



НЯКОЛКО ПОДХОДА ЗА КОРЕКЦИЯ НА ПАЗАРНИЯ МНОЖИТЕЛ P/E

APPROACHES FOR PRICE/EARNINGS RATIO ADJUSTMENT

Главен асистент, д-р, Нигохос Канарян
Департамент „Икономика“,
Нов български университет
nkanaryan@nbu.bg

Assistant professor, Nigohos Kanaryan,
PhD
Department “Economics”, New Bulgarian
University
nkanaryan@nbu.bg

Резюме: Изследването е свързано с приложението на пазарния подход. International Valuation Standards (2020) изискват оценителите да направят корекции на използваните множители. Тези корекции трябва да отразят разликите в оперативните и финансови характеристики на предприятия, избрани за аналози и оценяваното предприятие. Установяваме съществуването на два подхода за корекция – интуитивен и неинтуитивен. Ние сравняваме резултатите от тяхното приложение за корекция на пазарния множител Price/Earnings, P/E.

Ключови думи: пазарен подход, Price/Earnings, оценяване на предприятие

Abstract: The paper is focused on some specifics of the application of the market approach. The International Valuation Standards (2020) require appraisers to adjust the market multiples used. These adjustments should reflect the differences in the operational and financial characteristics of selected comparable and the evaluated enterprise. We establish the existence of intuitive and non-intuitive approaches to the market multiples adjustment. We compare the results of applying both approaches to the Price/Earnings, P/E.

Keywords: the market approach, Price/Earnings ratio, business valuation

Въведение

Пазарните множители или съотношения (market multiple) са в основата на методите, който принадлежат към пазарния подход за оценяване на предприятия. Подходът се основава на Закона за единната цена, според който на ефективен пазар два еднакви актива трябва да се продават на една и съща цена.

В числителя на множителя се поставя цената на акция или дял, а в знаменателя счетоводна променлива. Финансовите отчети на оценяваното предприятие са източник на информация на подобна счетоводна променлива. С цел съпоставимост между числител и знаменател, стойността на счетоводните променливи се изчислява за една акция/дял. Нетните приходи от дейността, нетната печалба, счетоводната стойност на собствения капитал, оперативната печалба и паричните потоци са най-популярните счетоводни променливи, които са използвани като знаменател на пазарните множители.

Оценяването с пазарни множители има множество предимства (Baker и Ruback, 1999). Те имплицитно отразяват прогнозните парични потоци и дисконтовия процент. При прилагането на пазарните множители се избягва използването на теоретични модели за определяне на дисконтовата норма. Така се редуцира степента на субективност при определянето на очакваните парични потоци. Baker и Ruback (1999) уместно отбелязват, че ако съществуваша наистина сравними публично търгувани дружества или сделки и ако степента на замесимост можеше да се определи, то методът на пазарните множители безспорно би превъзхождал метода на дисконтираните парични потоци.

Уточнението, което правят Baker и Ruback (1999) е показателно, тъй като Законът за единната цена е валиден само за хомогенни по своя характер активи. На практика е много трудно да се открият подобни активи и често пъти се правят компромиси, а прекалените компромиси водят до ненадеждни оценки. Поради това Международен стандарт за оценяване 105 „Подходи и методи за оценяване“ (International Valuation Standards, 2020) изисква да се извърши критичен сравнителен анализ на качествените и количествените характеристики на сравняваните активи и оценявания актив.

Съществува течение сред изследователите, което застъпва тезата, че селекцията на аналози трябва да формира извадка от предприятия, които имат сходни оперативни и финансови характеристики с оценяваното предприятие. Този подход на селекция е наречен фундаментален, защото търси да открие онези фундаментални фактори, като рентабилност, темп на растеж и риск, които да прецизират извадката от аналози. Последователи на подхода са Boatsman и Baskin (1981), Bhojraj и Lee (2002), Herrmann и Richter (2003), Dittmann и Weiner (2005), Goedhart, Koller и Wessels (2005).

