



МЕТОДОЛОГИЧНИ И ПРИЛОЖНИ АСПЕКТИ НА МЕТОДА „КАПИТАЛИЗАЦИЯ НА ДОХОД“ ПРИ ОЦЕНКАТА НА ПРЕДПРИЯТИЯ

доц. д-р Любомир Тодоров

преподавател в УНСС

Бизнес анализатор и оценител

ltodorov@unwe.bg

Ключови думи:	Резюме
<p>Бизнес оценяване</p> <p>Приходен подход</p> <p>Капитализация на доход</p> <p>Цена на собствения капитал</p>	<p>Статията описва предимствата и недостатъците на приходния подход в бизнес оценяването, същността на метода „Капитализация на доход“, както и особеностите, свързани с неговото приложение. Представени са няколко варианта на метода в зависимост от избор на доход, който ще се капитализира. Демонстрирано е практическото приложение на метода посредством практически казус за оценка на холдингово дружество, свързан с определяне на пазарната стойност на миноритарен пакет акции. Цената на собствения капитал на оценяваното предприятие е определена посредством модификациите на модела за оценка на капиталовите активи (CAPM), приложими за държави със слабо развити капиталови пазари. В заключение са направени изводи и са описани някои проблеми, на които оценителите би трябвало да обърнат внимание.</p>

I. УВОД

Целта на настоящата статия е да изясни същността и методологията на един от често използваните способи в бизнес оценяването – „капитализация на доход“, спадащ към т.нар. „приходен подход“, както и да демонстрира неговото практическо приложение с помощта на практически казус за определяне пазарната стойност на действащо предприятие от реалния сектор. Във връзка с това могат да бъдат изведени следните задачи:

- ✓ да се опише същността на приходния подход (Income approach) за оценка на бизнеса, както и неговите предимства и недостатъци;
- ✓ да се изясни същността на метода „капитализация на доход“ (Income capitalization) и неговото поле на приложение;

- ✓ да се представи методологията за оценка при различните варианти на способа, като се акцентира върху някои важни методологични и практико-приложни аспекти;
- ✓ да се опишат и обяснят модификациите на CAPM – Capital Asset Pricing Model за развиващи се пазари, като основен способ за определяне цената на собствения капитал, респективно дисконтовата норма и нормата на капитализация;
- ✓ да се демонстрира практическото приложение на способа „Капитализация на доход“ чрез оценка на пазарната стойност на реално предприятие, като се акцентира върху информационната база на оценката, алгоритъма за определяне на нормализирания доход, съответните корекции за елиминиране на случайни доходи, методологията и информационните източници за определяне на дисконтовата норма и нормата на капитализация, методологията на оценката и корекциите за извеждане на крайната цена (заключението за пазарната стойност на собствения капитал на оценяваното предприятие) и др.;
- ✓ да се открият някои методологични и практико-приложни проблеми („подводни камъни“) във връзка с приложението на способа;
- ✓ в заключение да се направят изводи от извършеното научно-практическо изследване по темата.

II. ХАРАКТЕРИСТИКА НА ПРИХОДНИЯ ПОДХОД ЗА ОЦЕНКА НА БИЗНЕСА

Приходният подход (Income approach) е един от трите основни подхода за извеждане на пазарната, справедливата или инвестиционната стойност на предприятието – обект на оценка. При него стойността на оценяваното предприятие не зависи от стойността на неговите активи (за разлика от разходния подход), а от потенциала му да генерира доходи за неговите собственици в бъдеще. Едно предприятие може да притежава активи за милиони, но да няма никакъв потенциал за генериране на доходи или обратното – стойността на активите може да е ниска, но предприятието да има голям потенциал да носи печалби и дивиденди на неговите собственици в бъдеще. Оттук става ясно, че е възможна голяма разлика между стойността на предприятието, определена по двата подхода (приходния и разходния). Ето защо, когато се оценява едно действащо предприятие, обикновено се прилагат и трите основни подхода (приходен, разходен и сравнителен), след което се извежда средно-претеглена цена на базата на трите оценки. Както всеки от останалите подходи, така и приходният подход си има своите плюсове и минуси. Основното предимство на този подход е, че той най-близко стои до класическата инвестиционна оценка, т.е. той оценява стойността на предприятието или неговите акции най-вече от гледна точка на инвеститора. Инвеститорът не се интересува какви усилия и капитали е вложил досегашния собственик, т.е. за него не е важна

