

ІНВЕСТИЦІЙНА ОЦІНКА ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ В ПРОЦЕСІ ІРО НА ОСНОВІ МЕТОДУ ДИСКОНТОВАНИХ ГРОШОВИХ ПОТОКІВ

У статті розглянуто теоретичні та практичні аспекти інвестиційної оцінки вартості підприємства, що планує вихід на ІРО, із використанням методу дисконтованих грошових потоків. Розкрито методіку прогнозування грошових потоків підприємства та розрахунку ставки дисконтування. Виявлено особливості оцінки вартості підприємства в процесі підготовки до ІРО.

Ключові слова: інвестиційна оцінка, вартість бізнесу, ІРО, метод дисконтованих грошових потоків, ставка дисконтування.

В умовах пошуку ефективних джерел фінансування розвитку вітчизняні підприємства стикаються із багатьма проблемами. Внутрішні його ресурси є недостатніми для задоволення інвестиційних потреб підприємства внаслідок неефективної податкової та амортизаційної політики, а зовнішні джерела у вигляді кредитів та облігацій є надто дорогими. Тому одним із альтернативних джерел залучення капіталу підприємствами є продаж частини акціонерного капіталу через первинне публічне розміщення (ІРО).

Інвестиційна оцінка вартості підприємства та формування ціни акцій у процесі ІРО є одним із найменш досліджених і суперечливих питань у фінансах. Проблематиці ІРО присвячено багато наукових праць зарубіжних авторів, серед яких Геддес Р., Дрейхо Дж., Лукашов А. В., Нікіфорова В. Д. Ще більше робіт стосуються інвестиційної оцінки бізнесу, якою займалися А. Г. Грязнова, А. Дамодаран, П. В. Круш, М. А. Федотова та інші.

Проте питання оцінки бізнесу під час ІРО за допомогою методу дисконтування залишається недостатньо опрацьованим. Адаже на практиці існує багато труднощів із визначенням достовірних прогнозів грошових потоків та обчисленням ставки дисконтування. Особливо актуальним це питання постає в умовах нестабільності економічної ситуації в Україні.

Метою нашої роботи є подальше дослідження теоретичних та практичних аспектів застосування методу дисконтованих грошових потоків для оцінки вартості бізнесу та виявлення особливостей його використання в процесі підготовки компанії до ІРО.

Метод дисконтування, на нашу думку, є найбільш прийнятним для оцінки вартості акцій при розміщенні на публічному ринку, оскільки враховує такі важливі фактори вартості, як доходність, ріст, ризики. Також перевагами цього підходу є відповідність повною мірою теорії вартості, врахування вкладу нематеріальних активів.

Згідно з концепцією доходного підходу вартість бізнесу дорівнює теперішній вартості усіх майбутніх потоків економічних вигод, що виникають унаслідок володіння бізнесом. *Метод дисконтування* – це модель трансформації грошових потоків *різних періодів* у вартість, що використовується у випадку *нестабільності* грошових потоків.

Інвестиційна оцінка вартості підприємства в процесі

ІРО з використанням методу дисконтованих грошових потоків відбувається у декілька етапів. Економісти виділяють різну кількість етапів та по-різному їх називають. Проте, на нашу думку, в контексті ІРО найбільш точно відображає сутність методу наступна послідовність етапів:

- збір необхідної інформації;
- вибір моделі грошового потоку;
- визначення тривалості прогнозного періоду;
- проведення аналізу виручки та прогнозування її приросту;
- проведення аналізу та прогнозування операційних витрат;
- проведення аналізу та прогноз капітальних інвестицій, оборотного капіталу та прогноз зміни фінансових зобов'язань;
- розрахунок прогнозованої величини грошового потоку;
- визначення ставки дисконтування;
- розрахунок величини вартості у постпрогнозний період;
- визначення вартості бізнесу та акціонерного капіталу.

Збір необхідної інформації

Особливе значення для оцінки методом дисконтування має історична фінансова звітність підприємства, підтверджена аудитором, а також прогнози та стратегія менеджменту щодо подальшого розвитку підприємства.