Alford (1992), Bhojraj, Lee и Oler (2003), Damodaran (2006), Schreiner и Spremann (2007), Henschke и Homburg (2009), Nel, Bruwer и Le Roux (2013a,b) са привърженици на отрасловия подход. Те защитават тезата, че подборът на база отраслов принцип гарантира, че избраните аналози и оценяваното предприятие ще имат еднакви характеристики.

Не сме привърженици на фундаменталния подход за селекция на предприятия – аналози, подобно на Касърова, Праматарска и Лазарова (2009) и Тодоров (2015). Те предлагат метод за корекция на пазарните множители за страно-

НЯКОЛКО ПОДХОДА ЗА КОРЕКЦИЯ НА ПАЗАРНИЯ МНОЖИТЕЛ P/E

ви риск и ефективност, когато пазарният подход се прилага в условията на формиращите се пазари. Канарян (2019) усъвършенства двата предложени метода, като ги опростява и премахва присъщите им рестрикции. Предложените методи за корекция на множителя Price/Earnings от Hitchner (2003), Lee и Campelo (2009) и Goeldner (1998) дават основание ние да обобщим тези методи в две групи. Първата се състои от методи, които се базира на интуитивен подход за извеждане на формулата за корекция. Вторият наричаме неинтуитивен, тъй като се основава на математическо извеждане на уравненията за корекция на пазарните множители.

■ Интуитивен подход за корекция на пазарните множители

Директното използване на един или друг пазарен множител при прилагане на пазарния подход за оценяване не е препоръчително. Необходимо е да се отразят оперативните и финансовите характеристики на предприятията. Съществуват множество специфики, с които оценителите е редно да се съобразят при прилагането на метода на пазарните множители. В тази връзка Касърова, Праматарска и Лазарова (2009) предлагат метод за оценка на стойността на компания чрез сравнителния подход, отчитащ влиянието на различни фактори.

Касърова, Праматарска, Лазарова (2009) елиминират разликите в равнищата на ефективност на оценяваното предприятие и неговите аналози. Техният метод първо определя стойностите на коефициентите за рентабилност (ROE, ROA, ROS) за оценяваното предприятие и за всеки от аналозите. В следва-

щата стъпка се изчисляват три единични коефициенти за корекция на рентабилността на собствения капитал (Кк1), рентабилността на активите (Кк2) и на продажбите (Кк3), както е показано в уравнение (1).

$$\begin{aligned} K_{k1} &= \frac{ROE_{\text{оценявано предприятие}}}{ROE_{\text{предприятие аналог}}} \\ K_{k2} &= \frac{ROA_{\text{оценявано предприятие}}}{ROA_{\text{предприятие аналог}}} \\ K_{k3} &= \frac{ROS_{\text{оценявано предприятие}}}{ROS_{\text{предприятие аналог}}} \end{aligned} \quad (1),$$

където:

$ROE_{\text{оценявано предприятие}}$ – рентабилност на собствения капитал на оценяваното предприятие;

$ROE_{\text{предприятие аналог}}$ – рентабилност на собствения капитал на аналога;

$ROA_{\text{оценявано предприятие}}$ – рентабилност на активите на оценяваното предприятие;

$ROA_{\text{предприятие аналог}}$ – рентабилност на активите на аналога;

$ROS_{\text{оценявано предприятие}}$ – рентабилност на продажбите на оценяваното предприятие;

$ROS_{\text{предприятие аналог}}$ – рентабилност на продажбите на аналога.

Общият корекционен коефициент (ОКкр) е произведение от трите единични корекционни коефициента и се изчислява за всеки аналог чрез уравнение (2).

$$ОКкр = K_{k1} \times K_{k2} \times K_{k3} \quad (2)$$

Пазарният множител на аналога се коригира с общият корекционен коефициент. Така се създава съпоставимост в двойката „оценявано предприятие – аналог”.

Внимателният преглед на уравнения (1) и (2) разкрива една отличителна чер-

та за този метод. Той е твърде рестриктивен по отношение на допусканията за стойностите, които трябва да имат факторите. Трите вида рентабилност за оценяваното предприятие и аналога трябва да бъдат положителни. Това условие е необходимо, за да се получи положителен общ корекционен коефициент, а след това положителна стойност на оценяваното предприятие.

