

Краткий опрос

В сегодняшних условиях «прогноз» стал еще более «непрогнозируемым»...
Какие сложности Вы видите при прогнозировании денежных потоков для действующего бизнеса в текущей экономической ситуации, как эти сложности можно преодолеть, и на что следует обращать особое внимание?

Юрий Лахин,
начальник отдела
анализа проектов
и программ
департамента
инвестиционных
программ и проектов
Минрегионразвития
России



Наиболее сложным мне представляется прогноз спроса – фактора, определяющего эффективность любого бизнеса. Спроса на продукцию, услуги, на строящиеся или построенные объекты, на сырье и т.п. Частично компенсировать риски, связанные с прогнозом спроса, на мой взгляд, можно, обратив внимание на государственный заказ, на механизмы государственно-частного партнерства или иные фор-

мы государственной поддержки экономических субъектов. В кризисных условиях государство становится ключевым игроком, способным реально повлиять на улучшение экономической ситуации, и руководством нашей страны предпринимаются максимально эффективные меры, направленные на сглаживание влияния кризиса как на макро-, так и на микроэкономическом уровне.

Попробую ответить на данный весьма сложный и комплексный вопрос по частям. Во-первых, говоря о сложностях при прогнозировании денежных потоков, следует отметить следующее.

- Специфика кризисной ситуации заключается в росте неплатежей по кредитам. Иногда предприятие – объект оценки имеет забалансовые гарантии, обеспечения или поручительства (как по собственным кредитам, так и по кредитам других организаций), что увеличивает риск обращения взыскания на имущество и денежные потоки.

- Ретроспективные объемы и показатели деятельности компаний, скорее всего, не будут соответствовать объемам и показателям деятельности как минимум на протяжении 2009–2010 гг., что усложняет построение адекватного прогноза.

- Бизнес-планы развития компаний составлялись, как правило, в докризисный период и не пересматривались с учетом сложившихся экономических реалий. В первую очередь это касается крупных российских компаний, для которых составление бизнес-плана – крайне длительный и затратный процесс.

- Наблюдается тенденция к переходу от долго- и среднесрочного планирования к

краткосрочному планированию (не более 1 года), что существенно усложняет процесс построения денежного потока.

- Нет сколько-нибудь достоверных и утвержденных прогнозов основных макроэкономических показателей (в том числе обменных курсов валют) на среднесрочную перспективу.

- Резкое снижение показателей прибыльности и рентабельности, ввиду чего денежные потоки не отражают потенциал стоимости компании.

- Рост процентных ставок по безрисковым активам, заемным средствам, что существенно повышает ставку дисконтирования.

Возможные пути преодоления:

- консервативно подходить к прогнозным данным, предоставляемым компаниями;

- использовать альтернативные источники получения данных о прогнозах макроэкономических показателей (данные инвестиционных компаний и т.д.);

- учитывать возможные риски низкой достоверности прогнозируемых показателей в ставке дисконтирования. Сегодня она может составлять 18–20% и более;

- отказываться от доходного подхода и использовать другие подходы к оценке.



Екатерина Синогейкина,
к.э.н., доц., MRICS, CCIM,
заместитель декана факультета
«Финансы и кредит»
Финакадемии при Правительстве РФ

При этом, на мой взгляд, особое внимание необходимо уделять анализу забалансовых счетов компаний.

При прогнозировании учитывать периоды составления прогнозов (например, докризисный период) и соответственно корректировать их в сторону снижения объемов производства (продаж/оказания услуг), учитывать сокращения персонала и заработной платы и т.д.



Владимир Золотов,
к.э.н., начальник отдела
предупреждения банкротства
Департамента корпоративного
управления и развития
ГК «Ростехнологии»,
Действительный Государственный
Советник Российской Федерации
3-го класса

Существует много случаев, в которых традиционная оценка на основе дисконтированных денежных потоков должна быть модифицирована или адаптирована для обеспечения обоснованной оценки стоимости, в частности нестабильная динамика рынка. Большинство оценок начинается с текущих финансовых отчетов фирмы и использования получен-

Вопрос прогнозирования всегда вызывал много дискуссий. Даже при стабильной экономической ситуации прогнозирование связано с большим количеством сложностей. На сегодняшний день нет однозначного ответа, как будут изменяться основные экономические показатели и каково будет их влияние на рынок.