Вибір моделі грошового потоку

У контексті цього питання слід відрізнити повну вартість бізнесу компанії і акціонерну вартість. Вартість усього бізнесу обчислюється шляхом дисконтування очікуваних грошових потоків для всієї фірми після оплати всіх операційних витрат і податків, але до виплати боргових зобов'язань. Коли ми говоримо про акціонерну вартість компанії, то вона обчислюється за допомогою дисконтування очікуваних грошових потоків, які належать акціонерам фірми, які залишаються після того, як фірма розплатиться за всіма витратами і податками і виплатить всі боргові зобов'язання.

Слід пам'ятати, коли ми говоримо про оцінку вартості компанії в процесі ІРО, ми маємо на увазі оцінку акціонерної вартості компанії, за якою і розраховується ціна акцій при продажу інвесторам на ІРО:

Акціонерна вартість (Equity) = Вартість бізнесу (Enterprise Value) – Чистий борг + Готівкові грошові кошти + / – міноритарна частка (1)

Вартість бізнесу обчислюється як приведена вартість усіх майбутніх грошових потоків, що генеруються цим бізнесом. Вартість чистого боргу дорівнює вартості всіх грошових потоків, які належать кредиторам компанії. Вартість готівки дорівнює вартості наявних грошових коштів (чи їх еквівалентів) плюс вартість високоліквідних цінних паперів, що знаходяться на балансі компанії.

Вартість міноритарної частки належить до ситуації, коли компанія володіє менш ніж 100% акцій дочірніх компаній, але надає консолідовану фінансову звітність. У цьому випадку частка міноритаріїв у звітності вираховується з вартості бізнесу. У деяких випадках компанія може сама володіти міноритарними частками в інших компаніях. У цих випадках вартість міноритарної частки додається до вартості бізнесу [5, с. 184].

Визначення тривалості прогнозного періоду

При оцінці бізнесу методом дисконтованих грошових потоків очікуваний строк діяльності компанії поділяється на два періоди: прогнозний і постпрогнозовий. На прогнозний період складається детальний прогноз грошових потоків [6, с. 117].

Як прогнозний, береться період, що продовжується доти, доки темпи зростання вартості підприємства не стабілізуються. Період прогнозування також має охоплювати термін виходу компанії на прибуткову діяльність та досягнення нею типової для галузі норми рентабельності. Також має бути враховано період виходу фірми на повне завантаження проектних потужностей. У країнах з перехідною економікою в умовах нестабільності, на наш погляд, допустимий період складає 3-5 років. Стандартною одиницею виміру прогнозного періоду, як правило, є рік.

Проведення аналізу виручки та прогнозування її приросту

Темпи зростання виручки є найважливішим елементом вхідних даних при оцінці, особливо швидкозростаючих фірм, що використовуються для прогнозування майбутніх доходів і грошових потоків.

Існують три основних способи оцінки зростання будь-якої фірми [2, с. 356]. По-перше – це вивчення зростання на основі минулих доходів – її *історичних темпів зростання*. Хоча ці відомості можуть послужити корисним елементом вхідних даних при оцінці стійких фірм, для швидкозростаючих існує небезпека і обмеження при використанні таких темпів зростання. У підручнику Грязнової А. Г. цей підхід називається «укрупненим» [6, с. 119].

Ретроспективний аналіз виручки містить аналіз цілої низки факторів:

- номенклатура продукції, що випускається;
- об'єми виробництва і ціни на продукцію;
- ретроспективні темпи зростання підприємства;
- попит на продукцію;
- темпи інфляції;
- наявні виробничі потужності та природні ресурси;
- ситуація в конкретній галузі, рівень конкуренції тощо.

У прогнозуванні історичні темпи зростання можуть використовуватися для проведення попередньої оцінки,

а також у разі відсутності інформації.

По-друге, можна *довіритися аналітикам*, що здійснюють оцінку зростання фірми, і використовувати ці показники при визначенні вартості. У вітчизняних економістів цей метод не розглядається, і на це є певні причини. По-перше, кількість вітчизняних фірм, які досліджують аналітики, одиниці. По-друге, підхід спирається на методику ретроспективного аналізу або фундаментального. Тому, на нашу думку, сьогодні необхідності виділяти його окремо немає ні з практичної точки зору, ні з методичної.