Канарян (2019) предлага обобщен и опростен корекционен коефициент, представен в уравнение (3). Дясната страна на уравнението има два компонента. Първият е некоригираната стойност на пазарния множител, а вторият е коригиращото съотношение, което е във вид на индекс.

$$P/M_{adj} = P/M \times \frac{1 + F_{assessed}}{1 + F_{peer}} \quad (3),$$

където:

P/M_{adj} – е коригиран за оперативна ефективност пазарен множител;

P/M – некоригиран пазарен множител;

$F_{assessed}$ – фундаментален фактор на оценяваното предприятие;

F_{peer} – фундаментален фактор на аналога.

Уравнение (4) предвижда използването само на един фактор, който е основополагащ за даден пазарен множител. Канарян (2019) коригира даден пазарен множител със съответния фактор, който го обуславя. Факторите на пазарните множители са изведени на база теоретичен модел подобно на Damodaran (1996) и Тодоров (2015). Тяхното влияние е потвърдено от изследванията на Bhojraj и Lee (2002), Nel, Bruwer и Le Roux (2013, 2014), Bernström (2014). Уравнение (5) представя коригиращото уравнение за пазарния множител P/E .

$$P/E_{adj} = P/E \times \frac{1 + g_{assessed}}{1 + g_{peer}} \quad (4),$$

където:

P/E_{adj} – е коригиран за оперативна ефективност пазарен множител P/E ;

P/E – некоригиран пазарен множител P/E ;

$g_{assessed}$ – темп на растеж на оценяваното предприятие;

g_{peer} – темп на растеж на аналога.

Предложената от Канарян (2019) корекция за оперативна и финансова ефективност на пазарен множител елиминира рестрикцията, която е присъща за Касърова, Праматарска, Лазарова (2009). Ако даден фундаментален фактор на оценяваното предприятие има отрицателна стойност, то вторият елемент на уравнение (4) ще бъде под 1, което ще коригира надолу пазарния множител на аналога. Следователно, поради по-ниската степен на оперативна и финансова ефективност, оценяваното предприятие ще има по-нисък пазарен множител, в сравнение с този на аналога. Това ще доведе до обосновано по-ниска стойност на оценяваното предприятие.

■ Неинтуитивен подход за корекция на пазарните множители

Представените по-горе метода за корекции биха могли да се класифицират като интуитивни, защото са изведени въз основа на опита на авторите като оценители, без математическа обосновка. Съществуват и математически обосновани методи за корекция. Те са изведени въз основа на подхода, използван от Damodaran (1996). Базата е дивидентно – дисконтовият модел, който допуска изплащането на постоянни дивиденди.

НЯКОЛКО ПОДХОДА ЗА КОРЕКЦИЯ НА ПАЗАРНИЯ МНОЖИТЕЛ P/E

Goeldner (1998) предлага метод за корекция на пазарния множител P/E. Той се основава на допускането, че разликата в множителя P/E на аналога и този на оценяваното предприятие се обяснява с разликата между нормата на капитализация на аналога и оценяваното предприятие. Нормата на капитализация има два определящи фактора – риск, изразен чрез нормата на дисконтиране и темп на растеж на печалбите. Оттук коригираният множител P/E се определя чрез уравнение (5), а фундаменталният дисконт чрез уравнение (6).

$$P/E_{\text{subject}} = P/E_{\text{guideline}} \times (1 - FD) \quad (5)$$

$$FD = 1 - \left[\frac{(k - g)_{\text{guideline}}}{(k - g)_{\text{subject}}} \right] \quad (6),$$

където:

P/E_{subject} – P/E множител на оценяваното предприятие;

$P/E_{\text{guideline}}$ – P/E множител на аналог;

FD – фундаментален дисконт;

k – норма на дисконтиране

g – темп на растеж

guideline – аналог;

subject – оценявано предприятие.