Само по себе прогнозирование в оценке нацелено на получение адекватных результатов при проведении расчетов по доходному подходу. В текущей ситуации, когда такие прогнозы особенно затруднены, целесообразно минимизировать их количество, например, за счет использования более короткого прогнозного периода. Также особенную важность приобретает проверка результатов, полученных с использованием прогнозов, другими методами и способами оценки, например сравнительным или затратным.

В условиях неопределенности важно учитывать мнение как можно больше-

ной из них отчетной прибыли в качестве основы для прогнозирования. Однако в текущих условиях в большинстве случаев не представляется возможным это сделать, поскольку либо прибыль фирмы отрицательная, либо эта прибыль аномально высокая или низкая.

Когда прибыль отрицательная или аномальная, целесообразно использовать нормализованную прибыль, полученную путем изучения истории компании или среднеотраслевых показателей. В данном случае предполагается, что прибыль быстро вернется к нормальному уровню. Для некоторых компаний данный способ неприменим, в частности, если фирма может обанкротиться, то в этом случае стоимость следует определять с использованием модели оценки опционов.

Таким образом, при оценке бизнеса в текущих условиях необходимо проанализировать имеющуюся отчетность, что позволит соотнести коэффициенты рентабельности, ликвидности и долговой нагрузки со среднеотраслевыми значениями.

Прогнозирование в условиях кризиса связано с некоторыми особенностями, в частности, представляется необходимым учет следующих факторов: рост процентных ставок, вероятность досрочного погашения обязательств, снижение спроса на товары, работы и услуги.

го количества участников рынка. В этом случае экспертные опросы и анализ различных точек зрения могут помочь сделать прогноз более объективным.

Рискованность прогнозов, безусловно, должна находить свое отражение в более высокой ставке дисконтирования, которая также является важным показателем при проведении расчетов.

При оценке в условиях высокой неопределенности должна существенно быть повышена тщательность и детальность анализа имеющейся в распоряжении оценщика информации. Особое внимание должно уделяться детальному описанию допущений, на которых основывается прогноз, чтобы читатель отчета получил однозначное представление об уровне риска, отраженного в расчетах.

Сложность при проведении прогнозирования, тем не менее, не делает невозможным расчет стоимости с их использованием. Главное, чтобы все цифры, участвующие

Любая оценка – это заключение о стоимости объекта. Как при составлении любого заключения, степень субъективности выводов – равно, как и степень «определенности», имеет широкий диапазон значений. В соответствии со стандартами RICS нестабильная динамика рынка является одной из ситуаций, связанных с фактором неопределенности, которая существенно отражается на степени доверия к составляемому по итогам оценки отчету об оценке.

Согласно законодательству об оценочной деятельности отчет об оценке не должен допускать неоднозначного толкования или вводить в заблуждение. Очевидно, что оценка активов в текущих условиях необычайно сложна. Принимая во внимание тот факт, что федеральные стандарты оценки разрабатываются с учетом международных стандартов оценки, при формировании отчета об оценке представляется важным учесть рекомендации к стандартам RICS, поскольку на текущий момент только в данных стандартах присутствует руководство «Неопределенность при проведении оценки».

Основные положения следующие:

- обратить внимание заказчика на причину возникновения неопределенности и степень ее отражения в отчете об оценке;
- дать полный письменный комментарий об особых трудностях (например, отсутствие сопоставимых данных).



Полина Кондратенко,
MRICS, CCIM,
директор Департамента оценки и консалтинга
Colliers International (Москва)

в расчетах, так же как и конечный результат оценки, были проверены на адекватность с использованием других методов и подходов, а отчет об оценке предоставлял всю необходимую информацию для однозначного толкования содержащейся в нем информации.



Соломон Дарсания,
начальник Управления оценки государственного имущества ФГУП «ФТ-Центр»,
вице-президент РОО, заместитель председателя Экспертного Совета РОО,
заместитель председателя профессионального союза оценочных, аудиторских, экспертных и консалтинговых организаций

Безусловно, условия современного рынка не позволяют делать сколько-нибудь «достойных» прогнозов, и, как говорится, прогнозы всегда были неблагоприятным делом, а сейчас просто «невозможны». Или все же возможны? Как мне кажется, истина, как всегда, находится где-то посередине.

Отвечая на ваш вопрос, я буду руководствоваться тем посылом, что оценщик выражает объективное мнение на предмет рыночной стоимости объекта оценки, анализируя субъективные взгляды участников этого рынка, в том числе и свой. Соответствен-

но, если в условиях сложившейся экономической ситуации большинство участников рынка настроены пессимистично, то и оценщик в своих прогнозах должен отражать эти взгляды. Отсюда и будут вытекать все сложности в прогнозировании и пути преодоления этих сложностей.