По-третє, можна оцінювати зростання фірми, ґрунтуючись на її *фундаментальних показниках* (детальний підхід). Основою для розрахунку показників валової виручки є дані про фізичні обсяги реалізованої продукції минулих років, фактичні і прогнозні ціни на вироблений продукт, а також прогнози фахівців галузі, які дозволяють моделювати різні сценарії розвитку при різних зовнішньоекономічних умовах.

Необхідно пам'ятати, що при здійсненні прогнозу потрібно враховувати податкові платежі, наприклад, митні платежі, ПДВ, акцизи і т. п. [6, с. 119]

На нашу думку, в умовах підготовки підприємства до IPO найбільш прийнятним є фундаментальний (детальний) підхід до оцінки зростання виручки. На біржу, як правило, виходять фірми, що мають значний потенціал, тому історичні дані про темпи приросту виручки не завжди можуть стати орієнтиром для майбутніх прогнозів. Аналітичні прогнози по вітчизняних компаніях – це рідкість для нашого ринку на сьогодні. Отже, єдиним найбільш прийнятним підходом є фундаментальний, при цьому ми не відкидаємо ретроспективний аналіз, який дає змогу отримати багато корисної інформації щодо розвитку компанії.

Проведення аналізу та прогнозування операційних витрат

Наступним важливим пунктом є *аналіз та прогнозування операційних витрат, що містить*:

- ретроспективні взаємозв'язки і тенденції;
- структуру витрат;
- інфляційні очікування для кожної категорії витрат [4, с. 436].

Для оцінки вартості є важливою класифікація витрат на постійні та змінні. Постійні витрати не залежать від зміни обсягів виробництва (комерційні витрати, загальні, адміністративні, амортизація). Змінні ж витрати (сировина, матеріали, паливо, енергія, заробітна плата виробничого персоналу, відрахування на соціальні потреби), звичайно вважають пропорційними зміні обсягів виробництва.

Як правило, при побудові прогнозу, виділяються найбільш значущі статті витрат, по яких проводиться детальний аналіз і будується прогноз (сировина, матеріали, паливо, енергія, заробітна плата, відрахування на соціальні потреби, амортизація). Також для більш комплексного аналізу порівнюються прогнозовані витрати з відповідними показниками для підприємств-конкурентів.

Прогноз процентних платежів здійснюється на основі графіку погашення заборгованості підприємства.

Проведення аналізу та прогноз капітальних інвестицій, оборотного капіталу та прогноз зміни фінансових зобов'язань

Розрахунок грошового потоку передбачає прогнозування капітальних інвестицій, оборотного капіталу та зміни фінансових зобов'язань.

Прогноз капітальних інвестицій залежить від стратегії менеджменту та потреб виробництва у збільшенні основних фондів.

Зміни оборотного капіталу залежать в основному від приросту виручки та оборотності дебіторської та кредиторської заборгованості. Прогноз здійснюється, виходячи з постатейного планування окремих показників балансу в прогнозний період на підставі ретроспективних показників оцінюваної компанії та інших компаній галузі. Після побудови прогнозних балансів визначається власний оборотний капітал для кожного прогнозного року, потім на підставі отриманих даних розраховується зміна власного оборотного

капіталу, що фіксується в грошовому потоці [6, с. 123].

Зміна фінансових зобов'язань – показник розраховується на основі графіка погашень кредитів фірми та стратегії менеджменту по залученню додаткових боргових інструментів.

Розрахунок прогнозної величини грошового потоку

Розрахунок грошового потоку є завершальним етапом прогнозування чистого прибутку підприємства, інвестицій та фінансових зобов'язань. Розрахунок залежить від моделі грошового потоку. Розглянемо модель побудови грошових потоків у розпорядженні акціонерів, що відповідає цілям проведення IPO (рис. 1).