чистата пазарна стойност на активите на съответния инвестиционен обект. Той се интересува предимно от бъдещите доходи, които може да му донесе покупката на предприятието, обособени части от него, дялове или акции. Това обстоятелство дава съществено предимство на приходния подход в сравнение с останалите два подхода и особено в сравнение с разходния подход, който се базира на чистата пазарна стойност на притежаваните от предприятието активи. В практиката, при оценката на предприятия със стабилни доходи и потенциал за развитие, този подход участва с най-голямо тегло при формиране на средно-претеглената оценка. Като недостатък на приходния подход обикновено се изтъква обстоятелството, че понякога е трудно или невъзможно да се направи обективна и точна прогноза за бъдещото развитие на предприятието и неговите доходи. Друг недостатък е невъзможността подходът да се приложи при губещи предприятия. Практическото приложение на този подход за бизнес оценяване е свързано със задълбочен предварителен анализ не само на самия инвестиционен обект, но също и на сектора, пазарите, конкуренцията и т.н. Изисква се и анализ на рисковете, най-вече бизнес риск и финансов риск. С други думи, оценката се базира както на исторически данни за основните икономически показатели, в т.ч. и доходи на предприятието, така също и на прогноза за неговото бъдещо развитие. Може да се каже, че приходният подход за бизнес оценяване е най-сложен от методическа гледна точка и отнема най-много от времето на оценителя за извършване на оценката. Това е свързано с необходимостта от събиране и обработване на голяма по обем информация и изготвяне на разчетите за бъдещите доходи.

Основни способи, чрез които се реализира приходният подход, са методът на дисконтираните бъдещи парични потоци (DCF – Discounted Cash Flows) и методът „капитализация на доход“ (Income capitalization). Двата способа имат обща методическа основа, поради което някои специалисти определят втория способ като опростен вариант на метода DCF. Все пак трябва да се има предвид, че двата способа се различават по това, че при DCF метода се прогнозира бъдещи доходи, които се дисконтират, за да се определи сегашната им стойност, докато при Income capitalization метода се капитализират минали (исторически) доходи, за да се определи сегашната им стойност.

III. СЪЩНОСТ НА МЕТОДА „КАПИТАЛИЗАЦИЯ НА ДОХОД“

Методът „капитализация на доход“ се прилага предимно при такива предприятия, които имат стабилен паричен поток или печалба за продължителен период от време, поради което се допуска, че този паричен поток ще бъде получаван безкрайно дълго. Взема се доходът (нетната печалба или нетния паричен поток) за определен период от време, напр. за предходните пет години, и се изчислява нормализираният (осреднен) доход за периода. Препоръчва се случайни доходи извън обичайната дейност на предприятието да не се вземат. Внасят се корекции от гледна точка на очаквания растеж на дохода в бъдеще. Определя се норма на капитализация, която също се коригира с

прогнозния темп на растеж. Пазарната стойност на оценяваното предприятие се получава, като нормализираният среден доход за периода се раздели на нормата на капитализация. Във финансовата теория тази формула е известна като „цена на вечна рента с постоянно нарастващ доход“. Методът може да се реализира в три варианта в зависимост от вида на дохода, който използваме. Първите два варианта се базират на нетния паричен поток и дават една и съща оценка на пазарната стойност на собствения капитал. Те се прилагат предимно за оценка на предприятия с висока инвестиционна поглъщаемост. Третият вариант се базира на нетната печалба и е предпочитан от оценителите, когато се оценяват предприятия с ниска инвестиционна поглъщаемост или предприятия от холдингов тип.

Първи вариант: Доходът, който ще се капитализира, е нормализираният осреднен нетен (свободен) паричен поток към инвеститорите за избрания период (\overline{FCFI}). Пазарната стойност на собствения капитал (V_E) се получава така:

$$V_E = \frac{\overline{FCFI} \times (1 + g)}{WACC - g} + NOA - IBD$$

където:

\overline{FCFI} – normalized average Free Cash Flow to Investors (нормализиран осреднен свободен паричен поток за инвеститорите);

WACC – Weighted Average Cost of Capital (средно-претеглена цена на капитала на предприятието);

g – growth rate (очакван средногодишен темп на растеж на $FCFI$ за неограничено дълъг период от време);

NOA – Non-Operating Assets (пазарна стойност на неоперативните активи към момента на оценката);

IBD – Interest-Bearing Debt (лихвоносен дълг на предприятието към момента на оценката).