Като алтернатива Goeldner (1998) предлага да се използва уравнение (7) за изчисляване на коригиран пазарен множител, който да отразява разликата в риска и темпа на растеж между аналога и оценяваното предприятие.

$$P/E_{\text{subject}} = \frac{1}{(Cap\ Rate_{\text{guideline}} + \Delta_{\text{risk}} + \Delta_{\text{growth}})} \quad (7),$$

Където:

Cap Rate_{guideline} – норма на капитализация на аналог, т.е. реципрочната стойност на множителя P/E на аналога (E/P);

Δ_{risk} – разлика в нормите на дисконтиране на оценявано предприятие и аналог, т.е.

$$k_{\text{subject}} - k_{\text{guideline}};$$

Δ_{growth} – разлика в темпа на растеж на аналог и оценявано предприятие, т.е.

$$g_{\text{guideline}} - g_{\text{subject}};$$

Уравнение (7) може да се опрости, като се отчете само един от двата определящи фактора. Обикновено това е темп на растеж. Това опростяване е приложимо при оценяване на предприятия, които не са публични, т.е. акциите им не са листвани на регулиран пазар за търговия. За практическото приложение на метода си Goeldner (1998) предлага темпът на растеж да се изчисли като средногодишна норма на нарастване на нетната печалба за 5 годишен исторически или прогнозен период.

Lee и Campelo (2009) изразяват доза професионален скептицизъм по отношение на метода на Goeldner (1998), основно поради липсата на емпирични тестове за неговата валидност. Въпреки това Hitchner (2003) и Lee и Campelo (2009) предлагат леко модифицирани корекции, които са вид разновидност на метода на Goeldner (1998). Те имат същата основа на допускания – нормата на капитализация и разлики между променлива на аналог спрямо оценявано предприятие. Lee и Campelo (2009) коригират множителя P/E за ефекта на размера на компанията, като разлика, подобна на тази за темпа на растеж на печалбите.

Тодоров (2015) също развива тезата за корекционни коефициенти на пазарните множители, подобно на препоръките на Periro (2002) за корекции за несистематични рискове при изчисляването на синтетични множители. Той извежда коефициентите на корекция въз основа на теоретичните модели на всеки един множител – P/E, P/B и P/S. Фак-

торите, които описват P/E са рентабилност на собствения капитал, ROE; темп на растеж на нетната печалба, g; цената на собствения капитал, Re, т.е. риска. Тодоров (2015) изчислява коригиращия коефициент за всеки множител за всяко предприятие аналог. Уравнение (8) представя коригиращия коефициент за P/E. Коефициентът се умножава с пазарния множител. Оттук пазарната стойност на предприятието се определя на база коригирания пазарен множител.

$$K_1 = \frac{ROE_{\text{ОП}}}{ROE_{\text{аналог}}} \times \frac{g_{\text{ОП}}}{g_{\text{аналог}}} \times \frac{R_E^{\text{аналог}}}{R_E^{\text{ОП}}} \quad (8)$$

където:

K_1 – корекционен коефициент на множителите P/E и P/B;

K_2 – корекционен коефициент на множителя P/S;

$ROE_{\text{ОП}}$ – рентабилност на собствения капитал на оценяваното предприятие;

$ROE_{\text{аналог}}$ – рентабилност на собствения капитал на аналога;

$g_{\text{ОП}}$ – темп на растеж на нетната печалба на оценяваното предприятие;

$g_{\text{аналог}}$ – темп на растеж на нетната печалба на аналога;

$Re_{\text{ОП}}$ – цена на собствения капитал на оценяваното предприятие;

$Re_{\text{аналог}}$ – цена на собствения капитал на аналога.

Условието за положителни стойности на фундаменталните фактори важи за корекционния коефициент, предложен от Тодоров (2015). Това е гаранция, че пазарната стойност на оценяваното предприятие ще бъде положителна величина, в унисон с икономическата логика.