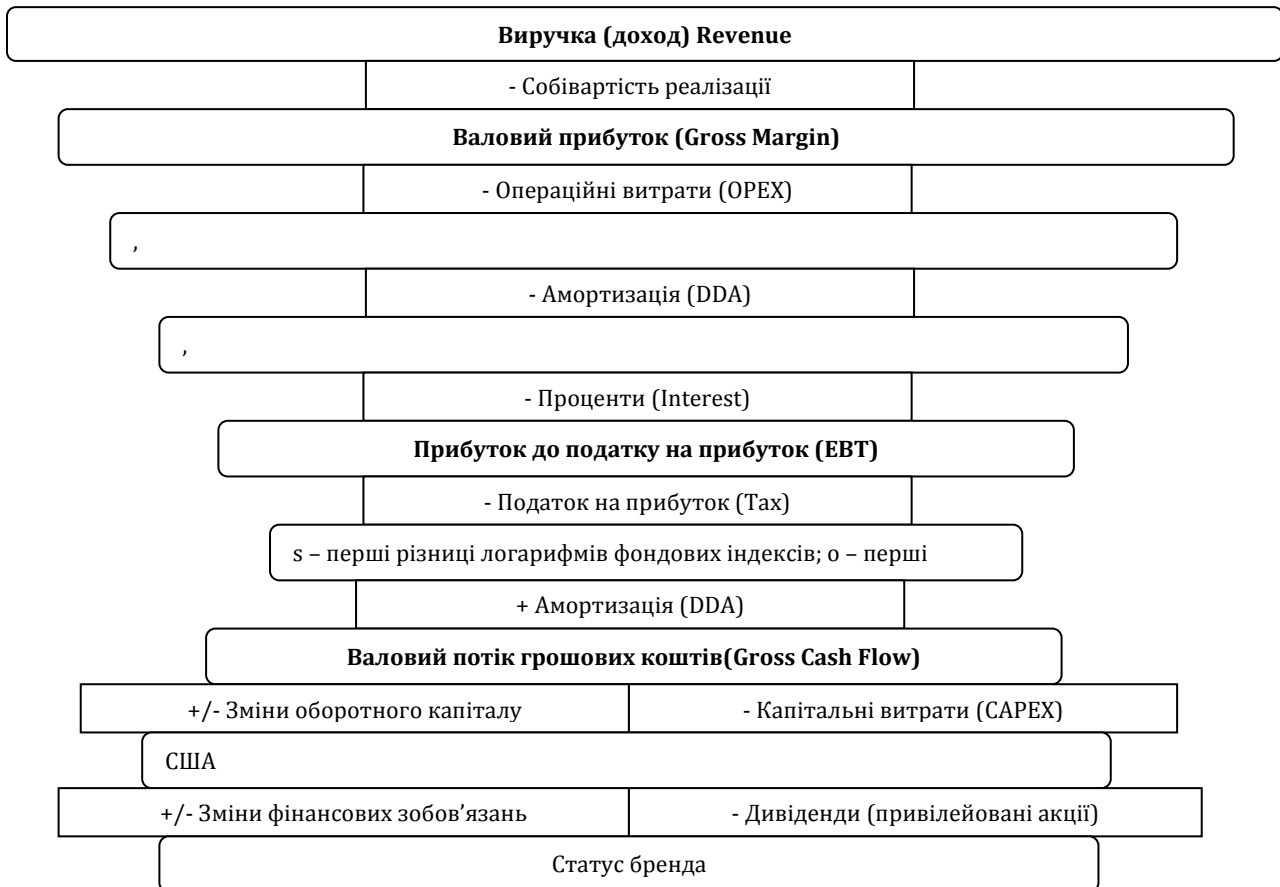


Рис. 1. Розрахунок грошового потоку в розпорядженні акціонерів

Особливістю розрахунку грошових потоків для оцінки вартості бізнесу в процесі IPO є використання міжнародних стандартів звітності. Це зумовлено необхідністю зіставлення даних підприємств із різних країн, де використовуються різні методики бухгалтерського обліку.

Визначення ставки дисконтування

Залежно від моделі грошового потоку існують відмінності у ставках дисконтування, які використовуються для приведення потоків економічних вигод у вартість власного та вкладеного капіталу. Ставка приведення – необхідний рівень доходності, що використовується для приведення суми грошових коштів, отриманих чи виплачених у майбутньому до поточного (теперішнього) моменту часу.