Свободният паричен поток (FCFI) за всяка година от избрания период се определя така:

$$FCFI = EBIT \times (1 - T) + DA - \Delta OFA - \Delta W$$

където:

EBIT – Earnings Before Interest and Taxes (печалба преди лихви и данъци, но само от оперативната дейност на предприятието);

DA – Depreciation and Amortization (амортизации за годината);

T – Tax rate (ставка на корпоративния данък);

ΔOFA – change in Operating Fixed Assets (изменение в стойността на оперативните дълготрайни активи в сравнение с предходната година, т.е. инвестиции в оперативни дълготрайни активи през годината);

ΔW – change in Working Capital (изменение на нетния оборотен капитал спрямо предходната година).

Инвестициите в оперативни дълготрайни активи през годината (ΔOFA) могат да се изчислят директно от баланса и отчета за дохода като разлика между балансовата стойност на дълготрайните активи (използвани в оперативната дейност на предприятието) за отчетната и предходната година плюс разходите за амортизации (за отчетната година). Нетният оборотен капитал представлява разликата между текущите активи и текущите задължения.

Този вариант на метода се препоръчва при оценката на предприятия с висока инвестиционна поглъщаемост, респективно висока стойност на амортизируемите активи и голям размер амортизации. Средно-претеглената цена на капитала ($WACC$) на оценяваното предприятие служи за дисконтова норма, тъй като тя се възприема като минимално изискваната норма на възвръщаемост на целия инвестиран капитал – както собствен, така и дългов.

Втори вариант: Доходът, който ще се капитализира, е нормализираният осреднен нетен (свободен) паричен поток към собствения капитал, т.е. за собствениците за избрания период (\overline{FCFE}). Пазарната стойност на собствения капитал (V_E) се получава така:

$$V_E = \frac{\overline{FCFE} \times (1+g)}{R_E - g} + NOA$$

където:

\overline{FCFE} – normalized average Free Cash Flow to Equity (нормализиран осреднен свободен паричен поток към собствения капитал, т.е. за собствениците);

R_E – цена на собствения капитал на предприятието;

g – growth rate (очакван средногодишен темп на растеж на $FCFE$ за неограничено дълъг период от време).

Свободният (нетният) паричен поток за собствениците ($FCFE$) за всяка година от избрания период се определя по следния начин:

$$FCFE = NI + DA - \Delta OFA - \Delta W + \Delta IBD$$

където:

NI – Net Income (нетна печалба за съответната година);

ΔIBD – change in Interest-Bearing Debt (изменение на лихвоносния дълг спрямо предходната година).

Първият и вторият вариант за реализация на метода „капитализация на доход“ дават една и съща стойност на собствения капитал (V_E) при коректно изчисляване на изходните параметри.

Трети вариант: Доходът, който ще се капитализира, е нормализираната осреднена нетна печалба за избрания период (\overline{NI}). Пазарната стойност на собствения капитал (V_E) се получава така:

$$V_E = \frac{\overline{NI} \times (1 + g)}{R_E - g} + NOA$$

където:

\overline{NI} – normalized average Net Income (нормализирана осреднена нетна печалба за периода);

R_E – цена на собствения капитал на предприятието;

g – очакван средногодишен темп на растеж на нетната печалба за неограничено дълъг период от време.

Този вариант на метода се препоръчва за предприятия с ниска инвестиционна поглъщаемост, респективно по-ниска стойност на амортизируемите си активи и годишни амортизации. Също така е подходящ за холдингови структури, особено такива с разнороден предмет на дейност на дъщерните фирми. Както се вижда от представената формула, тук дисконтовата норма представлява цената на собствения капитал (R_E), а не среднопретеглената цена на капитала (WACC) на оценяваното предприятие. Това е така, тъй като доходът, който се капитализира, е нетната печалба, а тя е в разположение единствено на собствениците на предприятието. Логично е да се използва минимално изискваната норма на възвръщаемост от собствениците. Поради същата причина пазарната стойност на собствения капитал (V_E) се получава директно, без да е необходимо да се приспада дългът. При наличието на неоперативни активи, които нямат принос за формирането на нетната печалба, във формулата за стойността (V_E) участва и тяхната пазарна стойност към момента на оценката (NOA). Презумпцията е, че потенциалният инвеститор (купувач) може да продаде онези активи, които не са свързани с дейността на предприятието, не са му необходими и не носят доход.

