов в отдельности. Разница между этими оценками называется **скидками для конгломератов**.

Существуют разные теории относительно того, чем объясняются эти скидки. Каждая из теорий применима в тех или иных случаях и заслуживает анализа при оценке суммы частей.

Основные объяснения:

1. **Неэффективность капитала.** Конгломерат действительно должен стоить несколько ниже, чем сумма частей, так как внутренний рынок капитала в таком холдинге не всегда оптимально направлен на максимизацию стоимости.
2. **Внутренний кризис.** Компании часто начинают инвестировать в несвязанные с основной деятельностью бизнесы, когда испытывают проблемы с менеджментом или видят проблемы в основном бизнесе.
3. **Ошибки анализа.** Как в приведенном выше примере, аналитики могут просто неправильно применять методы оценки. Это значит, что скидки для конгломерата в этой компании быть не должно и ее надо устранить.