Для приведення вартості потоків економічних вигод використовуються наступні ставки дисконтування (приведення):

Net Equity CashFlow (чистий грошовий потік у розпорядженні акціонерів) – дисконтуємо з використанням ставки для акціонерного капіталу, що визначається на основі CAPM, build-up model та інших моделей;

Invested Capital Cash Flow (грошовий потік у розпорядженні власників вкладеного капіталу) – дисконтується з використанням середньозваженої вартості капіталу WACC.

Отже, розглянемо основні методи розрахунку ставок приведення. Для їх розрахунку використовуються різні методи, найпопулярнішими серед яких є кумулятивний метод та модель CAPM. На практиці найбільш поширеною моделлю є CAPM, яка прийшла із теорії портфельних інвестицій та була «адаптована» для оцінки ставки дисконтування.

Capital Assets Pricing Model (CAPM) – модель ціноутворення капітальних активів (акцій), яка

припускає, що необхідну доходність вкладень у конкретну акцію можна визначити, порівнюючи ризик вкладення в цю акцію із ризиком вкладення у диверсифікований портфель. Порівняння здійснюється через коефіцієнти систематичного ризику (β) і несистематичного ризику (α):

$$Re = Rf + (E(Rm) - Rf) \cdot \beta + \alpha, \quad (2)$$

де Rf – безризикова ставка; $E(Rm)$ – очікувана доходність ринку акцій; β – ступінь систематичного ризику; α – ступінь несистематичного ризику.

Розглянемо детальніше усі види ризиків, що відображаються у даній моделі. *Безризикова ставка (Risk-free rate Rf)* – необхідний рівень доходності безризикового вкладення. Сутність безризикової ставки полягає у вимірюванні доходності інвестицій з нульовим рівнем ризику та гарантованим доходом. Теоретично Rf – це доходність самих короткострокових боргових урядових цінних паперів (казначейські облігації), але на практиці необхідно враховувати горизонт інвестування, тому у якості безризикової ставки аналітики зазвичай приймають ставку по довгострокових 20-30-річних державних облігацій. Інвестиційні компанії часто в якості безризикової ставки, що характеризує економіку країни, приймають ставку $Rf_{country}$:

$$Rf_{country} = Rf(USA) + Country\ Premium, \quad (3)$$

де $Rf(USA)$ – доходність довгострокових облігацій США, $Country\ Premium$ – премія за ризик інвестування в економіку певної країни, яка розраховується на основі інвестиційного рейтингу агентства Moody's.

Премія за ризик вкладення у акції (Equity risk premium) – це додаткова доходність порівняно із доходністю безризикового вкладення, яка очікується інвесторами за додатковий ризик укладення у акції. Математично ERP розраховується як різниця між очікуваною доходністю ринку акцій $E(Rm)$ і очікуваною безризиковою ставкою Rf , але це твердження у більшості випадків залишається лише у теорії. На практиці ERP розраховується на основі історичних даних, а не очікуваних, і може коливатися в межах 3,5%-7%.

Недиверсифікований ризик (β) – ризик, що пов'язаний з негативними подіями, що здійснюють свій вплив на усі компанії: дефолт, рецесія, війна тощо. Цей ризик також називають систематичним, оскільки його не можна уникнути, об'єднуючи інвестиції у диверсифікований портфель. Коефіцієнт β розраховується методами регресійного аналізу на основі кореляції між доходністю індивідуальної акції (активу) і доходністю ринку (табл. 1).

Таблиця 1. Інтерпретація значень коефіцієнта β

β	Зміна ціни акції	Інтерпретація
$\beta = 1$	Відповідно до ринку	Доходність дорівнює ринковій
$\beta > 1$	Відповідно до ринку	Коливання рівня доходності вище ринкової амплітуди
$\beta < 1$	Відповідно до ринку	Коливання рівня доходності нижче ринкової амплітуди
$\beta = 0$	Не корелюється	Відповідає ринковому ризику
$\beta < 0$	Протилежне ринковому	Коливання рівня доходності відбувається у протилежний від загального тренду бік.

Коефіцієнт β можна знайти у спеціальних довідниках, наприклад у S&P stock reports, Ibbotson's Beta Book, New York University's Stern School of Management. Коефіцієнт β також залежить від структури капіталу компанії: що вища частка позичкового капіталу, то вищий ризик та коефіцієнт β .