Вспомним «классику». Что должен подвергнуть анализу оценщик при прогнозировании денежных потоков? Необходимо проследить ретроспективное поведение следующих компонент и попытаться смоделировать их дальнейшее поведение:

- Выручка, себестоимость, капиталовложения – основные независимые компоненты.
- Остальные базовые балансирующие компоненты, как то кредитные средства.
- Зависимые компоненты – налоги и процентные платежи.

Отсюда видно, что если в условиях стабильной экономической ситуации на рынке основные независимые компоненты мало проявляли волатильность, то в условиях нестабильного рынка колебания этих параметров приведут к существенным колебаниям денежного потока в целом. Но самым важным компонентом в любой экономической ситуации останется выручка. На формирование этого компонента я и предлагаю сфокусировать свое основное внимание оценщику в текущей экономической ситуации.

При этом особенно актуальными становятся следующие аспекты, влияющие на формирование прогнозов выручки:

- маркетинговые исследования рынка (спрос и предложение выпускаемой продукции);

- производственные возможности предприятия (объемы и цены выпускаемой продукции);

- экономическое окружение (как макроэкономические параметры, так и конкурентная среда);

- иные особенности и отраслевая специфика предприятия.

Вот здесь мне и хочется подвести к решению проблемы прогнозирования денежных потоков (а может, и загнать решение задачи в тупик?), обратив ваше внимание на маркетинговые исследования рынка. Как мне видится, хороший маркетинговый анализ и является тем ключиком, который позволит оценщику уверенно демонстрировать свои прогнозы и опираться на них в дальнейших своих расчетах. Так вот, в этом и кроется корень проблемы – когда мы видели «хорошие маркетинговые исследования»? Так что же делать? – извечный вопрос, оставленный нам Н.Г. Чернышевским!

Я предлагаю (как оценщик) воспользоваться свободой, которую предоставили нам Федеральные стандарты оценки (статья 19 ФСО-1), позволяющие пользоваться экспертными оценками. Когда на рынке царит неопределенность, оценщик как объективный выразитель субъективных мнений должен просто собрать эти мнения и провести свои, пусть и неглубокие, маркетинговые исследования. Тяжело? Соглашусь, но кто говорил о легкости заработков оценщика? Желаю оценщикам успехов и преодоления препятствий на «ниве оценочных просторов».

Когда на твой GPS-навигатор все спутники вдруг перестали присылать координаты (а с чего бы это?), то остается экзотика вроде магнитного компаса, или еще можно по звездам ориентироваться. В общем – полагаться на вечные ценности, и в нашем оценочном ремесле тоже – а куда в нем без прогнозов? Так что продолжаем «в условиях кризиса» прогнозировать дальше, не боимся. Пусть пейзаж весь уже дрожит, сход лавины через секунду, но есть еще оценщику на кого опереться: ему рейтинговые агентства и инвестибанки в июле 2008 года рассказывают про нефть-250 и РТС-2500.

Кризис – это прежде всего аннигиляция стоимости и резкое сокращение массы денег. Тех денег, в которых – и только в которых – живут наши оценочные понятия. Что сразу убивает все три «общепринятых подхода к оценке»: стройка встала,

продажи уже как бы и не продажи, а будущее – туман. Но в плане прогнозирования для профессии это не то что бы смертельно, т.к. не был никогда оценщик никаким прогнозистом. Да – опирался на чужие прогнозы, дергал из чьей-то аналитики, но своих серьезных картин действительности, за редчайшими исключениями, не рисовал. Соберет как калейдоскоп «макрофундамент» и моделирует себе денежные потоки: «прогнозы» менеджмента, «ножницы» валютных курсов и «исторические» темпы роста. На выходе – «черный ящик», наукоемкий и без точек соприкосновения с реальностью.

К чему оценщику теперь готовиться? Стоимость начинают искать по-серьезному, и не в параметрах регрессии, а в банальной возможности вытаскивания кэша. Поэтому отчеты теперь могут начать читать вни-



Егор Попов,
партнер.
Корпоративные финансы. Deloitte

мательней. И здесь два совета: устраняйте внутренние противоречия из логики оценки, и пусть прогнозы-допущения друг с другом не ссорятся!