В случаите, когато оценяваното предприятие няма нарастващ тренд на дохода (FCFI или NI) и доходите му за отделните години от избрания исторически период варират твърде много, е необходимо да се измери вариацията им, за да може оценителят да прецени доколко подходящ е методът „капитализация на доход“. Тя се измерва чрез средното стандартно отклонение (б):

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum (NI_i - \overline{NI})^2}{n}}$$

където:

NI_i – нетна печалба за съответната година;

n – брой на годините в периода;

\overline{NI} – средноаритметична нетна печалба за периода.

За да определим доколко стабилни са доходите на това предприятие, изчисляваме процента на вариация на нетната печалба ($V_{\%}$):

$$V_{\%} = \frac{\sigma}{\overline{NI}} \cdot 100$$

Показателят ($V_{\%}$) изразява в процент отклонението на дохода (нетната печалба) от средния му размер за периода. Счита се, че колкото по-висока е стойността му, толкова по-нестабилни и несигурни са доходите на предприятието. Например при стойност над 50% може да се направи изводът, че предприятието няма стабилност по отношение на чистия доход, т.е. то не е способно да генерира постоянен доход за неговите собственици, а това означава висок риск за инвеститорите. При такава ситуация методът „капитализация на доход“ не се препоръчва.

Приложението на разглеждания метод освен това налага и анализ на финансовото състояние и финансовия риск на оценяваното предприятие по данни от финансовите му отчети, за да се прецени дали в бъдеще то ще бъде финансово стабилно и ще може да разчита на досегашните си печалби.

IV. ПРАКТИЧЕСКИ КАЗУС ЗА ОЦЕНКА НА ПРЕДПРИЯТИЕ ЧРЕЗ МЕТОДА „КАПИТАЛИЗАЦИЯ НА ДОХОД“

Трябва да се определи пазарната стойност на миноритарен пакет от 4416 бр. обикновени акции, представляващи 48% от собствения капитал

на „Технотек системс груп“ АД, към 31.12.2018 г. Дружеството е управляваща компания „майка“ на група фирми, специализирани в областта на електронната и електротехническа индустрия. Оценяваното предприятие няма неоперативни активи към момента на оценката. За извършване на оценката са използвани както консолидираните, така и индивидуалните финансови отчети на оценяваното предприятие и на предприятията от групата за период от 6 години. Датата на оценката е 31.12.2018 г., въпреки че последният отчет е изготвен към 31.09.2018 г. Избраният оценителски метод позволява това. Консолидираните отчети за всеобхватния доход на групата за периода 31.12.2013 г. – 30.09.2018 г. са обобщени и представени в таблица 1:

Таблица 1

**Консолидиран отчет за всеобхватния доход за периода
31.12.2013 г. – 30.09.2018 г.**

(Всички суми са в хиляди български лева)

	2013г.	2014г.	2015г.	2016г.	2017г.	30.09. 2018г.
Приходи от продажби	27348	28313	29734	36837	40826	21662
Разходи за външни услуги	(5486)	(5518)	(2891)	(4891)	(6073)	(4055)
Разходи за възнаграждения и социални осигуровки	(3337)	(3849)	(5165)	(5997)	(7181)	(3684)
Разходи за материали	(1138 5)	(10066)	(11610)	(15661)	(15965)	(7908)
Разходи за амортизации	(458)	(531)	(675)	(944)	(1131)	(561)
Отчетна стойност на продадени активи	(4233)	(4216)	(4821)	(4445)	(6312)	(449)
Изменение на запасите от продукция	322	(210)	102	(141)	230	(183)
Други приходи	85	56	445	9233	12912	6007
Други разходи	(409)	(509)	(751)	(597)	(1160)	(194)
Печалба от оперативната дейност	2447	3470	4368	13394	16146	10636
Финансови разходи	(319)	(251)	(251)	(305)	(46)	(45)
Печалба преди	2128	3219	4117	13089	16100	10591