Илюстративен пример

Ние ще илюстрираме подходите за коригиране на пазарни множители за

оперативна и финансова ефективност с примера от Канарян (2019). Оценяваното предприятие е българско дружество от сектора на машиностроенето¹. Неговият капитал не е регистриран за търговия на регулиран пазар. За аналог е избран водещ шведски производител – Atlas Copco AB, който е и клиент на оценяваното предприятие. Двете дружества са от отрасъл “Машиностроене”, произвеждат един и същи вид продукция – компресори, вакумна техника, индустриална техника. По отношение на размера двете предприятия не биха отговорили на критерия съизмеримост. Шведската компания е с пазарна капитализация 32 млрд. евро, докато размерът на счетоводната стойност на собствения капитал на българското предприятие е 3.2 млн. евро. Липсата на съизмеримост между двете дружества ще помогне да се открият недостатъците на подходите за корекция на пазарните множители за оперативна и финансова ефективност.

Периодът, който анализираме е 2010 – 2018, като данните, които представяме са от 2014 г. тъй като изчисляваме средногодишен темп на растеж на печалбите за период от 5 години. За всяка една година от 2014 до 2018 ние изчисляваме пазарния множител P/E на аналога, които се коригират според разгледаните подходи. Корекционните коефициенти се изчисляват за всяка една година на база финансовите показатели за предприятието – аналог и оценяваното дружество. Те се прилагат към пазарния множител P/E.

Панел А на таблица 1 представя пазарния множител P/E на аналога, изчислен въз основа на цени затваря към края на съответната година и счетовод-

¹ Поради изискване за конфиденциалност не разкриваме името на оценяваното дружество, чиито данни анализираме.

НЯКОЛКО ПОДХОДА ЗА КОРЕКЦИЯ НА ПАЗАРНИЯ МНОЖИТЕЛ P/E

Таблица 1. Финансови показатели на предприятието – аналог и оценяваното предприятие

	2014	2015	2016	2017	2018
<i>Панел А. Пазарен множител</i>					
P/E	21.82	21.66	28.29	25.82	15.65
<i>Панел Б. Показатели на аналога</i>					
ROE	28.10%	24.16%	27.59%	22.26%	31.70%
ROA	23.99%	25.19%	25.92%	20.89%	38.46%
ROS, NPM	12.99%	11.90%	13.60%	14.78%	17.13%
g	5.19%	3.44%	1.20%	-1.90%	6.22%
σEBIT	15.98%	12.08%	11.39%	9.34%	10.25%
<i>Панел В. Показатели на оценяваното предприятие</i>					
ROE	11.70%	10.13%	11.66%	10.04%	9.81%
ROA	9.88%	9.94%	9.27%	7.66%	7.37%
ROS, NPM	12.50%	10.11%	11.80%	9.31%	8.82%
g	14.63%	12.83%	17.87%	6.09%	-0.12%
σEBIT	19.74%	10.00%	14.13%	15.28%	14.08%

Забележка: σEBIT измерител на бизнес риска.

ни променливи от съответните одитирани годишни финансови отчети. Панел Б и В показват финансовите показатели на двете предприятия, въз основа на които се изчисляват корекционните коефициенти.

Пазарният множител P/E на Atlas Сорсо АВ е относително висок, в сравнение със средните стойности на отрасъла за Европа. Това е оправдано с високите маржове на печалба и темпове

на растеж². Тези високи стойности биха довели до висока оценка на българското предприятие, ако множителите не се коригират. Сравнението на данните от Панел Б и В показва, че подобна корекция е необходима, тъй като оценяваното пред-

² Поради ограничение за обема на публикацията не сме представили отрасловите множители и финансови показатели. Те са достъпни на http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

приятие има пъти по-ниски показатели на ROE, ROA, ROS (NPM), с изключение на темпа на растеж на печалбата. Това предполага по-ниски стойности на множителя, които да се приложат. По-високият темп на растеж на печалбите на българското предприятие би оправдал по-висок множител Р/Е, но трябва да се има предвид, че тези стойности на растеж са резултат на ниската база.

Тъй като капиталът на българското дружество не е листван на фондов пазар, то изчисляването на цената на собствения капитал, Re , съгласно подхо-

да на Тодоров (2015), няма да е обективно. За заместител на риска използваме стандартното отклонение на печалбата преди лихви и данъци (ЕВІТ). В корпоративните финанси този показател е измерител на бизнес риска.

