

ТЕРМИНАЛНА СТОЙНОСТ В ОЦЕНКАТА НА БИЗНЕСА (TV – Terminal value)

Терминалната стойност (TV – Terminal value) е един от ключовите показатели, използван при оценката на бизнеса (проекта) с използване на доходния подход. Това е стойността на бизнеса (проекта) в следпрогнозния период. В зависимост от това дали се планира бъдещо развитие на оценяваното дружество, неговата ликвидация или продажба, подходите при изчисляване на терминалната стойност са различни.

Доколкото TV е оценка на потенциалната стойност на бизнеса в следпрогнозния период, то съответната сума се поставя в края на паричния поток и се дисконтира така, както и другите потоци.

Пример	прогнозен период					следпрогнозен период
	2021	2022	2023	2024	2025	TV
Свободен паричен поток	-2000	100	500	500	500	3000
Норма на дисконтиране (r)	15%					
Дисконтиран паричен поток в прогнозния период	-1739,13	75,61	328,76	285,88	248,59	
Σ Дисконтирания паричен поток в прогнозния период	-800,29					
Дисконтирана TV					1491,53	
Дисконтиран паричен поток общо за периода	691,24					

Съществуват три основни подхода за оценка на терминалната стойност. Използването на всеки от тях зависи от това, какво предположение избира оценителят за бъдещето на компанията (проекта):

- Компанията ще продължи да работи и в бъдеще (необходимо е да се изчисли настояща стойност).
- Компанията се ликвидира след приключване на прогнозния период (необходимо е да се изчисли ликвидационна стойност).
- Компанията се продава по пазарна стойност (необходимо е да се изчисли пазарна стойност).

Вариант 1. Настояща стойност

Настоящата стойност на компанията се изчислява чрез използване на метода на двуфазния дисконтиран паричен поток – FCFF или FCFE. Двете фази в разчетите са – прогнозна и следпрогнозна. Прилага се при хипотезата, че оценяваната компания ще продължи да функционира стабилно и да носи доход и в следпрогнозния период. В случая се предполага, че доходът в следпрогнозния период ще расте постоянно с равен темп. Поради това едно от названията на този модел на TV е модел на постоянен ръст.

Базова формула за определяне на настоящата стойност (PV):

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_0 (1+g)^t}{(1+r)^t} + \frac{\frac{CF_n (1+g)}{(r-g)}}{(1+r)^n}$$

↑
↑

прогнозна част на потока
следпрогнозна (TV) част на потока

(първа фаза)
(втора фаза)

където:

PV – настояща стойност;

CF – паричен поток по години на прогнозния период;

r – норма на дисконтиране. В прогнозния и в следпрогнозния период тя е една и съща;

t – прогнозен период. В практиката се използва период от 3-5 години;

i – пореден номер на годината в прогнозния период;

n – количество години в прогнозния период;

g – темп на растеж.¹

Вариант 2. Ликвидационна стойност

Ликвидационната стойност се изчислява в случаите, когато след прогнозния период компанията ще бъде ликвидирана, а активите ѝ разпродадени. При това се правят следните допускания:

1. Всички оборотни средства се реализират по балансова стойност.
2. Дълготрайните активи се продават по остатъчна стойност.
3. От получените средства се погасяват всички задължения на компанията.
4. Остатъкът от парични средства представлява допълнителен доход за акционерите.
В такъв случай, TV е равна на балансовата стойност на активите на компанията минус заълженията ѝ.

Вариант 3. Пазарна стойност

В случай на продажба на компанията в края на прогнозния период е необходимо да се определи пазарната ѝ стойност. Един от начините за това е прилагане на пазарния подход, който използва аналози. Аналозите са компании, за които има пазарна ценова информация

¹Темпът на растеж в прогнозния и този в следпрогнозния период са различни. В прогнозния период се използва реалния ръст на потока, изведен на базата на достатъчно представителен ретроспективен анализ и обосновани предположения за бъдещото развитие на оценявания обект. При консервативна прогноза е възможно темпът на растеж в прогнозния период да се приравни до темпът на инфлацията, т.е. реален ръст не се очаква, но паричният поток ще расте успоредно с инфлацията. Темпът на растеж в следпрогнозния период отразява средният ръст в този период, който в повечето случаи е по-малък от ръста в прогнозния период. Някои аналитици препоръчват темпът на растеж в следпрогнозния период да е по-нисък от темпа на растеж на брутния вътрешен продукт за съответната икономика.

поради това, че са публични, били са обект на бизнес комбинации (сливания, придобивания и др.п.) или неотдавна са били продадени.

Информацията от анализите се използва за определяне на пазарни множители (мултипликатори), чрез които се формира пазарната оценка на оценявания обект. Най-често използваните пазарни множители в този случай са:

- P/E (price to earnings) — съотношение цена/печалба.
- EV/ЕБИТДА (enterprise value to ЕБИТДА) — съотношение между стойността на компанията и печалбата ЕБИТДА
- EV/Sales (enterprise value to sales) — съотношение между стойността на компанията и приходите от продажба.

Ползвани източници:

1. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/modeling/dcf-terminal-value-formula/>
2. <https://www.stockvaluation.bg/>
3. <https://bg.earnmoneyfromhometoday.com/terminal-value>
4. <https://www.fd.ru/articles/159825-kak-rasschitat-terminalnuyu-stoimost-dlya-otsenki-stoimosti-kompanii-dohodnym-podhodom>
5. *Энциклопедия Альт-Инвест*, <https://www.alt-invest.ru>
6. https://studme.org/1301120913419/finansy/raschet_terminalnoy_tsennosti_zavershenie_otsenki

*Материалът е подготвен от доц.д-р Виолета Касърова
vkararova@okobg.com*