Элла Гришина,
руководитель отдела по контролю
за оценочной деятельностью НП «СМАОс»

Основной сложностью при прогнозировании денежных потоков действующего бизнеса в современных условиях является прогнозирование доходной части и рисков, присущих бизнесу.

В условиях общей нестабильности мировой экономики прогнозирование доходов – неблагоприятное, но необходимое занятие. Меняющиеся прогнозы в текущих условиях, рост процентных ставок по привлеченным денежным средствам, изменение конъюнктуры рынка усложняют этап прогнозирования. Но, с другой стороны, именно в это время высо-



Светлана Дроздова,
заместитель генерального
директора «ОТКРЫТИЕ –
корпоративные финансы»
Финансовая корпорация
«ОТКРЫТИЕ»

Основной проблемой в текущей экономической ситуации является обоснование прогноза показателей финансово-хозяйственной деятельности действующего бизнеса. Разрабатываемые на предприятиях, в компаниях, обществах бизнес-

кой волатильности остается возможность инвестировать на более выгодных условиях, чем когда-либо, но с большими рисками. Поэтому каждый выбирает для себя наиболее приемлемый вариант прогнозирования.

Прогнозирование доходов является основным вектором в данном случае.

В интернете и других источниках информации можно найти массу рекомендаций на этот счет. Большинство из них заключается в том, что именно в период кризиса важно заняться повышением эффективности. При хорошей конъюнктуре компания может безбедно существовать даже при вялом маркетинге, неэффективных бизнес-процессах, интуитивном управлении финансами. В условиях кризиса эти и другие проблемы системы управления становятся критичными для деятельности компании. И наоборот, компании с эффективной системой управления переживают кризисные периоды с наименьшими потерями.

Особого внимания требует прогнозирование доходной части. Если методика моделирования расходной части мало зависит от типа продуктового и клиентского рынка, то прогноз доходов строится в каждом случае по-разному.

Важный этап моделирования экономики предприятия — это учет рисков. Ряд параметров экономической модели име-

ют свою актуальность в условиях постоянно изменяющейся конъюнктуры рынка. Это создает немалые проблемы при прогнозировании. Кроме того, прогнозы макроэкономических показателей редки и в условиях нынешней ситуации краткосрочны. Какие-либо официальные прогнозы в среднесрочной и долгосрочной перспективе отсутствуют.

Огромная проблема состоит и в том, что информация, полученная как с открытого рынка, так и от оцениваемой компании, достаточно быстро теряет свою актуальность и рыночность. Таким образом, в условиях текущей экономической ситуации оценщику приходится детально анализировать и корректировать не только планы и прогнозы самих компаний, но и макроэкономические показатели, показатели отрасли, региона и т.д.

ет вероятностный характер. Например, это касается объемов сбыта или продажной цены продукции. Может оказаться, например, что вариант, наиболее привлекательный при условии выполнения плана продаж, становится катастрофическим при незначительном невыполнении плана. И наоборот, консервативный вариант, не обещающий выдающихся финансовых результатов, обладает завидной устойчивостью к риску пессимистического развития событий.

Оценщик остается один на один с прогнозом текущей ситуации. Что же делать в этой ситуации, в эпоху кризиса, когда выживает сильнейший?

В современных условиях ведения бизнеса отдается предпочтение консервативному варианту ведения бизнеса и минимизации рисков, присущих конкретному бизнесу.

Основные тенденции, присущие бизнесу в условиях кризиса:

- Выбор наиболее вероятных или пессимистических сценариев развития кризиса на отдельно взятом предприятии.
- Использование достоверных источников информации при выборе макроэкономических показателей.
- Пессимистичный взгляд на прогнозные показатели.
- Консервативность в вопросах источников финансирования.

Помимо вышесказанного, существует проблема и в обосновании используемой информации и полученных результатов, поскольку в условиях сложившейся экономической ситуации прогнозирование основывается в большей своей части на экспертном мнении, репутации и опыте конкретного оценщика.

Однако, на мой взгляд, существующие сложности скорее делают прогноз более трудоемким и сложным, нежели вызывают действительно какие-то неразрешимые или трудноразрешимые проблемы. С преодолением текущей рыночной ситуации они нивелируются.

На мой взгляд, особое внимание при прогнозировании следует уделять тем допущениям, в рамках которых производится оценка, логическому суждению о результатах полученного прогноза, рассматривать значительное количество вариаций прогноза, оценивать чувствительность сделанного прогноза.