В Таблица 2 са изчислени коригиращите коефициенти по видовете методи. Както описахме по-горе, отрицателният темп на растеж на аналога през 2017 г. и на оценяваното предприятие през 2018 г., се проявява в отрицателна стойност на двата корекционни коефициента – K_1 и K_2 . Това прави подхода неприложим.

Таблица 2. Коририращи коефициенти

	2014	2015	2016	2017	2018
<i>Панел А. Касърова, Праматарска и Лазарова (2009)</i>					
K_{K_1}	0.416	0.420	0.423	0.451	0.309
K_{K_2}	0.412	0.395	0.358	0.367	0.192
K_{K_3}	0.962	0.850	0.868	0.630	0.515
$OK_{кр}$	0.165	0.141	0.131	0.104	0.031
<i>Панел Б. Канарян (2019)</i>					
Корекционен елемент на Р/Е	1.090	1.091	1.165	1.081	0.940
<i>Панел В. Тодоров (2015)</i>					
K_1	1.450	1.294	7.818	(2.370)	(0.008)
K_2	1.395	1.099	6.786	(1.492)	(0.004)
<i>Панел Г. Goeldner (1998)</i>					
Норма на капитализация	0.046	0.046	0.035	0.039	0.064
$g_{\text{guideline}} - g_{\text{subject}}$	(0.094)	(0.094)	(0.167)	(0.080)	0.063

Източник: Собствени изчисления

Общият корекционен коефициент на Касърова, Праматарска и Лазарова (2009) има ниски стойности през целия анализиран период. Най-ниска е стойността за 2018 г. Следователно може да се очаква, че коригираните пазарни множители ще имат стойност много по-ниска от оригиналните на аналога. Обяснение за по-ниските стойности на множители е от 2 до 3 пъти по-ниската рентабилност на оценяваното предприятие, спрямо аналога.

Корекционните коефициенти на Тодоров (2015), представени в Банел В на Таблица 2, илюстрират проявлението на недостатъците на подхода при негативни стойности на една от променливите в корекционните коефициенти. Средногодишният темп на растеж на оценяваното предприятие е отрицателен към края на 2018 г., както и този на аналога за 2017 г. Това обезсмисля приложението на пазарните множители, тъй като би довело до отрицателна стойност на предприятието, което се оценява.

Корекционните коефициенти на предложения от Канарян (2019), дава резултати, които са очаквани. Предвид по-високия темп на растеж на печалбата на оценяваното предприятие през годините, с изключение на 2018, когато темпът е отрицателен, има индексирание на множителя P/E. Останалите корекционни коефициенти са под 1, поради по-ниската рентабилност на собствения капитал и нетния марж на печалбата.

Коригиращите променливи в метода на Goeldner (1998) показват, че нормата на капитализация е относително стабилна за аналога Atlas Copco. Поради по-високия темп на растеж на печалбата при оценяваното предприятие, основно поради по-ниската база, разликата между темповете на растеж е отрицателна величина. Това е така, защото

аналогът има по-нисък темп на растеж, отколкото оценяваното предприятие. Логиката изисква при това положение множителят P/E да бъде коригиран нагоре, т.е. оценяваното дружество да има по-висок множител P/E от аналога. Данните от втората променлива от метода на Goeldner (1998) свидетелстват за отрицателна разлика, която е по-голяма от нормата на капитализация. Оттук за годините, за които тази специфика се наблюдава, знаменателят на уравнение (7) ще бъде отрицателна величина. Това ще доведе до отрицателен множител P/E, което няма икономически смисъл.

Таблица 3 представя коригираните стойности на пазарния множител P/E. Стойностите на трите множителя, коригирани по подхода на Касърова, Праматарска и Лазарова (2009) са най-стабилни за периода на анализа. Пъти по-ниската рентабилност на оценяваното предприятие спрямо аналога се е отразила в пъти по-ниски стойности на пазарните множители, в сравнение с оригиналните. Фактът, че през всичките години рентабилността е положителна е допринесъл за положителните стойности на корекционните коефициенти, а оттук на коригираните множители.