Диверсифікований ризик (α) – ризик, що пов'язаний з окремими специфічними подіями в житті компанії: звільнення ключових менеджерів, невдачі при запуску нових продуктів, страйки тощо. Цей ризик також називають несистематичним, адже його можна уникнути, формуючи диверсифікований портфель. Цей коефіцієнт визначається оцінювачем.

Згідно з кумулятивним методом (*Build-up-Method*) ставка дисконтування розраховується за формулою:

$$Re = Rf + ERP + SRP, \quad (4)$$

де Re – вартість власного капіталу; Rf – безризикова ставка на дату оцінки; ERP – премія за ризик вкладення в акції (ризик акціонерів); SRP – премія за специфічний ризик.

Rf (*Risk free rate of return*), *Equity Risk Premium (ERP)* – розрахунок даних елементів аналогічний моделі CAPM. *Specific Risk Premium (SRP)* – додаткова премія за особливі ризики інвестування у певне підприємство. Варто зазначити, що SRP аналогічна α , проте SRP також містить ризики галузі. На величину SRP впливають наступні фактори:

- розмір компанії;
- ризики галузі;
- специфічні ризики компанії.

Для оцінки вартості вкладеного капіталу ІС та вартості бізнесу використовується середньозважена вартість капіталу $WACC$ (*Weighted Average Cost of Capital*). $WACC$ характеризує середньозважену доходність, очікувану від всього вкладеного в компанію капіталу як власного, так і залученого. Показник залежить від структури капіталу, ставки оподаткування, вартості власного капіталу та вартості залученого капіталу.

Середньозважена вартість капіталу розраховується за формулою:

$$WACC = Re \cdot \frac{E}{D+E} + Rd \cdot \frac{D}{D+E} \cdot (1 - tax), \quad (5)$$

де E – сума власного капіталу; D – сума боргового капіталу; Re – вартість власного капіталу; Rd – вартість боргового капіталу; tax – ставка податку на прибуток.

Отже, розглянувши особливості розрахунку грошових потоків та ставки дисконтування, можемо розрахувати вартість бізнесу на основі формули:

$$Market\ Value = \sum \frac{NCF_t}{(1+r)^t} \quad (6)$$

де r – коефіцієнт дисконтування ($WACC$ або Re), NCF – чистий грошовий потік, t – періоди часу.

Розрахунок величини вартості у постпрогнозний період

Визначення вартості в постпрогнозний період засновано на передумові, що підприємство (бізнес) здатне приносити дохід і після закінчення прогнозного періоду. Передбачається, що після закінчення прогнозного періоду доходи підприємства стабілізуються і в постпрогнозний період спостерігатимуться стабільні довгострокові темпи зростання або нескінченні рівномірні доходи.

Залежно від перспектив розвитку підприємства в постпрогнозний період використовують різні методи розрахунку майбутньої (залишкової) вартості.

Ми вважаємо, що найбільш доцільно використовувати модель Гордона, адже вона лежить у межах доходного підходу (метод капіталізації), відповідає цілям IPO – довгострокова стратегія розвитку компанії. Розрахунок майбутньої вартості Terminal value відповідно до моделі Гордона проводиться за формулою (формула перпетуїтета):

$$TV = \frac{NCF_t \cdot (1+g)}{r-g}, \quad (7)$$

де, NCF_t – грошовий потік останнього прогнозного періоду; g – темп приросту; r – ставка дисконтування.

Темп приросту грошових потоків (g , *growth rate*), що використовується в оцінці бізнесу:

- передбачається незмінним протягом всього періоду оцінки;
- дорівнює розрахованому аналітиками прогнозованому значенню (для теоретично безкінечного періоду);
- не може перевищувати темп приросту народонаселення Землі плюс рівень інфляції;
- на практиці знаходиться в межах 3-6%.

У межах періоду прогнозування темп зростання може перевищувати ставку дисконтування, але за межами – ні.