облагане с данъци						
Данъци върху печалбата	(225)	(347)	(469)	(1071)	(1443)	(1059)
Нетна печалба за периода	1903	2872	3648	12018	14657	9532
Нетна печалба за годината, отнасяща се към:						
Притежателите на собствения капитал на дружеството – майка				9085	12908	8682
Неконтролиращо участие				2933	1749	1910
Всичко всеобхватен доход	1903	2872	3648	12018	14657	9532
Общ всеобхватен доход за годината, отнасящ се към:						
Притежателите на собствения капитал на дружеството – майка				9085	12908	8682
Неконтролиращо участие				2933	1749	1910

Оценяваното предприятие „Технотек системс груп“ АД има стабилен, нарастващ паричен поток от дейността си и респективно нетна печалба за последните 6 години преди оценката, както е видно от финансовите му отчети за периода 2013 – 2018 г. Това означава, че методът „капитализация на доход“ е напълно подходящ за определяне на пазарната му стойност. Годишните амортизации имат нисък относителен дял в оперативните разходи. Освен това дружеството е управляваща компания на корпоративна група. В конкретния случай очевидно по-подходящ е третият вариант на метода „капитализация на доход“, описан по-горе.

1. Определяне на нормализираната нетна печалба за целите на оценката

В таблица 2 е определена нормализираната нетна печалба за целите на оценката. Приспадат са частта от нетната печалба, която съответства на неконтролиращото участие, нетната печалба на дъщерно предприятие, което не е част от корпоративната група към момента на

оценката, както и случайни доходи извън обичайните дейности на предприятията от групата.

Таблица 2
Нетна печалба за целите на оценката

ред	Показатели (хил. лв.)	2013г.	2014г.	2015г.	2016г.	2017г.	2018г.
1.	Консолидирана нетна печалба с приспаднато неконтролиращо участие	1903	2872	3648	9085	12908	10163
2.	Нетна печалба на „Технотек“ ЕООД	90	108	108	74	25	-
3.	Нетна печалба от продажба на акции и дялове на дъщерни дружества	-	-	-	6162	9370	5390
4.	Нетна печалба за целите на оценката (р.1 – р.2 – р.3)	1813	2764	3540	2849	3513	4773

Пояснения:

1) „Технотек“ ЕООД е дъщерно дружество на „Технотек системс груп“ АД. То е било продадено на 100% през 2017 г. Нетната му печалба е установена от неговия индивидуален отчет за дохода и е приспадната при определяне на нетната печалба за целите на оценката, тъй като оценяваното предприятие – „Технотек системс груп“ АД, има 0% участие в „Технотек“ ЕООД към момента на оценката;

2) Консолидираната нетна печалба на групата с приспаднато неконтролиращо участие (ред 1) съдържа в себе си и печалба, формирана от продажба на акции и дялове на дъщерните дружества „Х“ АД и „У“ ЕООД. Тази печалба също е приспадната при определяне размера на нетната печалба за целите на оценката, тъй като тя не е свързана с обичайните дейности на корпоративната група и има случаен характер. Нетната печалба от продажба на акции (ред 2) е установена от приложенията към индивидуалните финансови отчети на оценяваното предприятие „Технотек системс груп“ АД и представлява разликата между приходите от продажба на акции и дялове на дъщерни предприятия и отчетната стойност на продадените акции, намалена с полагащия се корпоративен данък;

3) Консолидираната нетна печалба на групата с приспаднато неконтролиращо участие за цялата 2018 г. е получена на базата на предположение, че през последните 3 месеца на годината групата ще

реализира нетна печалба равна на средномесечната за предходните девет месеца, т.е.:

$$\frac{9532-1910}{9} \times 12 = 10163 \text{ хил. лв.}$$

Средно-претеглената нормализирана нетна печалба за периода 2013 – 2018 г. е изчислена, като за тегла служат поредните номера на годините. С други думи, годините, разположени по-близо до настоящия момент, имат по-високи тегла:

$$\overline{NI} = \frac{1813 \times 1 + 2764 \times 2 + 3540 \times 3 + 2849 \times 4 + 3513 \times 5 + 4773 \times 6}{1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6} = 3598 \text{ хил. лв.}$$