Най-волатилни са стойностите на множителя, коригиран по метода на Тодоров (2015). Отрицателните темпове на растеж на аналога и оценяваното предприятие водят до негативните стойности на множителя P/E през 2017 г. и 2018 г. Това прави пазарния подход неприложим. През 2016 г. се наблюдават най-високите на трите множителя. Причина за това е пъти по-високия темп на растеж на печалбите на оценяваното предприятие спрямо този на аналога. Независимо, че по другите показатели българското дружество отстъпва, това превъзходство не може да бъде редуцирано, така че да

Таблица 3. Коригирани стойности на пазарния множител P/E

	2014	2015	2016	2017	2018
Касърова и колектив (2009)	3.60	3.05	3.71	2.69	0.48
Канарян (2019)	23.78	23.63	32.95	27.92	14.72
Тодоров (2015)	31.63	28.02	221.16	(61.18)	(0.13)
Goeldner (1998)	(20.61)	(20.96)	(7.61)	(24.33)	7.86

Източник: Собствени изчисления

се получат по-нормални стойности на множителя.

Множителят P/E, коригиран по метода на Канарян (2019) се доближава, като стойност, до тази преди корекцията и е относително стабилен през анализирания период. Той нито е силно занижен, подобно на изчисления по метода на Касърова, Праматарска и Лазарова (2009), нито е силно увеличен или отрицателен, в сравнение с резултатите от приложението на методите на Тодоров (2015) и Goeldner (1998).

Методът на Goeldner (1998), приложен към реални данни от формиращи се пазари, показва своите ограничения и недостатъци. Както отбелязахме оценяваното дружество има по-висок темп на растеж, в сравнение с аналога. Това формира отрицателна стойност на Δ_{growth} , която е по-висока от нормата на капитализация. Оттук за всичките години от анализирания период, с изключение на 2018, имаме отрицателен множител P/E. Този метод е приложим ако $\text{Cap Rate} > \Delta_{\text{growth}}$.

Изводи

International Valuation Standards (2020) изискват от оценителя да анализира и направи корекции за възможни разлики между аналозите и оценяваното предприятие. Подходите за извършване на подобна корекция биха могли да се сведат до интуитивни и неинтуитивни. Към първия подход може да причислим методите на Касърова, Праматарска и Лазарова (2009) и Канарян (2019). Методите на Тодоров (2015) и Goeldner (1998) са изведени математически, на база дивидентно – дисконтния модел, поради което се причисляват към групата на неинтуитивните.

Методите от двата подхода са подложени на тест с данни за две предприятия. Оценяваното предприятие е малко по размер, в сравнение с аналога, акциите му не са листвани на регулиран пазар за търговия и има по-високи темпове на растеж на печалбите. Приложени към тези данни методите за корекция на множителя P/E илюстриран своите особености, най-вече ограничения.

Методите на Касърова, Праматарска и Лазарова (2009), Тодоров (2015) и Goeldner (1998) въвеждат рестрикция

по отношение на стойността на показателите на аналога и оценяваното предприятие. Те трябва да имат положителни стойности, което не винаги е възможно. Корекцията, предложена от Канарян (2019), е по – стабилна в сравнение с разгледаните методи, като неутрализира ефекта от екстремните стойности на фундаменталните фактори, които са коригиращи.