Визначення вартості бізнесу та акціонерного капіталу

Отже, вартість бізнесу з використанням методу дисконтування та моделі Гордона розраховується як сума теперішньої вартості прогнозних грошових потоків та «залишкової вартості» (*Terminalvalue*), яка

приводиться до поточного моменту часу за допомогою дисконтування:

$$\text{Market value} = \sum \frac{NCF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^{t+1}} \quad (8)$$

де r – коефіцієнт дисконтування; TV (*Terminal value*) – вартість грошових потоків постпрогнозного періоду; t – період прогнозування, $t+1$ – останній період прогнозування; NCF_t – чистий грошовий потік.

Для визначення величини вартості бізнесу необхідно дисконтувати валовий грошовий потік, що надходить у розпорядження власників інвестованого капіталу. Для оцінки вартості власного акціонерного капіталу у цій моделі необхідно дисконтувати грошовий потік, що надходить у розпорядження власників акціонерного капіталу.

Метод дисконтованих грошових потоків, з нашої точки зору, є найбільш прийнятним для оцінки вартості бізнесу компанії, що планує стати публічною. Обов'язковою умовою проведення такого аналізу є наявність історичної фінансової звітності, підтвердженої аудитором. Особливості оцінки в процесі IPO є також той факт, що аналітиком оцінюється саме акціонерна вартість (власний капітал), а також використовується відповідна модель грошового потоку.

Для прогнозування виручки ми пропонуємо застосовувати фундаментальний підхід, що враховує усі важливі фактори зростання фірми та відповідає цілям проведення IPO. Для розрахунку прогнозного грошового потоку важливими етапами є розрахунок майбутніх операційних витрат, процентних платежів, податків, зміни оборотного капіталу, основних фондів, та фінансових зобов'язань.

Для розрахунку ставки дисконтування ми пропонуємо використовувати один із методів: CAPM або кумулятивний. Для визначення залишкової вартості, на нашу думку, найбільш доцільно використовувати модель Гордона, адже вона лежить у межах доходного підходу, відповідає цілям IPO – довгострокова стратегія розвитку компанії.

Цей напрямок досліджень є перспективним та актуальним, адже інтерес до фондової біржі з боку українських компаній постійно зростає, що зумовлює необхідність адаптації зарубіжних моделей та методів.

Список літератури

1. Геддес Р. IPO и последующие размещения акций / Росс Геддес / Пер. с англ. — М.: ЗАО «Олимп—Бизнес», 2007. — 352 с.
2. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / Асват Дамодаран ; пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. — 1342 с.
3. Дрэйхо Дж. IPO. Как и почему компании становятся публичными / Дж. Дрэйхо / Пер. с англ. — М.: Издательство «Весь Мир», Издательский дом «ИНФРА-М», 2008. — 392 с.
4. Економіка підприємства: навч. посіб. для студ. вищих навч. закладів / П. В. Круш, В. І. Подвігіна, Б. М. Сердюк та ін. — 2-ге вид., стереотип. — К.: Ельга-Н, КНТ, 2009. — 780 с.
5. IPO от 1 до 0: пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков / Андрей Лукашов, Андрей Могин. — 2-е изд., испр. и доп. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. — 361 с.
6. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / А. Г. Грязнова, М. А. Федотова, М. А. Эскиндаров, Т. В. Тазихина, Е. Н. Иванова, О. Н. Щербакова. — М.: ИНТЕРРЕКЛАМ, 2003. — 544 с.

РЕЗЮМЕ

Рогульський Вадим

Инвестиционная оценка стоимости бизнеса в процессе IPO на основе метода дисконтирования денежных потоков

В статье рассмотрены теоретические и практические аспекты инвестиционной оценки стоимости предприятия, которое планирует выход на IPO, с использованием метода дисконтированных денежных потоков. Раскрыта методика прогнозирования денежных потоков и расчета ставки дисконтирования. Выявлены особенности оценки стоимости предприятия в процессе подготовки к IPO.

RESUME

Rogulskyi Vadym

Investment valuation of business value for IPO using discounted cash flows method

The article reviews the theoretical and practical aspects of investment company valuation that plans IPO, using the discounted cash flows method. The technique of forecasting of cash flows technique and discount rate estimation is revealed. The features of business valuation in preparation for the IPO are considered.

Стаття надійшла до редакції 26.02.2013 р.