2. Годишни темпове на растеж на нетната печалба, средно-годишен темп на растеж за периода 2013 – 2018г. и прогнозен темп на растеж за безкрайно дълъг период от време

Таблица 3

Годишни темпове на ръст на нетната печалба

Показатели	2013г.	2014г.	2015г.	2016г.	2017г.	2018г.
Нетна печалба за целите на оценката (хил.лв.)	1813	2764	3540	2849	3513	4773
Годишен темп на ръст на нетната печалба	-	1,5245	1,2808	0,8048	1,2331	1,3587

$$\overline{Y}_M = \sqrt[5]{1,5245 \times 1,2808 \times 0,8048 \times 1,2331 \times 1,1886} = 1,2136$$

$$g_M = (1,2136 \times 100) - 100 = 21,36\%$$

През разглеждания период нормализираната нетна печалба нараства средно на година с 21,36%. Що се касае до прогнозата за бъдещите темпове на растеж, по принцип няма предприятие, което да може да поддържа твърде висок растеж на продажбите и печалбите си за неограничено дълъг период от време, тъй като това би изисквало постоянни нови инвестиции, от една страна, а от друга страна, конкурентите и другите бизнес структури също не бездействат. Поради това оценителите рядко залагат темп на растеж на доходите на оценявано предприятие за неограничено дълъг период от време, по-

висок от прогнозния дългосрочен растеж на икономиката като цяло. По отношение на „Технотек системс груп“ АД в това отношение има две негативни обстоятелства:

- 1) от м. юни 2016 г. до м. юни 2018 г. дялът на дружеството в капитала на „Х“ АД постепенно намалява от 100% на 40%. По този начин то загубва 60% от своя основен генератор на приходи и печалба;
- 2) може да се очаква, че в дългосрочен период конкуренцията в браншовете, в които групата оперира, ще се увеличава.

Предвид посочените аргументи залагаме темп на растеж на нетната печалба на оценяваното предприятие – „Технотек системс груп“ АД, за безкрайно дълъг период от време в размер на 2,5%, който е по-нисък от прогнозния темп на растеж на БВП на България за 2019 г. според прогнозата на Световната банка, в размер на 4%.

3. Определяне цената на собствения капитал на „Технотек системс груп“ АД

Цената на собствения капитал (R_E) се възприема като минимално изискваната норма на възвръщаемост от собствениците (акционерите) на предприятието, съответстваща на поетия риск. В оценителската практика най-широко прилаганият способ за извеждане на този показател е базиран на Модела за оценка на капиталовите активи (САРМ). За държави със слабо развити капиталови пазари се използват модификациите на САРМ, известни като модели на Дамодаран¹:

$$1) R_E = R_f + \beta_L \cdot (R_{MRP}) + R_{CRP}$$

$$2) R_E = R_f + \beta_L \cdot (R_{MRP} + R_{CRP})$$

$$3) R_E = R_f + \beta_L \cdot R_{MRP} + \lambda \cdot R_{CRP}$$

където:

R_f – безрискова норма на дохода;

β_L – бета коефициент с ливъридж на предприятието;

R_{MRP} – средна пазарна рискова премия;

R_{CRP} – премия за странови риск;

λ – коефициент на експозиция на предприятието спрямо страновия риск.

¹ Damodaran A, *Measuring Company Exposure to Country Risk: Theory and Practice*, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/CountryRisk.htm

Всеки от тези три модела по различен начин инкорпорира страновия риск в цената на собствения капитал в зависимост от това до каква степен конкретното предприятие е изложено на страновия риск. Цената на собствения капитал R_E е най-висока при втория модел и най-ниска при третия. Първият модел приема, че всички фирми в страната са изложени еднакво на страновия риск. Той дава средна оценка на R_E в сравнение с останалите два модела, поради което е най-често използван от оценителите. В конкретния случай не считаме, че „Технотек системс груп“ АД има по-висока експонираност на страновия риск от нормалната и поради това ще използваме първия модел.

Възприето е за безрискова норма на дохода (R_f) да се използва доходността по 10-годишните държавни облигации. А. Дамодаран обръща внимание на това, че някои оценители работят с доходността по националните облигации, което е неправилно, защото може да доведе до двойно калкулиране на риска. Така или иначе моделът съдържа премия за странови риск. Логично е да се работи с безрисковата доходност за развит капиталов пазар. В конкретния случай избираме да работим с данни за най-развития капиталов пазар в света – NYSE (Нюйоркската фондова борса).