■ Използвани източници

- Alford, A. (1992). The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price–Earnings Valuation Method. *Journal of Accounting Research*, 30(1), pp 94–108
- Baker, M., and R. Ruback. (1999), Estimating Industry Multiples. Working paper, Harvard Cambridge, MA, достъпен на <https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=1435>, Последно посетен 25.08.2022
- Bernström, S. (2014). *Valuation: The Market Approach*, John Wiley & Sons, Ltd
- Bhojraj, S., and C. M. C. Lee. (2002). Who Is My Peer? A Valuation–Based Approach to the Selection of Comparable Firms. *Journal of Accounting Research*, 40 (2), pp 407–439.
- Bhojraj, S., Ch. M. C. Lee and D. K. Oler. (2003). What’s My Line? A Comparison of Industry Classification Schemes for Capital Market Research, *Journal of Accounting Research*, 41 (5), pp. 745–774.
- Boatsman, J., & Baskin, E. (1981). Asset Valuation with Incomplete Markets. *The Accounting Review*, 56(1), 38–53.
- Damodaran, A. (1996). *Investment Valuation*. 1st ed., John Wiley & Sons Inc, New York.
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, 2nd edn, John Wiley & Sons Inc, Hoboken, NJ.
- Dittmann, I. and Ch. Weiner. (2005). Selecting Comparables for the Valuation of European Firms. Достъпен на SSRN: <https://ssrn.com/abstract=644101>, последно посетен на 25.08.2022.
- Goedhart, M., T. Koller, and D. Wessels. (2005). The right role for multiples in valuation, *McKinsey on Finance*, 15, pp 7–11.
- Goeldner II, R.W. (1998). Bridging the Gap between Public and Private Market Multiples, *Business Valuation Review*, September, 17(3), pp. 95–101.
- Henschke, S. and C. Homburg. (2009). Equity Valuation Using Multiples: Controlling for Differences Between Firms. Достъпен на SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1270812>, последно посетен 25.08.2022.
- Herrmann, V. and F. Richter. (2003). Pricing with performance –controlled multiples, *Schmalenbach Business Review*, 55, pp 194–219.
- Hitchner, J. (2003). *Financial Valuation: Applications and Models*, John Wiley & Sons.
- International Valuation Standards. (2020). International Valuation Standards Council, Available at: <https://www.rics.org/globalassets/rics-website/media/upholding-professional-standards/sector-standards/valuation/international-valuation-standards-rics2.pdf>, accessed 15 August 2022.
- Kanaryan, N. (2019). Pretsizirane na korektsiite na pazarnite mnozhiteli za operativna efektivnost, *Narodostopanski arhiv*, № 4, s. 3–22 [Канарян, Н. (2019). Прецизиране на корекциите на пазарните множители за оперативна ефективност, *Народостопански архив*, бр. 4, стр. 3–22]
- Kasarova, V., Sv. Pramatarska, R. Lazarova. (2009). *Sravnitelniat podhod v ot-senkata na biznesa v usloviata na formirash-ti se pazari. Finansovi reshenia: izsledvania*

I praktiki. Izd. NBU, S. s. 312–335 [Касърова, В., Св. Праматарска, Р. Лазарова. (2009). Сравнителният подход в оценката на бизнеса в условията на формиращи се пазари. Финансови решения: изследвания и практики. Изд. НБУ, С., стр. 312–335]

Lee, M. M. and A. M. Campelo. (2009). Adjusting Market Multiples: The Final Decision is Still a Matter of Professional Judgment, *The Financial Valuation and Litigation Expert Journal*, 20, pp. 6–8.

Nel, W. S., W. Bruwer, and N. Le Roux. (2013a). The impact of industry classification on the valuation accuracy of multiples in the South African capital market, *International Business and Economics Research Journal*, 12, pp 79–102.

Nel, S., W. Bruwer, and N. Le Roux. (2013b). Equity and entity-based multiples in emerging markets: evidence from the JSE securities exchange, *Journal of Applied Business Research*, 13, pp 829–52.

Pereiro, L E. (2002). *Valuation of companies in emerging markets: A practical approach*, John Wiley & Sons, Inc.

Schreiner, A. and Spremann, K. (2007). *Multiples and Their Valuation Accuracy in European Equity Market*. достъпен на <https://ssrn.com/abstract=957352>, последно посетен 29.08.2022

Todorov, L. (2015). Korektsii na pazarnite mnozhiteli pri sravnitelnia podhod za otsenka na biznesa – kolektivna monografia “Ikonomika na Balgaria I Evropeiskia Sajuz – savremenni predizvika telstva I podhodi I reshenia”, ИК УНСС, s. 452–463 [Тодоров Л., (2015). Корекции на пазарните множители при сравнителния подход за оценка на бизнеса – колективна монография „Икономиката на България и Европейския съюз – съвременни предизвикателства и подходи за решения“, ИК УНСС, стр. 452 – 463]