Показателите, необходими за определяне цената на собствения капитал (R_E) на „Технотек системс груп“ АД, имат следните стойности към 25.01.2019 г. (таблица 4):

Таблица 4

Показатели за определяне цената на собствения капитал

Показатели	Стойност	Източник на информация
Доходност по 10-годишните американски облигации (R_f)	2,76%	https://www.investing.com/rates-bonds/u.s.-10-year-bond-yield
Бета без ливъридж за отрасъл Electronics (Consumer & Office)	1,11	http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
Бета без ливъридж за отрасъл Business & Consumer Services	0,96	http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
Коефициент Дълг/СК на оценяваното предприятие (DER)	0,0086	Консолидиран ФО на „Технотек системс“ АД към 30.09.2018 г.
Средна пазарна рискова премия (R_{MRP})	5,96%	http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
Премия за странови риск на България (R_{CRP})	2,64%	http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Пояснения:

- 1) коефициентът Дълг/СК (DER) е отношение на лихвоносния дълг и собствения капитал на групата с приспаднато неконтролиращо участие. Използван е последният изготвен консолидиран отчет за финансовото състояние на групата – към 30.09.2018 г.;
- 2) използваната по-нататък в изчисленията бета без ливъридж е средна аритметична от бетите на двата отрасъла, към които могат да се отнесат дейностите на корпоративната група, и е равна на 1,035.

Определяне на бета с ливъридж на „Технотек системс груп“ АД:

$$\beta_L = \beta_U \times (1 + DER \times (1 - T)) = 1,035 \times (1 + 0,0086 \times 0,9) = 1,043$$

$$R_E = R_f + \beta_L \times (R_{MRP}) + R_{CRP} = 2,76 + 1,043 \times 5,96 + 2,64 = 11,62\%$$

Към така получената цена на СК в някои случаи се прибавя и т.нар. „рискова добавка за малка фирма“ (Small firm risk premium), която варира от 2 до 4 процента. Считаме, че в конкретния случай е релевантна минималната ѝ стойност от 2%. Цената на собствения капитал (R_E) на „Технотек системс груп“ АД, която ще послужи като дисконтова норма и респективно като норма на капитализация на нетната печалба, след приспадане на дългосрочния темп на растеж при определяне на пазарната стойност на собствения капитал на оценяваното предприятие, е равна на 13,62%.

4. Определяне на пазарната стойност на СК на оценяваното предприятие

$$V_E = \frac{\overline{NI} \times (1 + g)}{R_E - g} = \frac{3598 \times (1 + 0,025)}{0,1362 - 0,025} = 33165 \text{ хил. лв.}$$

5. Определяне на пазарната стойност на миноритарен пакет от 4416 бр. обикновени поименни акции, равняващ се на 48% от капитала на „Технотек системс груп“ АД

При определяне на пазарната стойност на пакета от акции, равняващ се на 48% от капитала на оценяваното предприятие, са направени две стандартни корекции, които са обичайна практика при такъв род оценки – корекцията за миноритарен дял и корекцията за продаваемост. И двете корекции представляват отбив от определената пазарна стойност на пакета акции. Първата се прави, поради това че

придобиването на този пакет дава неконтролно участие в капитала и съответно в управлението на дружеството. Купувачът няма да има пълен контрол върху управлението. Втората корекция се прави, поради това че оценяваното предприятие е дружество от „затворен тип“, т.е. неговите акции не се търгуват на фондовия пазар. Това практически прави бъдеща продажба на предприятието или на част от него по-трудна. Няма пазар, който да формира цена, поради което потенциален инвеститор би предложил по-ниска цена от офертата на продавача. Няма правила, които да регламентират размера на тези два отбива. Те са изцяло по преценка на оценителите.

Таблица 5

Определяне на пазарната стойност на миноритарен пакет от 4416 бр. обикновени поименни акции, равняващ се на 48% от капитала на „Технотек системс груп“ АД

	Показатели	Стойност в лева
1.	Пазарна стойност на СК на „Технотек системс груп“ АД	33165000
2.	Пазарна стойност на пакет акции, равняващи се на 48% от капитала на „Технотек системс груп“ АД, преди корекции (р.1 * 0,48)	15919200
3.	Отбив за липса на контрол (миноритарен пакет) – 10% (р.2 *0,1)	1591920
4.	Отбив за продаваемост – 20% (р.2 * 0,2)	3183840
5.	Крайна пазарна стойност на пакет от 4416 бр. акции, равняващи се на 48% от капитала на „Технотек системс груп“ АД (р.2 – р.3 – р.4)	11143440
6.	Пазарна стойност на една акция (р.5 : 4416)	2523,42

V. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В заключение могат да бъдат направени следните изводи:

- ✓ Методът „капитализация на доход“ има лесен алгоритъм, но практическото му приложение не е толкова просто. Изискват се както фундаментални познания и опит, така също и внимание от страна на оценителите, тъй като трябва да бъдат отчетени редица фактори и обстоятелства, свързани с избора на доход, който да се капитализира, на вариант по отношение методиката за оценка, на модел за определяне цената на собствения капитал или средно-претеглената цена на капитала, определянето на рисковата добавка поради малкия мащаб на оценяваното предприятие (Small firm risk premium), определянето на нормализирания доход, на дългосрочния темп на растеж на дохода, корекциите за миноритарен или мажоритарен дял, за продаваемост и др.

- ✓ Пазарната стойност на собствения капитал (V_E) при този метод е силно чувствителна към дисконтовата норма (цената на капитала), дългосрочния темп на растеж и респективно към нормата на капитализация. Дори и малки разлики в тези параметри могат да доведат до голяма разлика в стойността на оценката. Това изисква прецизност и добра аргументация от страна на оценителите по отношение определянето на цената на собствения капитал, цената на дълга и дългосрочния средногодишен темп на растеж на дохода.
- ✓ При предприятия със стабилни доходи и добри перспективи за развитие този метод обезпечава сравнително точна оценка на пазарната стойност на собствения капитал. Все пак трябва да се има предвид, че бъдещето винаги крие неопределеност. В тази връзка оценителите би следвало да извършат достатъчно точна оценка на нивото на бизнес риск и финансов риск на оценяваното предприятие. Това е важно, за да се прецени доколко стабилни ще са доходите в бъдеще. С оглед коректния избор на дългосрочен темп на растеж на дохода е необходимо освен това оценителите да са наясно с цялостната продуктова, маркетингова, иновационна и инвестиционна политика на предприятието и въобще с бъдещите инвестиционни и бизнес намерения на мениджмънта или собственика, както и с перспективите за развитие на сектора като цяло, а не на последно място и с тенденциите по отношение на пазарното търсене на съответните продукти или услуги. Всичко това подсказва, че субективният фактор при оценката няма как да се избегне и именно тук решаваща дума имат познанията и опитът на оценителя. В доклада всички изходни параметри, допускания и методически решения трябва да бъдат солидно аргументирани.

Библиографска справка:

1. Тодоров, Л. *Съвременни модели за оценка на бизнеса*, Нова звезда, София, 2014.
2. Copeland, T., T. Koller, J. Murrin, *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, New York, 2000.
3. Damodaran, A. *Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Weley & Sons, N.Y., 2002.
4. Damodaran, A. *Measuring Company Exposure to Country Risk: Theory and Practice*,
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestion/s/CountryRisk.html
5. Pratt, Sh. *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, Fifth Edition, McGraw Hill, New York, 2008.

METHODOLOGICAL AND APPLIED ASPECTS OF THE "INCOME CAPITALIZATION" METHOD IN BUSINESS VALUATION

Lyubomir Todorov*Associate professor at UNWE, PhD**Business analyst and appraiser**ltodorov@unwe.bg*

Key words:	Summary
<i>Business Valuation Income Approach Income Capitalization Cost of Equity</i>	<i>The article describes the advantages and disadvantages of the income approach in business valuation, the essence of the method of income capitalization, as well as the peculiarities related to its application. Several variants of the method are presented, depending on the choice of income to be capitalized. A practical case study is presented to evaluate a holding company related to the determination of the market value of a minority share package. The cost of equity of the rated entity is determined by the CAPM model modifications for emerging markets. At the end, conclusions have been drawn and some problems have been described that appraisers should pay attention to.</i>